La genèse des Euromarchés

Jean-Baptiste Pons Rozados

▶ **To cite this version:**

Jean-Baptiste Pons Rozados. La genèse des Euromarchés. Sociologie. Université Paris sciences et lettres, 2020. Français. NNT : 2020UPSLM062 . tel-03184801

HAL Id: tel-03184801
https://pastel.hal.science/tel-03184801

Submitted on 29 Mar 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

PSL UNIVERSITÉ PARIS

THÈSE DE DOCTORAT
DE L'UNIVERSITÉ PSL

Préparée à MINES ParisTech

La genèse des Euromarchés

Soutenue par
Jean-Baptiste Pons
Le 17 décembre 2020

Ecole doctorale n° 543
SDOSE – Sciences de la Décision, des Organisations, de la Société et de l'Echange

Spécialité
Sciences, Technologies, Sociétés

Composition du jury :

Sabine, MONTAGNE Directrice de recherche, Université Dauphine	*Présidente*
Béatrice, TOUCHELAY Professeure des universités, Université de Lille	*Rapporteur*
Éric, MONNET Directeur d'études, EHESS	*Rapporteur*
Claire, LEMERCIER Directrice de recherche, Sciences-Po Paris	*Examinatrice*
Stefano, UGOLINI Maître de conférences, Sciences-Po Toulouse	*Examinateur*
Alexandre, MALLARD Directeur de recherche, Mines ParisTech	*Directeur de thèse*

MINES ParisTech | PSL

LA GENESE DES EUROMARCHES

REMERCIEMENTS

Mes premiers remerciements vont à mes directeurs de thèse, Claire Lemercier et Alexandre Mallard qui, de ma première année jusqu'à la dernière, se sont toujours montrés présents et disponibles, et qui ont relu cette thèse de bout en bout. Je leur suis reconnaissant de m'avoir toujours encouragé, fait confiance, et de m'avoir soutenu dans les moments difficiles. Je remercie également Éric Monnet, Sabine Montagne, Béatrice Touchelay et Stefano Ugolini qui ont accepté de faire partie de mon jury.

Je remercie le Centre de Sociologie de l'Innovation de m'avoir accueilli pendant ces longues années de recherche. J'ai beaucoup appris au contact des chercheurs de l'Ecole des Mines. Je remercie tout particulièrement Liliana Doganova, Antoine Hennion et Fabian Muniesa qui ont lu et discuté mes travaux intermédiaires. Les doctorants du CSI m'ont beaucoup aidé dans mon travail et ont égayé par leur présence les années de la thèse. Je tiens en particulier à remercier Nassima Abdelghafour, Mathieu Baudrin, Quentin Dufour, Alexandre Violle et Guillaume Yon.

Ce travail doit aussi beaucoup aux discussions dont j'ai bénéficié à l'extérieur de mon laboratoire à l'occasion de congrès, de séminaires, de cours et de rencontres. J'ai profité des remarques et des conseils dont m'ont fait part d'autres chercheurs. Eric Bussière, Alexis Drach, Martin Giraudeau, Pierre-Cyrille Hautcoeur, Frédéric Lebaron et Benjamin Lemoine en font partie et je leur adresse toute ma gratitude. Je tiens également à remercier Delphine Carrangeot, Mathieu Hauchecorne, Florence Paterson, Emilie Rosenblieh et Mélanie Traversier aux côtés desquels j'ai pris grand plaisir à enseigner l'histoire médiévale, l'histoire moderne, la sociologie des controverses et l'économie politique. Je remercie également Tiago Mata de m'avoir transmis certaines de ses sources.

Je n'aurais pas pu réaliser ce travail sans la générosité et la gentillesse de tous ceux qui, dans les centres d'archives, m'ont donné de précieux conseils. Je pense notamment aux archivistes de la Banque de France, du Service des Archives Economiques et Financières de Savigny-le-Temple, de la bibliothèque de Sciences-Po ainsi que de la banque BNP-Paribas au sein de laquelle Roger Nougaret s'est montré particulièrement dévoué. Certains acteurs m'ont donné de leur temps et accordé de longs entretiens, d'autres m'ont gracieusement ouvert des archives privées. Mes remerciements vont à Chris O'Malley et à Stanislas Yassukovich. Je ne peux, pour certains, les nommer entièrement puisqu'ils préfèrent rester anonymes mais je tiens tout de même à remercier J.M.T et P.M.B.

Je dois également remercier toute l'équipe pédagogique du lycée Romain Rolland de Goussainville où j'ai eu plaisir à enseigner l'histoire-géographie et l'éducation civique pendant les

quatre dernières années de ma thèse. Je tiens aussi à remercier les élèves pour leur curiosité, leur dynamisme et leur bienveillance.

Certains amis et collègues m'ont beaucoup aidé dans ce travail. Je dois à Marie Piganiol de m'avoir encouragé à m'engager dans la recherche et l'enseignement au moment de ma reconversion professionnelle. Elle a été d'un soutien sans faille et incarné une véritable source d'émulation intellectuelle. Je ne la remercierai jamais suffisamment. Parmi mes proches, Olivier Allard et Célia Keren ont relu avec une grande attention des parties de ma thèse et m'ont fait part de leurs remarques judicieuses, qu'ils en soient remerciés ici.

Enfin, je dois toute ma gratitude à mes amis extraordinaires : Marie, Célia, Olivier, cités plus haut, Kostantinos Siempis, Bastien Mennesson, Anaïs Harlé, Lison Jullien, Alexis Bloch, Léa Chauliac, Antoine Torrens. Je pense aussi tout particulièrement à ma famille qui a suivi ma thèse aux premières loges pendant toutes ces années ; qu'elle me pardonne les vacances studieuses, les soirées tronquées, les doutes et les angoisses. C'est à eux que je dédie cette thèse, à ma grand-mère Jeanne Serres, à ma mère Monica Rozados Lopez, à mon père, Frédéric Pons Serres, à ma tante Sylvie Desseilles et à mon frère, Maxime Pons Vallès.

Remerciements **4**

Liste des figures **12**

Liste des abréviations **14**

Introduction : la genèse des Euromarchés **18**

I. Euromarchés et finance internationale **18**

1. La finance offshore dans la mondialisation : règle ou exception ? 18
2. Les Euromarchés : une révolution financière 20
3. Problématique 22
4. Pour une histoire de la mise en marché des Euromarchés 22
5. Analyser les Euromarchés par les instruments 23
6. Pour une approche territoriale des Euromarchés 29
7. La mondialisation financière par les Euromarchés : un axe anglo-étatsunien ? 32

II. Méthode **37**

1. Les archives privées 38
2. Les archives publiques 39
3. Les archives de presse 41

Résumé de la thèse **50**

Chapitre 1 : Qualifier les Euromarchés **54**

I. Le phénomène des Eurodevises, un objet insaisissable ? **57**

1. Une entreprise comptable impossible lancée depuis une institution en quête de légitimité 57

1.1. Les usages de la comptabilité 57

1.2. Justifier l'irréversibilité de la mise en marché par les nombres 58

1.3. La Banque des Règlements Internationaux : une institution en quête de légitimité 60

1.4. Composition du comité et profils des participants 61

2. L'ambition savante et régulatoire des banquiers centraux en temps de crise 67

2.1. Une entreprise comptable aux objectifs flous 67

2.2. Une occasion nouvelle de coopération entre banques centrales 69

2.3. Du projet descriptif à l'ambition régulatoire 70

2.4. Une ambition régulatoire issue d'un contexte de crise 71

II. Qualifier les Euromarchés **74**

1. La définition du marché par les taux d'intérêt ou la résidence 74

1.1. Définir les Euromarchés : la rétro-ingénierie comptable 74

1.2. Du taux d'intérêt au concept de résidence 77

2. Qualifier les taux d'intérêts du marché 87
2.1. Le taux d'intérêt : premier indice du marché 87
2.2. L'explicitation graphique de l'eurodollar : l'hypothèse du « tunnel » 90
3. La taille du marché : méthode italienne et coopération statistique 95
3.1. La méthode italienne confronte les statistiques bancaires issues de plusieurs pays 95
3.2. Des données fausses mais efficaces : le phénomène de duplication comptable 101
Conclusion 105

Chapitre 2 : la communication des banques centrales comme forme non-contraignante de régulation des Euromarchés 106

I. Vers la légitimation des Euromarchés au niveau domestique : le cas de la Banque de France 110

1. De l'attentisme international aux interventions domestiques 110
1.1. Une crise « laissé[e] dans l'ombre » 110
1.2. Parer au plus pressé en ordre dispersé 113
1.3. La « neutralité bienveillante » de la Banque de France 114
1.4. La Banque de France et ses lanceurs d'alerte 115
1.5. Les oreilles de la Banque de France : un réseau d'informateurs pour surveiller les développements du marché 119
2. La Banque de France : nouvelle source d'énonciation sur l'Euromarché 123
2.1. Suggérer et punir 124
2.2. La lettre circulaire : objet de coopération ou de coercition 126
2.3. De l'art de menacer 128
2.4. Les raisons de la colère 131
2.5. Modalités et degré de maîtrise de la communication 132

II. Une communication coordonnée depuis la BRI pour légitimer les Euromarchés 135

1. Un appel à l'intervention internationale relié par la presse 136
1.1. L'émergence d'un discours inquiet dans la presse 136
1.2. La presse, une source fiable ? De l'utilité des annotations 137
1.3. Une fenêtre d'opportunité ouverte par un public réceptif 138
2. Pourquoi et comment prendre parole sur un marché déstabilisé ? 140
2.1. La communication en tant que devoir 141
2.2. A quoi sert la communication d'une banque centrale ? 143
2.3. La question des publics 145
3. Vers la construction d'un lecteur modèle 146
3.1. Le ciblage du lectorat : de la crainte du lecteur « superficiel » 147
3.2. Des données absconses 148

3.3. Qu'importent les données pourvu qu'il y ait signal 149
4. Eriger les banques centrales en source d'énonciation sur les développements de la finance internationale 150
4.1. Rôle de la source d'énonciation dans la force de prescription de la communication 150
4.2. La BRI : un pare-feu en cas de raté 151
4.3. L'alliance entre la BRI et ses banques centrales 152
5. Une entreprise couronnée de succès par la presse 153
5.1. Un « demi-succès » convoité par la presse 153
5.2. Des « statistiques vitales » pour la compréhension de la finance internationale émergente 157
Conclusion 159

Chapitre 3 : Aux frontières des Euromarchés. la position de change et les frontières comptables de la France 162

I. Le territoire national du point de vue de la comptabilité nationale 166
1. La comptabilité nationale française et les opérations financières 166
2. La comptabilité nationale : une comptabilité territorialisée 167

II. La position de change et la position globale de change : des instruments de protection du franc et de surveillance des banques 169
1. Protéger le franc en cas de crise : la position de change comme barrage aux vagues spéculatives 169
2. De la position de change à la position globale de change 171

III. Traduire la comptabilité bancaire dans les cadres de la comptabilité nationale : la lettre circulaire n°4 PB 176
1. Une campagne d'inspections auprès de 50 établissements bancaires 176
2. La position globale de change d'un intermédiaire agréé et la position extérieure de la France 177
3. Un instrument à l'intersection des comptabilités nationale et privées 183
4. Un objet comptable qui inscrit les frontières financières françaises 193
Conclusion 198

Chapitre 4 : De la bourse sans domicile fixe aux Euromarchés - l'émergence des dealers en Eurobonds 202

I. Introduction 202
1. Le démantèlement du régime de Bretton Woods et l'émergence d'un nouvel ordre de la dette 203
2. De nouveaux instruments financiers 206

3. « Freer markets, more rules » 208
II. L'ouverture d'une fenêtre d'opportunité pour les projets d'autorégulation de l'AIBD 210
1. Une visibilité accrue des Euromarchés dans la presse spécialisée et généraliste 210
1.1. Les Euromarchés sapent-ils la souveraineté étatique ou en sont-ils l'un des remparts ? 210
1.2. La presse sert de vitrine aux controverses qui entourent les Euromarchés 212
2. « Ordre et discipline » ; vers une autorégulation du marché des Eurobonds 218
3. L'internationalisation de la finance et les dynamiques d'expansion des *trade associations* 222
III. Vers l'émergence au travers de l'AIBD d'un nouveau groupe professionnel international structuré autour des Eurobonds ? 227
1. Conflictualité et groupes professionnels 227
2. L'instrument porte-t-il un modèle d'organisation ? 230
3. Bâtir une organisation depuis l'échelle mondiale 239
4. Objectifs de l'association 245
IV. Logiques concurrentielles au sein de l'AIBD 252
1. Le « paperwork crunch » et les logiques concurrentielles entre chambres de compensation 253
2. Vers un marché de gré-à-gré ou une organisation héritée des marchés anglo-saxons : la controverse du registre de market makers 259
3. Quand les *dealers* contestent la séparation entre marché primaire et secondaire : la controverse du Grey market 265
4. Le marché des Euroequities : l'AIBD face à la concurrence des bourses nationales et de la Communauté Economique Européenne 271
V. Mettre le marché des Eurobonds et l'AIBD en histoire 275
1. Passage de relai ou combat d'arrière-garde ? La mise en récit des premiers temps du marché des Eurobonds et de l'AIBD 275
2. Quand la mémoire dépasse les bornes : l'intégration de la critique interne et externe du marché à travers le récit fondateur de l'AIBD 277
2.1. Mémoires dissonantes et bornes basses : quand commencer une histoire de l'AIBD ? 277
2.2. L'internalisation de la critique interne et externe par la mémoire 280
3. Les premiers temps des Euromarchés (1962-1968) : l'épopée fondatrice d'une bourse sans domicile fixe 286
3.1. Un projet conquérant et des horizons dépassables ? 286
3.2. L'IET : un choc régulatoire comme événement fondateur 288

3.3. Intérêt manifeste ou abnégation des vétérans de l'association pour sauver le marché des Eurobonds ? 290

Conclusion 294

Conclusion génerale..... 296

Bibliographie 302

LISTE DES FIGURES

Figure 1 : notions associées aux Euromarchés 25

Figure 2 : Google Ngram concernant la graphie des termes relatifs aux Euromarchés (au 26/08/2020) 28

Figure 3: matrice de compartimentation entre espaces domestiques et espaces internationaux 32

Figure 4 : tableau retraçant les équations de recherche utilisées avec l'outil Gale Newsvault 44

Figure 5 : liste des représentants invités à la réunion organisée par la BRI concernant l'Eurodollar le 12 octobre 1962 66

Figure 6 : structure des réserves de la Banque de France au 30 septembre 1962 (soir) 80

Figure 7 : cas d'Eurotransaction et fonctionnement de comptes miroirs 82

Figure 8 : cas de dépôt aux taux des Euromarchés auprès d'une filiale américaine et de dépôt conventionnel 84

Figure 9 : cas de chaîne de dépôts divers et fonctionnement de comptes miroirs 86

Figure 10 : annexe graphique de l'Eurodollar Supplement to EM/BM sur les taux à trois mois en cours sur les Euromarchés à Londres. 88

Figure 11 : illustration de l'hypothèse du « tunnel » des taux à trois mois sur la place de Londres 91

Figure 12 : comparaison des rendements hebdomadaires des bons du trésor américains et anglais avec ceux de l'Eurodollar à trois mois sur la place de Londres (janvier 1959 à novembre 1963) 94

Figure 13 : estimation des avoirs en dollars des banques françaises logés chez des banques hors des Etats-Unis 99

Figure 14 : schématisation de la « méthode italienne soustractive » 100

Figure 15 : schématisation d'une chaîne de transactions « pyramidale » 103

Figure 16: note manuscrite du 13 novembre 1963 137

Figure 17: note marginale rédigée par Julien Koszul. 145

Figure 18 : traduction d'un article du Guardian réalisée par la Banque de France. 156

Figure 19 : chronologie de la mise en place de la position de change et de la position globale de change 173

Figure 20 : tableau de détermination de la position extérieure en devises d'une banque et de ses contreparties 179

Figure 21 : récapitulatif de l'impact des différents types d'opérations sur la position extérieure de la France. Adapté de l'article "La position des banques françaises à l'égard de l'étranger", Bulletin trimestriel de la Banque de France, 8 septembre 1973 182

Figure 22 : chaîne de traductions entre opérations bancaires et comptabilité nationale 185

Figure 23 : impact sur la position globale de change des crédits en devises et en francs 195

Figure 24 : couverture de la revue Euromoney de mars 1975 – « Quand se tarira-t-il ? » 205

Figure 25 : collage d'une sélection d'articles issus de plusieurs journaux internationaux et français qui soulignent les inquiétudes que soulève le marché au tournant de l'année 1971 et de la couverture de la revue Euromoney de juin 1973. 215

Figure 26 : processus d'émission et d'échange d'Eurobonds 232

Figure 27 : une du magazine Euromoney d'Avril 1973 236

Figure 28 : tombstones issus de l'édition du Financial Times du 13 septembre. 238

Figure 29 : liste des 82 market makers publiée dans le Financial Times du 13 septembre 1976 264

Figure 30 : photographie des pionniers des Euromarchés prise à l'occasion du 50ème anniversaire fêté par l'ICMA en juin 2013 de l'émission pour Autostrade 280

Figure 31 : chronologie retraçant les jalons de l'histoire du marché des Eurobonds selon l'ICMA ... 282

Figure 32 : matrice résumant le processus d'offshorisation et de compartimentation territoriale à travers l'exemple de la France 299

LISTE DES ABRÉVIATIONS

ACVRC	Allied Crude Vegetable Oil Refining Company
AIBD	Association of International Bond Dealers
BDF	Banque de France
BFCE	Banque Française du Commerce Extérieur
BIRD	Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement
BISA	Bank of International Settlements' Archives
BNCI	Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie
BRI	Banque des Règlements Internationaux
BSEF	Bureau de Statistiques et d'Etudes Financières
BUP	Banque de l'Union Parisienne
CEDEL	Centrale de livraison de valeurs mobilières
CEE	Communauté Economique Européenne
CFA Institute	Chartered Financial Analyst Institute
CIC	Crédit Industriel et Commercial
CL	Crédit Lyonnais
CNEP	Comptoir National d'Escompte de Paris
DGSE	Direction Générale des Services Etrangers
DK	Don't Know
EFFAS	Fédération Européenne des Sociétés d'Analyse Financière
FED	Réserve Fédérale des Etats-Unis
FMI	Fonds Monétaire International
G10	Groupe des Dix
IASC	International Accounting Standards Committee
ICMA	International Capital Market Association

IET	Interest Equalization Tax
IIEB	Institut International d'Etudes Bancaires
INSEE	Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques
IPE	International Political Economy
IPMA	International Primary Market Association
LES	London Stock Exchange
NASA	National Aeronautics and Space Administration
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
SAEF	Service des Archives Economiques et Financières
SEC	Securities and Exchange Commission
SEEF	Service des études économiques et financières
SG	Société Générale
TELEX	Telegraph Exchange
TOF	Tableau des Opérations Financières

INTRODUCTION : LA GENESE DES EUROMARCHES

I. Euromarchés et finance internationale

1. La finance offshore dans la mondialisation : règle ou exception ?

Depuis les attentats du 11 septembre 2001, la crise économique de 2008 et la succession de fuites d'envergure de documents confidentiels telles que les Offshore Leaks (2013)[1], LuxLeaks (2014)[2], SwissLeaks (2015)[3], l'*offshore* fait de plus en plus débat. Il est accusé de soustraire des ressources fiscales aux Etats et de saper les assises de l'Etat-providence, d'accroître l'instabilité des marchés financiers à cause du développement de places financières à la régulation peu contraignante, de permettre le financement d'activités terroristes ou encore le blanchiment des fonds issus d'activités illégales telles que la traite d'êtres humains, le trafic de drogues et d'armes (Merckaert, 2013; Perrot, 2016; Zucman, 2013; Clunan and Trinkunas, 2010).

Pour un nombre croissant d'auteurs, on ne peut comprendre le capitalisme contemporain et la mondialisation sans s'intéresser à l'*offshore* (Binder, 2019; Green, 2016; Palan, 2006). L'*offshore* ne fait pas référence à un espace géographique particulier mais à des domaines où les contraintes

[1] Les Offshore leaks au sens large rassemblent les bases de données constituées par les journalistes d'investigation de l'*International Consortium of Investigative Journalists* (ICIJ). Les fuites incluent les Offshore Leaks (2013) à proprement parler, les Panama Papers (2016), les Bahamas Leaks (2016), ou encore les Paradise Papers (2017). Ces affaires ont en commun la collecte de données relatives aux paradis fiscaux en vue de dénoncer l'utilisation qu'en font entreprises et particuliers pour blanchir de l'argent ou à des fins d'évasion fiscale. Elles connaissent un fort retentissement dans la presse. Source : https://offshoreleaks.icij.org/ (accessible au 13/07/20).

[2] Les LuxLeaks (2014) rassemblent les documents mis à disposition de l'ICIJ par deux anciens auditeurs. Il s'agit de documents confidentiels internes de cabinets d'audit relatifs aux accords conclus par leurs clients auprès du fisc luxembourgeois. L'affaire a rendu publiques les négociations que certaines multinationales conduisaient avec le Grand Duché du Luxembourg à des fins d'optimisation fiscale et nourri les débats au sujet de la protection des lanceurs d'alerte. Source : https://www.icij.org/investigations/luxembourg-leaks/ (accessible au 13/07/20).

[3] Les SwissLeaks (2015) rassemblent des données issues des archives de la banque HSBC exploitées par l'ICIJ. Les journalistes d'investigation du consortium accusent la banque, à travers sa filiale suisse, d'avoir facilité l'évasion fiscale et le blanchiment d'argent pour le compte de ses clients. Ces révélations donneront lieu à des informations et des poursuites judiciaires dans plusieurs pays. Source : https://projects.icij.org/swiss-leaks/ (accessible au 13/07/20).

régulatoires et fiscales imposées par les Etats sont allégées voire inexistantes pour les non-résidents. La notion d'*offshore* couvre des politiques et des pratiques diversifiées : elle peut s'appliquer à certaines places financières, aux paradis fiscaux, aux pavillons de complaisance et aux zones franches d'exportation, notamment (Palan, 2006; Picciotto, 1999)[4].

Plusieurs organisations gouvernementales ou non-gouvernementales dressent chaque année la liste des territoires qu'elles considèrent comme des places *offshore.* Ces listes couvrent parfois jusqu'à une centaine de pays différents. Une telle diversité est possible parce que la plupart de ces places développent des stratégies de niche, c'est-à-dire qu'elles permettent le développement de certaines activités spécialisées. Cette spécialisation leur permet d'être moins susceptibles d'être qualifiées de places *offshore* à part entière puisque les activités concernées sont censées rester minoritaires par rapport au reste de l'économie. Loin de ne concerner que des micro-Etats, ces listes soulignent le rôle important que jouent des acteurs politiques de premier plan sur la scène européenne et mondiale. En Europe, par exemple, le Royaume-Uni et ses dépendances, les Pays-Bas, le Luxembourg, l'Irlande, la Suisse et le Liechtenstein compteraient parmi les places *offshore* les plus importantes au monde[5].

La quantification du phénomène est difficile à réaliser d'une part parce que l'*offshore* n'est pas un phénomène homogène, d'autre part parce qu'il se caractérise bien souvent par des pratiques d'opacité (utilisation d'entreprises-écran, secret bancaire, entre autres). Plusieurs études permettent cependant d'avoir un aperçu du poids de certaines formes d'*offshore* dans l'économie mondiale : les populations les plus riches stockeraient l'équivalent de 10% du PIB mondial dans des paradis fiscaux (Alstadsaeter et al., 2017), 40% des profits des multinationales seraient entreposés dans des paradis fiscaux (Torslov et al., 2018), et le manque à gagner annuel en impôts au sein de l'Union Européenne serait de 200 milliards de dollars et de 130 milliards pour les Etats-Unis (Garcia-Bernardo et al., 2017). Dans le domaine de la finance, l'*offshore* est loin d'être un phénomène à la marge. Les estimations varient sensiblement selon les sources mais toutes soulignent l'importance du phénomène en termes absolus et relatifs. D'après certaines estimations entre 50% et 80% des flux financiers passent par les marchés

[4] Ronen Palan (2006) donne une définition plus large de l'*offshore* en y incluant des activités liées au développement d'internet comme certaines formes de e-commerce, de jeux en ligne voire de pornographie. L'auteur ne développe pas ce genre de cas dans son ouvrage mais quelques travaux plus récents montrent que cette intuition s'est, dans certains domaines, traduite dans les faits. La dématérialisation des flux liés aux activités en ligne permet aux prestataires de ces services d'implanter leur activité dans des territoires à la législation moins contraignante que celle qui est en place dans les territoires où sont implantés les consommateurs. Pour les jeux en ligne voir l'exemple des serveurs de jeux vidéos *offshore* développé par Vetel (2013) ou encore celui des paris en ligne *offshore* développé par Cooper (2011).

[5] Voir, à titre d'exemple, le rapport *State of Power 2019 – Offshore Finance – How Capital Rules the World* du Transnational Institute rédigé par Reijer Hendrikse et Rodrigo Fernandez ou encore Garcia-Bernardo et al. (2017).

financiers *offshore* (Palan, 2006; Palan et al., 2013) ce qui ferait de la finance offshore la règle de la mondialisation financière contemporaine.

Lorsqu'il s'agit de revenir sur les fondements de la finance *offshore*, la littérature dans les domaines de l'économie et de l'économie politique internationale (IPE)[6] souligne le rôle charnière des Euromarchés. Les Euromarchés constituent le marché international de la dette. Ils permettent à des acteurs officiels – tels que les banques centrales, les gouvernements ou les organisations internationales -, des acteurs bancaires ou encore non-bancaires – tels que des entreprises multinationales – de se financer en devises étrangères du très court terme (quelques heures) au long terme (plusieurs décennies). Ils seraient, en outre, à l'origine de la « révolution » de l'*eurobanking* (Battilossi, 2000, 2009), nouveau mode d'organisation de la banque internationale à partir des années 1960. Certains auteurs vont jusqu'à les considérer comme une « zone grise bancaire » (*banking twilight zone*) qui « n'appartient à aucune nation, n'est gouvernée par la loi d'aucun Etat et n'est sujette qu'à très peu voire aucune régulation » (Frieden, 1987).

2. Les Euromarchés : une révolution financière

Plusieurs auteurs en économie et en IPE considèrent les Euromarchés comme une innovation centrale de la seconde mondialisation financière[7] : tandis que Van Dormael (1997) compare leur apparition à l'invention du billet de banque, Podolski (1986) considère que « dans le monde de la finance, l'impact du système des Eurodevises [les Euromarchés] est comparable à celui de la fusion du coke pour la production de fer et d'acier, du moteur à vapeur dans le développement des chemins de fer et de l'ordinateur dans le traitement de l'information », Schenk (1998) parle d'innovation financière la plus spectaculaire de l'après-guerre et Stefano Batilossi (2000, 2009), enfin, parle de révolution eurobancaire. Ce dernier, développe son argument en considérant que les innovations ayant eu lieu sur les Euromarchés ont remodelé le système financier international à partir des années 1960.

Réunis en 1944 à Bretton Woods, dans le New Hampshire, les représentants des 44 pays alliés échafaudent un nouveau système financier en vue de l'après-guerre. Ce système doit éviter que ne se

[6] Aussi connue sous le sigle IPE, pour *International Political Economy,* la discipline naît dans les années 1970 autour des travaux de Susan Strange, Joseph Nye et Robert Keohane, chercheurs en relations internationales et science politique. Ces auteurs se posent en réaction à la vision stato-centrée des relations internationales et s'intéressent aux dynamiques économiques transnationales. Pour Susan Strange, l'IPE s'intéresse aux relations qu'entretiennent les marchés et les autorités (Strange et al., 2011). Des définitions plus récentes insistent sur l'étude de l'interrelation entre les pouvoirs publics et privés dans l'allocation de ressources limitées (Ravenhill, 2017). Pour une synthèse en français des différentes théories qui traversent l'IPE voir Paquin (2013).

[7] D'après Stefano Batilossi (2009), la première mondialisation financière connaît son « âge d'or » entre 1890 et 1914 ; la seconde entre 1958 et 1981.

produise une dépression économique analogue à la Grande dépression des années 1930. Il est qualifié par le politiste John Ruggie (1982) de « libéralisme encastré » (*embedded liberalism*). L'objectif poursuivi par le libéralisme encastré est de bâtir un compromis entre le développement concomitant du commerce international (vecteur selon l'idéologie libérale de paix et de prospérité grâce à l'interdépendance des économies) et de l'Etat providence en subordonnant les systèmes financiers aux autres secteurs de l'économie. A partir des années 1950, cependant, les restrictions concernant les mouvements de capitaux sont progressivement levées et l'activité internationale des banques se développe à mesure que les économies du monde capitaliste deviennent de plus en plus interdépendantes. C'est à partir des années 1970 que, selon Ruggie, la subordination de la finance au commerce et à l'Etat providence, est attaquée.

Selon Batilossi (2009) l'émergence des Euromarchés est rendue possible par la levée dans les années 1970 de ce régime régulatoire ; qu'il qualifie, à l'opposé de Ruggie, de « répressif » et « restrictif » parce qu'il briderait la capacité des acteurs bancaires à innover et à devenir plus efficaces dans leur rôle d'intermédiation financière :

> « L'impact révolutionnaire du marché de l'Eurodollar sur les systèmes financiers de l'Ouest peut difficilement être exagéré. De fait, l'Eurobanque a incarné un facteur de changement structurel historique pour la banque des pays industrialisés. Dans un monde traditionnel de systèmes nationaux fermés et désintégrés, dominés par la régulation, des structures oligopolistiques, la collusion, les barrières à l'entrée, la segmentation des marchés et le manque d'innovation ; soudainement, une enclave d'affaires à grande échelle, non-régulée et à forte croissance, basée sur l'intégration internationale, le libre accès, la franche compétition sur les marchés et l'innovation tant technique que financière est apparue. L'Eurobanque représentait ainsi pour les grandes banques commerciales des pays de l'Ouest, qui généralement ne profitaient que de peu d'opportunités d'expansion nationale, une opportunité sans précédents et largement inattendue de croissance »[8] (Battilossi, 2009, p. 20)

C'est la période allant de la fin des années 1960 au début des années 1980 qu'il caractérise de second âge d'or de la finance internationale et qui voit l'émergence puis la consolidation des Euromarchés.

[8] Sauf mention contraire, toutes les traductions de la thèse sont de l'auteur.

3. Problématique

Nous avons vu que, pendant la période comprise entre la fin des années 1950 et les années 1970, le système financier international connaît des changements profonds. D'abord subordonné au développement du commerce international, il se développe par la suite au travers des Euromarchés. L'interdépendance des économies du monde capitaliste se renforce tandis que le développement des Euromarchés participe à la remise en cause du régime financier mis en place à Bretton Woods. On assiste alors à l'émergence d'un nouvel « âge d'or » de la finance internationale.

Pourquoi les Euromarchés, dont le développement remet en cause la souveraineté monétaire des Etats, sont-ils institués en tant que marché international ? Pour répondre à cette énigme, la thèse esquisse la socio-genèse de la régulation du marché et les partages souverains qui ont abouti à la mise en place d'une compartimentation entre des espaces domestiques et des espaces internationaux. La thèse compte 4 chapitres qui répondent à la volonté d'articuler les différentes modalités de régulation mises en place autour des Euromarchés dans les décennies 1960 et 1970.

4. Pour une histoire de la mise en marché des Euromarchés

Dans le cadre de cette thèse, nous considérons que les Euromarchés sont les marchés d'Eurodevises, d'Eurobonds et d'Eurocrédits, dans le sens qui est celui des acteurs des années 1960 et 1970. Aucun des travaux sur les Euromarchés ne se penche sur leur naissance en termes de qualification et de mise en marché et nous nous attachons précisément à prendre le marché non pas comme un état de fait mais comme une construction sociale.

A rebours des travaux cherchant à établir quand ont lieu les premières transactions en Eurodevises, nous considérons ici qu'un échange marchand ne fonde pas un marché. En effet, l'échange marchand a un caractère éphémère, il s'agit d'une interaction sociale ponctuelle. L'échange ne fonde pas une communauté et n'assure pas son inscription dans le temps. C'est, par ailleurs, ce que suggèrent certains acteurs des années 1960 quand ils hésitent encore à qualifier le phénomène des Eurodevises de marché[9]. Nous considérons ici que pour qu'il y ait marché, il faut que les acteurs qui échangent soient pris dans une logique d'interdépendance pérenne. Le marché constitue « un espace commun composé de relations entre tous les acteurs (réels ou potentiels) qui [y] ont un intérêt » (François, 2008). En d'autres termes, il faut que soit instituée une « communauté de marché » (*ibid*). Cette définition appelle plusieurs remarques.

[9]« Projet de réponses aux questions qui ont été posées en vue de la réunion de Bâle sur le marché de l'Euro dollar », DGSE, 27 septembre 1962, Archives de la Banque de France, nº bordereau 1495200501, boîte 578. Les références des archives de la Banque de France seront désignées par les lettres BdF suivies par le numéro de bordereau et le numéro de boîte sur le modèle suivant : BdF_1495200501_578.

La première est l'importance donnée à la notion de collectif : comprendre les marchés comme un dispositif collectif permet de dépasser la notion d'offre et de demande, centrale pour les économistes, et de s'intéresser aux intermédiaires de marché. Dans le cas des Euromarchés, cette perspective permet notamment de replacer les régulateurs publics et privés au centre de l'histoire du marché. Elle permet aussi de souligner le rôle que la presse joue dans la transmission d'informations relatives au marché et dans les débats qui l'entourent (cf. chapitres 2 et 4).

Pour comprendre comment les acteurs impliqués dans des transactions récurrentes forment un collectif pérenne, il est aussi nécessaire de se pencher sur la notion d'institution. Les institutions sont des structures organisées ayant pour but de maintenir un état social (Tournay, 2011). Afin de ne pas être remis en cause après chaque transaction, et parce que la stabilité d'un marché est loin d'aller d'elle-même, le marché s'appuie sur ces dernières. Les institutions ne sont pas des structures isolées mais elles sont enracinées « dans le contexte spécifique politique, social et culturel qui constitue les buts, stratégies et orientations cognitives des acteurs » (Beckert, 2009). Pour Beckert (2009), la sociologie des marchés doit donc combiner trois approches : une approche par les réseaux, une approche institutionnelle et une approche culturelle et cognitive. La thèse mêle l'approche institutionnelle à l'approche culturelle et cognitive et resitue les Euromarchés dans les réseaux qui participent à leur régulation. Combiner l'approche institutionnelle à l'approche culturelle et cognitive implique de se pencher sur les régulateurs du marché ainsi que sur les dispositifs sur lesquels ces derniers s'appuient pour encadrer l'action sur les marchés. Les deux premiers chapitres analysent notamment la place que prend la comptabilité dans le projet régulatoire mené par les banques centrales de certaines économies capitalistes au cours des années 1960.

L'indétermination qui entoure les Euromarchés dans la première partie des années 1960 ne doit pas décourager le chercheur mais être perçue comme un indice. Il s'agit donc de penser les Euromarchés comme une potentialité et comme le résultat d'un processus incertain de mise en marché des dépôts en devises étrangères.

5. Analyser les Euromarchés par les instruments

Les Euromarchés peuvent être abordés selon plusieurs angles ; nous proposons, pour mieux comprendre la structure de ces derniers, de nous focaliser sur deux angles particuliers : l'angle des instruments puis l'angle territorial.

En premier lieu, il est possible de considérer les marchés de la dette sous l'angle des différents instruments qui les composent. On parle, par exemple, d'Euromarchés pour qualifier le marché international de la dette en utilisant le pluriel pour souligner le fait que ce dernier est composé de plusieurs instruments financiers. Stefano Battilossi (2000, 2009), en s'appuyant sur la littérature économique, distingue quatre grands types d'instruments qui structurent les Euromarchés : les

Eurodevises, les Eurobonds, les Eurocrédits et les produits dérivés dont le sous-jacent est lié aux Euromarchés. Ces instruments n'ont cependant pas la même histoire et n'ont pas toujours mobilisé les mêmes acteurs au sein de la profession financière ; aussi est-il nécessaire de dénaturaliser leur rapport aux Euromarchés.

Si les travaux académiques repoussent toujours plus tôt, après la Seconde Guerre mondiale, la reprise de l'activité de dépôt en devises étrangères, pratique au fondement des Eurodevises, la difficulté principale qu'ils rencontrent est de désigner un point de bascule où l'acceptation de ces dépôts en Europe devient un marché. La thèse s'appuie sur la sociologie des marchés et les travaux portant sur la qualification des biens (Callon et al., 2002; Callon and Muniesa, 2003; Cochoy, 2014; Stanziani, 2005). Le secteur bancaire se prête volontiers à une analyse en termes d'«économie des qualités » (Callon et al., 2002) : producteurs, consommateurs et intermédiaires de marché s'impliquent dans des débats qui débouchent sur la détermination des qualités des biens. Le marché est donc également compris ici comme un dispositif de « qualcul » (Cochoy 2002). Il s'agit de souligner le rôle du collectif dans l'évaluation qualitative (d'où le préfixe qual-) et quantitative des instruments financiers (d'où le suffixe emprunté à calcul). Pour « qualculer » les Euromarchés, les acteurs du marché s'outillent progressivement : par exemple, les régulateurs construisent des modèles comptables pour tâcher d'expliquer le fonctionnement du marché et son impact sur les économies. La thèse porte donc une attention particulière aux questions comptables, souvent négligées par les travaux sur les Euromarchés.

Le tableau suivant (figure 1) revient sur les premiers temps des Euromarchés et les instruments qui, progressivement, sont rattachés à ces derniers. En effet, dans les années 1960, le rattachement des Eurodevises, des Eurobonds et des Eurocrédits aux Euromarchés n'est pas forcément acté. Le tableau en question est structuré autour de trois colonnes, qui permettent de mettre en rapport les différentes phases des Euromarchés, leurs bornes chronologiques approximatives, et les notions associées aux nouvelles pratiques financières par les acteurs de l'époque[10].

[10] Toutes ces notions transparaissent dans la presse écrite de l'époque considérée. La partie « méthodes » de cette introduction revient sur la démarche de recherche suivie.

Dynamique	Période	Notions associées au marché
Premiers échanges	Entre-deux-guerres (c.1918 – 1939)	Dépôts en devises (*Foreign currency deposits*)
Réémergence	Après-guerre (1946 – années 50)	Dollars continentaux *(Continental dollars)*
Mise en marché	Début des années 1960	Euro-dollars et Euro-sterling (usage marginal) Euromarché (au singulier) (*Euromarket)*
	Epreuve d'explicitation à la BRI (1962-1965)	Euro-devises ≠ Euro-sterling et Euro-dollar (*Eurocurrencies)* Euromarchés (pluriel) (*Euromarkets)*
	1963-1964	Euro-bonds Euro-crédits

Figure 1 : notions associées aux Euromarchés

La pratique financière qui se trouve au fondement des Euromarchés, l'acceptation de dépôts en devises par les banques, serait apparue dans l'Entre-deux-guerres (Schenk, 1998) voire, selon certaines sources, avant la Première Guerre mondiale[11] avant de disparaître à cause de la crise économique des années 1930. Les dépôts en devises sont des instruments de dette à court terme[12], dont la maturité va de quelques heures à une année. Les travaux les plus récents sur l'histoire de la dernière mondialisation financière, situent la renaissance de cette pratique financière en 1946 en Italie (Balaban, à paraître) ou à Londres au cours de l'année 1955 (Schenk, 1998). Les contemporains des premiers temps du marché hésitent à localiser la reprise de l'activité entre 1951[13] et 1957[14].

Ces dépôts en devises, lors de la réémergence de la pratique dans l'après-guerre, ont lieu principalement en dollars. Cela est dû au fait que la conférence de Bretton Woods (1944) entérine un nouveau régime monétaire international, l'étalon de change-or (*gold exchange standard*), qui fait du dollar la seule devise convertible en or et qui met en place un régime de taux de change fixe. Les Etats-Unis entretiennent à partir des années 1950 une balance des paiements déficitaire qui se traduit par ce que les contemporains appellent le « *dollar glut* », la surabondance des dollars à l'extérieur des frontières américaines. Une partie de ces dollars alimente le stock de « dollars continentaux »[15] qui prend progressivement le nom de marché de l'euro-dollar. En effet, c'est à partir des années 1960 que la perception du phénomène change progressivement : ce qui n'est à l'origine qu'une succession d'échanges prend la forme d'un marché. On parle alors de marché de l'euro-dollar ou d'Euromarché. Le préfixe euro est ici synonyme de xeno, en ce sens qu'il souligne le fait que ces dollars sont déposés dans des banques à l'extérieur des Etats-Unis[16] ; il arrive d'ailleurs qu'on utilise le terme xeno-marchés pour qualifier les Euromarchés, mais cet emploi est bien plus rare. Par glissement, le préfixe euro est

---

[11] « Le marché de l'Eurodollar n'est pas un phénomène nouveau, mais bien plutôt le retour à un état des choses considéré autrefois comme normal. En effet, avant 1914 et pendant les années 1920, les banques européennes acceptaient couramment des dépôts en n'importe quelle devise. Ces opérations qui intéressaient alors surtout la livre sterling et non le dollar comme actuellement, furent pratiquement abandonnés à la suite de la crise de 1929 » (p.1). Note intitulée « *Le marché de l'Eurodollar »,* section Organismes Internationaux, DGSE, 28 août 1962, BdF_1495200501_577.

[12] Les chapitres 2 et 3 reviennent d'ailleurs sur le processus qui a abouti à ranger les dépôts en devises dans la catégorie d'instrument de dette et non de change.

[13] « Une N.A.S.A. monétaire », Rueff, Jacques, *La nouvelle revue des deux mondes,* Août 1974, nº8

[14] Rapport intitulé « Coopération Entre Banques Centrales – Comité des Experts de Bâle – Rapport définitif – Les mouvements internationaux de capitaux à court terme depuis le 1er janvier 1960 et le marché de l'Eurodollar », Comité des experts de Bâle, BRI, 17 avril 1962, BdF_1495200501_578.

[15] Les *continental dollars* dont il s'agit ici ne doivent pas être confondus avec ceux qui étaient émis en 1775 par le Congrès Continental après la Déclaration d'Indépendance des Etats-Unis (Ugolini, 2017, p. 74).

[16] Le fonctionnement précis des jeux d'écriture de ces dépôts est évoqué dans les différents chapitres de la thèse. A des fins d'introduction, nous ne rentrons pas dans le détail ici.

aussi accolé à d'autres dépôts en devises, tels que ceux en livres sterling. Progressivement l'Euromarché, lié au dollar, devient les Euromarchés, qui englobent plusieurs devises même si la place du dollar reste prépondérante.

Dans la suite de la thèse, nous n'employons plus le tiret qui sépare dans les années 1950 et 1960 le préfixe euro de la devise à laquelle il s'applique. Cela s'explique par deux motifs : le premier est l'abandon progressif du tiret par les acteurs eux-mêmes, le second est le fait que dans la finance contemporaine ce même tiret est utilisé pour faire référence aux taux de change. L'euro-dollar est aujourd'hui le taux de change entre l'euro (€) et le dollar ($), l'Eurodollar est, lui, le dépôt en devises de dollars sur les Euromarchés. L'usage de la majuscule s'impose aussi progressivement. Il n'est pas rare, dans les sources, de voir cohabiter les différentes formes.

La figure suivante (figure 2) est un exemple montrant comment la graphie des termes associés au marché évolue dans le temps. Il s'agit d'une recherche effectuée à partir de l'outil Google Ngram. Elle permet de constater que, dans la base de données de livres référencés par Google Books en anglais, le tiret employé dans les premiers temps du marché pour séparer le préfixe Euro- de son suffixe (ici, le dollar), tend à disparaître. Les bornes choisies sont pour la borne basse, 1955, milieu de la décennie d'apparition du marché, et, pour la borne haute, 2000, année de mise en circulation de l'euro (€), date à partir de laquelle la graphie euro-dollar tend à désigner le taux de change entre l'euro et le dollar.

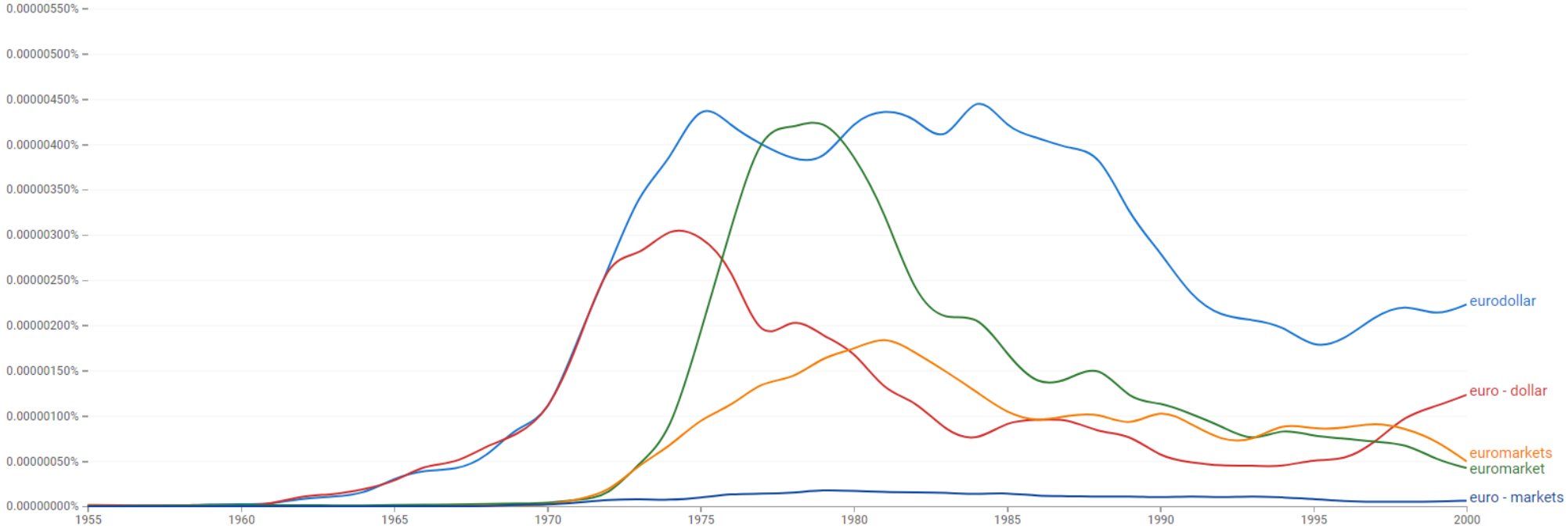


Figure 2 : Google Ngram concernant la graphie des termes relatifs aux Euromarchés (au 26/08/2020)

Les années 1963 et 1964 constituent un tournant pour le marché naissant. Si jusqu'ici la dynamique consistait au rattachement d'un même type d'instruments au marché, les dépôts en devises, on observe à ce moment-là le rattachement d'un nouveau type d'instrument : des obligations, appelées « bonds » en anglais. Ces obligations internationales, ne sont qualifiées d'Eurobonds qu'*a posteriori* (cf. chapitre 4) et leur rattachement aux Euromarchés est le fruit du travail « d'entrepreneurs » (Bergeron et al., 2013). Des représentants de banques centrales réunies au sein de la Banque des Règlements Internationaux s'opposent, par exemple, dans un premier temps, au rattachement des Eurobonds aux Euromarchés au tournant de l'année 1964 (cf. chap. 2).

Par ailleurs, certains auteurs soulignent que les Euromarchés peuvent finir par qualifier par glissement toute la finance internationale (Palan, 1999; Roberts, 1994). En effet, les transactions entre non-résidents constituent de nos jours la majorité des transactions internationales. A partir de 1995, les rapports annuels de la Banque des Règlements Internationaux, référence internationale dans la quantification des marchés financiers, ne font d'ailleurs plus la distinction entre finance internationale et Euromarchés.

Il s'agit donc dans la thèse de dénaturaliser les rapports des instruments aux Euromarchés et de montrer que leur rattachement à ce marché est le fruit d'un travail qui mobilise des acteurs très divers. La thèse se penche principalement sur les instruments les plus anciens du marché - les dépôts en devises, aussi appelés Eurodevises, et les Eurobonds – et les croise avec une perspective territoriale.

6. Pour une approche territoriale des Euromarchés

Il est, en second lieu, possible d'aborder les Euromarchés par leur ancrage territorial. En finance contemporaine, l'ancrage territorial d'une transaction est fonction de la monnaie utilisée et de la résidence des acteurs[17]. D'un point de vue territorial, on peut donc distinguer entre sphère domestique et sphère internationale. La sphère domestique inclut les instruments qui sont directement soumis aux régulations d'un Etat ; la sphère internationale – qui se superpose à l'*offshore* - ceux qui ne sont pas soumis à ces régulations. La Banque d'Angleterre, distingue par exemple les obligations[18] émises par des agents nationaux en livre sterling (£) – appartenant à la sphère domestique-, des obligations émises en £ par des agents étrangers depuis Londres – appartenant à la sphère domestique-, des obligations émises internationalement depuis Londres (c'est-à-dire dans une monnaie différente de la £, par des

[17] Nous verrons tout au long de la thèse que cet ancrage territorial est le résultat d'une construction menée à des échelles différentes par des acteurs étatiques et non-étatiques.

[18] Une obligation est un titre de créance représentant une part dans un emprunt émis par une entreprise ou un Etat. Le détenteur de l'obligation reçoit généralement un coupon périodique représentant l'intérêt de l'obligation ; le principal est reçu à la fin de la période d'emprunt.

agents non-résidents) -appartenant à la sphère internationale-[19]. Aussi, ce n'est pas la localisation de la place financière qui abrite ces transactions qui est prise en compte mais bien la monnaie utilisée et la résidence des acteurs impliqués[20]. On qualifie les places financières qui abritent les transactions internationales d'« entrepôts » de la finance internationale (le terme français est d'ailleurs utilisé en anglais).

Les Etats divisent leur souveraineté économique en deux domaines : l'*onshore*, où l'emprise régulatoire et fiscale est maximale, et l'*offshore* où ces contraintes sont allégées voire inexistantes. Pour caractériser ce processus de division de la souveraineté en deux domaines distincts, Ronen Palan (2006) utilise le concept de « bifurcation souveraine ». Ce concept est placé au cœur de son analyse sur l'avenir de l'Etat souverain, puisque le processus de bifurcation souveraine « va vers une redéfinition radicale des limites des Etats et vers une transformation importante de la nature de la souveraineté et des relations entre Etat et capitalisme » (Palan, 2006, p. 8). La « bifurcation souveraine » serait bien souvent le résultat de politiques non-intentionnelles, de failles juridiques liées à la construction de l'Etat souverain depuis le XIX^{e} siècle (Palan, 2006, p. xii) ; il arrive cependant qu'elle soit le résultat de politiques intentionnelles (Palan, 2006, p. 12).

Les années 1960 et le début des années 1970 constituent une période de bouleversements pour les marchés financiers internationaux et pour les institutions qui cherchent à en assurer la stabilité. La période est marquée par trois dynamiques majeures. En premier lieu, le contexte international est au démantèlement du régime de Bretton Woods, basé sur le contrôle des flux financiers par les Etats, ainsi qu'à l'accélération des politiques de libéralisation des flux de capitaux. En second lieu, les Euromarchés, qui se nourrissent de ce nouveau régime monétaire plus permissif, sont marqués par le développement de nouveaux instruments financiers suscitant des réactions mitigées au sein des autorités publiques. En troisième lieu, du point de vue régulatoire, la période est caractérisée par le paradoxe que les politologues et les sociologues qualifient de « *freer markets, more rules »* (Schneiberg and Bartley, 2008; Vogel, 1996) : c'est-à-dire que la mondialisation et le succès grandissant du néo-libéralisme, loin de mener à une dérégulation effrénée (*race to the bottom*), s'accompagnent du développement de l'emprise des

---

[19] "The International Bond Market", A. C. Chester, World Economy and Finance Division, *Bank of England Quarterly Bulletin,* Banque d'Angleterre, Novembre 1991

[20] Un revirement récent est lié à la politique d'extraterritorialité du dollar mise en place par le gouvernement des Etats-Unis d'Amérique depuis 2008. Les Etats-Unis d'Amérique considèrent à partir de cette date que toute transaction réalisée en dollars relève de la juridiction étatsunienne. Aussi les Etats-Unis ont-ils imposé une amende de 9 milliards de dollars ($) à la banque BNP Paribas pour violation des embargos financiers contre plusieurs pays et de $900 millions à Alstom pour des faits de corruption dans le monde ayant eu lieu en dollars. Pour une analyse des impacts de ce phénomène et des résistances qu'il soulève, voir le rapport d'information parlementaire n°4082 *sur l'extraterritorialité de la législation américaine*, présenté le 5 octobre 2016, par les commissions des affaires étrangères et des finances (président Pierre Lellouche, rapporteure Karine Berger).

régulations tant au niveau national qu'international. L'emploi de la notion de *layering of rules* (Bartley, 2011) pour décrire l'enchevêtrement des normes élaborées à plusieurs échelles nous permet de montrer que les Euromarchés ne sont pas une « zone grise bancaire » (*banking twilight zone*) qui « n'appartient à aucune nation, n'est gouvernée par la loi d'aucun Etat et n'est sujette qu'à très peu voire aucune régulation » (Frieden, 1987), mais qu'ils sont traversés par des régulations déployées à des échelles diverses, tant par des acteurs publics que privés.

La matrice suivante (figure 3) synthétise la compartimentation que la thèse opère entre des espaces domestiques régulés et des espaces internationaux. Elle distingue autour des Euromarchés quatre compartiments clefs qui départagent deux grands espaces : la sphère domestique – qui ne recoupe pas intégralement les espaces nationaux – en bleu et la sphère internationale en gris. Les chapitres de la thèse viennent expliciter chacun de ces quatre compartiments à travers l'étude d'un cas concret concernant les Euromarchés. L'analyse n'est pas linéaire mais s'appuie sur les acteurs et les moments clefs qui ont abouti à la consolidation des partages régulatoires autour des Euromarchés. Les deux premiers chapitres portent sur la mise en place, au niveau international, d'une coordination et d'une supervision multilatérales. Ils correspondent à la première case de la matrice, en bas à droite. Le troisième chapitre développe le cas de la mise en place d'une régulation française qui établit les frontières comptables qui départagent ce qui relève de la sphère domestique et ce qui relève de la sphère internationale. Il porte sur la deuxième case de la matrice, en haut à droite. Le quatrième chapitre couvre les deux dernières cases de la matrice, l'extranéité[21] et l'offshore[22], à travers l'étude du développement des Eurobonds. La thèse couvre donc une vingtaine d'années et s'intéresse aux banques centrales réunies à la Banque des Règlements Internationaux (BRI), à la Banque de France, au Trésor français, à l'Association of International Bond Dealers (AIBD), aux banques de la place française ainsi qu'aux cabinets d'avocats impliqués dans les montages juridiques propres aux Eurobonds.

[21] L'extranéité est ici considérée comme le fait de renvoyer hors du périmètre souverain des pratiques qui sont placées en conséquence sous la juridiction d'un ou de plusieurs autres Etats. C'est le cas, par exemple, des émissions souveraines en Eurobonds, faites par le Trésor, où le droit applicable n'est pas le français mais celui d'un autre Etat.

[22] L'*offshore* renvoie aux pratiques qui ne se situent dans aucun périmètre de régulation souveraine. Elles ne sont pas exemptes de régulation mais peuvent être captées par d'autres acteurs institutionnels.

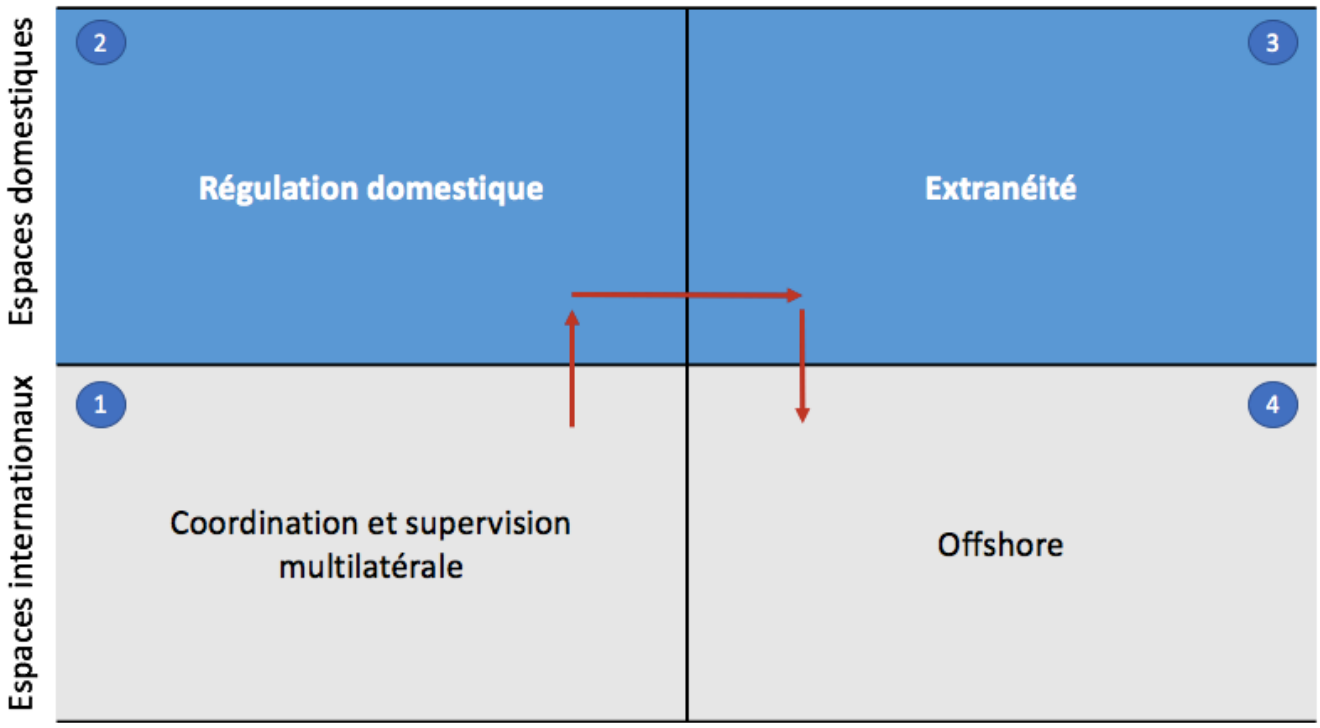


Figure 3: matrice de compartimentation entre espaces domestiques et espaces internationaux

7. La mondialisation financière par les Euromarchés : un axe anglo-étatsunien ?

Nous avons vu que les travaux concernant les Euromarchés prennent, dans leur grande majorité, le marché comme allant de soi : les instruments financiers, dès leur apparition, font marché. En outre, selon la plupart des études, les Euromarchés naîtraient de la conjonction de facteurs propices au Royaume-Uni et aux Etats-Unis (Binder, 2019; Burn, 1999; Green, 2016; Helleiner, 1996; Palan, 2006; Roberts, 1994; Strange, 1996) avant de faire tache d'huile dans le reste du monde. Une étude récente, avance même que c'est la dynamique anglo-étatsunienne portée par les Euromarchés qui a permis l'érosion du système financier international bâti après la Seconde Guerre mondiale et l'émergence d'une mondialisation néo-libérale : « les dynamiques anglo-étatsuniennes ont aussi réordonné le contexte régulatoire bancaire international au sens large à travers le développement de l'offshore et l'émergence du régime de Bâle. Les Euromarchés ont lancé une boucle rétroactive transatlantique qui a déstabilisé les régimes régulatoires transatlantiques. Bien des mouvements de transformation idéologiques de "l'ère néo-libérale" en Angleterre et en Amérique » ont incubé pendant les années 1960 » (Green, 2016, p. 2).

Les économistes voient en l'émergence des Euromarchés un facteur de la libéralisation financière. La rencontre entre une offre et une demande croissante liée, dans les premiers temps du moins, à une expansion du commerce international, expliquerait l'émergence du marché (Einzig, 1961; Kane, 1983). L'innovation financière placerait alors les Euromarchés hors d'atteinte des Etats. Pour les

politistes, il faut chercher les causes de l'émergence des Euromarchés du côté des Etats. Ces derniers, parce qu'ils cherchent à gagner en influence, comme le Royaume-Uni, ou à éviter des déséquilibres économiques, comme les Etats-Unis, encouragent la libéralisation financière et l'émergence des Euromarchés (Battilossi, 2000; Burn, 1999; Helleiner, 1996; Palan, 2006; Picciotto, 1999; Schenk, 1998; Strange, 1996). Tandis que priment pour les économistes les forces du marché, ce sont, pour les politistes, les intérêts stratégiques des Etats qui prévalent. Le courant interdisciplinaire de l'*International Political Economy* s'est emparé de la question des liens qu'entretiennent les Euromarchés et la figure de l'Etat souverain. Les auteurs rattachés à ce domaine postulent que la notion d'*offshore* financier est inextricablement liée aux Euromarchés et ce, dès les premiers temps du marché. Ces études traitent presque exclusivement la question à partir de l'étude de la *City* de Londres. Cette dernière, parce qu'elle incarne le lieu de naissance et d'expansion des transactions liées aux Euromarchés (Burn, 1999; Helleiner, 1996; Palan, 1998; Roberts, 1994; Schenk, 1998; Strange, 1996) devient le terrain d'étude par excellence de la question de l'*offshore* financier.

Catherine Schenk (1998) est l'autrice d'un article séminal sur les origines des Euromarchés, et notamment sur l'un des instruments clefs du marché, les Eurodollars. Elle souligne que « l'un des aspects frustrants de la littérature sur le marché de l'Eurodollar est que les causes de l'innovation sont traitées si brièvement et avec tant de désinvolture. Un catalogue de facteurs allant du spécifique au très général est traditionnellement dressé. […] Ces facteurs ne sont pas habituellement ordonnés en fonction de leur importance relative. De façon encore plus frustrante pour l'historien, les débuts de l'innovation sont vagues tant par les institutions impliquées que par le moment où l'innovation a eu lieu » (1998, p. 223). Elle s'attache à montrer l'incomplétude des explications qui considèrent que ce sont principalement les contraintes régulatoires qui ont poussé les banquiers à innover. Plus spécifiquement, elle réfute l'idée que l'imposition de contraintes ait poussé les banquiers à les contourner ; au contraire, ce serait le relâchement des contraintes régulatoires qui aurait permis l'innovation à la racine du marché des Euromarchés. Le marché de l'Eurodollar serait, en fait, né de la concurrence entre banques anglaises et de la possibilité pour ces dernières de faire des profits à partir de stratégies d'arbitrage[23] - auparavant impossibles- sur les taux d'intérêts.

Schenk reprend un argument souvent mobilisé dans les études sur les origines du marché, celui de la faille règlementaire (*loophole*), pour expliquer l'attitude du régulateur. Ce serait un angle mort régulatoire - que les régulateurs, ici la Banque d'Angleterre et le Trésor anglais, n'auraient pas anticipé - dans lequel s'engouffrent les banques, qui permet l'innovation. Confrontés à cette dernière de manière *ex post*, les autorités décident de ne pas intervenir ; tout en gardant des positions mitigées sur l'existence

[23] En finance, l'arbitrage consiste à acheter un actif financier sur une place financière et à le revendre plus cher sur une autre.

de la nouvelle pratique financière. En effet, les risques que le marché fait peser sur la politique monétaire britannique et sur le système financier national sont contrebalancés par le fait que les autorités monétaires britanniques souhaitent refaire de Londres la place financière internationale par excellence.

L'étude de Schenck repousse les origines du marché de l'Eurodollar, et des Euromarchés, de 1957 à 1955 ; elle fait cependant partie des travaux pour qui l'innovation fait marché. Son approche de la diffusion de l'innovation est calquée sur les modèles de cycles industriels ou un premier entrant dispose d'un avantage concurrentiel que d'autres entrants viendront, à moindre coût, ici, contester. L'innovation financière, parce qu'elle permet de dégager un profit rapide et aisé, fait tache d'huile et conduit à l'émergence d'un marché où les nouveaux entrants se l'approprient et l'adaptent à leurs besoins. Cette dynamique d'innovation-appropriation sur les Euromarchés, conduit selon Schenk à l'arrivée en masse des banques américaines sur la place financière londonienne et à l'émergence d'un nouvel instrument sur les Euromarchés, l'Eurobond, en 1963.

Une deuxième étude, conduite par Gary Burn (1999), et centrée, elle aussi, sur les origines londoniennes des Euromarchés, fait le lien entre l'apparition de l'*offshore* financier et le cadre régulatoire britannique. L'auteur considère que le marché de l'Eurodollar apparu à Londres est le « progéniteur » du système financier international contemporain. L'émergence du marché de l'Eurodollar aurait « créé un trou dans le système banquier régulé à partir duquel le capital pouvait s'échapper "offshore". Ce qui a commencé tel un ruisseau est devenu, finalement, un déluge, jusqu'à ce que la City finisse par ressembler à une "île offshore"»(1999, p. 226). D'après Burn, qui se base sur une courte citation de Ronen Palan (1998), les banquiers londoniens ont compartimenté le système bancaire britannique en deux en utilisant deux livres de comptes distincts : un premier compartiment serait hautement régulé tandis que le second serait complètement dérégulé et internationalisé, c'est-à-dire *offshore*.

L'étude s'attache à montrer que la position centrale de la City de Londres est une conséquence directe de l'évolution du marché au sein d'un cadre institutionnel établi près de cent ans auparavant où les élites financières jouent un rôle clef. En premier lieu, il existe pour Burn, au sein de la City des années 1960, un « vide non-régulatoire » (1999, p. 236) à partir duquel a évolué le marché de l'Eurodollar. En second lieu, il décrit l'existence d'un axe entre la City, la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique dominé par les intérêts financiers des banquiers de la place financière londonienne[24]. Ces élites auraient été en mesure d'influencer les positions du gouvernement en vue de préserver, voire de restaurer, la position dominante de Londres au sein de la finance mondiale. L'instrument de cette

[24] Et ce, malgré la nationalisation de la Banque d'Angleterre en 1946

domination, au sein du système de Bretton Woods qui place le dollar au centre de l'architecture financière mondiale, aurait été le marché de l'Eurodollar.

Enfin, Burn réduit les Euromarchés au « système des Eurodevises ». L'expression est courante dans la littérature économique mais Burn l'utilise dans un sens restrictif. Nous l'avons vu précédemment, les qualificatifs concernant les Euromarchés et leurs instruments sont multiples. Il est cependant intéressant de noter que Burn parle de « système des Eurodevises » alors que son analyse se limite à la principale de ces Eurodevises, l'eurodollar. Ce faisant il adopte une vision très anglo-centrée. En outre, à contre-courant de la majorité des acteurs et des auteurs, à souligner les différences théoriques qui, selon lui, existent entre les différents instruments des Euromarchés. Il réfute, par exemple, l'idée que les Eurodevises et les Eurobonds fassent partie d'un même marché. Cette vision est minoritaire dans la littérature et au sein des acteurs ; nous n'y adhérons pas.

Une troisième étude, de Jeremy Green, fait le lien entre le développement des Euromarchés, la dynamique régulatoire entre les Etats-Unis et le Royaume-Uni et la mondialisation du marché. Jeremy Green reprend auprès de Gary Burn l'idée de l'importance d'un axe entre la City, la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique mais considère que les banques américaines, qui ont afflué en masse dans les années 1970 au sein de la City pour prendre part aux Euromarchés, y ont adossé un autre axe, américain celui-ci, entre la Federal Reserve, le Trésor étatsunien et Wall Street. L'arrivée de nombreuses banques américaines au sein de la City redéfinirait en partie la souveraineté financière britannique en la liant à celle des Etats-Unis. S'ensuivrait une hybridation des systèmes financiers des deux pays dont les deux axes seraient moteurs de la globalisation financière et de l'émergence de l'*offshore* : le système financier international serait, dès lors, dominé par un axe anglo-étatsunien par l'intermédiaire du développement des Euromarchés.

Cependant, force est de constater que les Euromarchés, dont l'*offshore* semble *a priori* être le corrélat, se sont développés dans d'autres pays aux structures institutionnelles et à l'histoire très différentes. C'est notamment le cas de la France qui est présentée dès les années 1960 comme l'un des lieux plausibles de naissance des pratiques sous-jacentes aux Euromarchés. Certaines sources rapportent même que l'étymologie du terme Euromarché proviendrait de l'identifiant TELEX d'une banque soviétique opérant en Eurodevises sur la place de Paris, la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord (Rapport Altman, 1961 ; Einsig, 1964). En outre, il convient de noter que la place parisienne constitue dans les années 1960 un des marchés principaux d'échange d'Eurodollars et d'Eurosterlings (*Ibid.*).

Réalisés à partir d'archives de banques commerciales anglaises et françaises, ainsi que d'archives provenant d'institutions internationales clefs dans la régulation du marché[25], les travaux

[25] Les banques en question sont au nombre de 5 ; il s'agit des banques Barclays, Midland, Lloyds, Société Générale et Crédit Lyonnais. Les organisations internationales sont la Banque des Règlements

d'Edoardo Altamura (2017, 2013) se détournent d'une analyse exclusivement portée sur le rôle de l'axe anglo-étatsunien et redonnent à l'Europe et à la France un rôle central dans l'histoire des Euromarchés. Ils portent sur la décennie qui va de 1973 à 1982, marquée par deux chocs pétroliers (1973 et 1979) et par une crise internationale de la dette (1982). E. Altamura reprend un paradoxe déjà soulevé par d'autres auteurs : comment expliquer que la finance internationale devienne centrale dans le financement des économies du monde capitaliste alors que ces économies enchaînent les crises et la croissance marque le pas ? Il voit dans les crises pétrolières le catalyseur de la financiarisation de l'économie et souligne le rôle moteur des banques britanniques et françaises dans le « recyclage » des fonds considérables accumulés par les pays pétroliers, les pétrodevises. Les places de Londres et Paris sont ainsi centrales dans le processus d'allocation internationale des capitaux.

D'après l'auteur, ce sont les crises des années 1970 qui sont centrales pour le développement de la finance internationale : elles permettent aux banques jusqu'alors muselées au niveau domestique de se développer pleinement à l'international. C'est alors une période « d'expansion radicale et de modernisation » (Altamura, 2017, p. 246) qui s'ouvre pour le secteur bancaire. Altamura montre que les banques centrales et les organisations internationales confient la résorption du déséquilibre des balances des paiements qui résulte de la hausse des prix du pétrole au secteur privé plutôt qu'au secteur public. Il s'agit d'une privatisation qui finit d'enterrer le système élaboré à Bretton Woods.

Le principal canal utilisé pour recycler les pétrodevises et tâcher d'équilibrer les balances des paiements sont les Euromarchés. Les Euromarchés, par un « coup de chance », échapperaient alors aux velléités régulatoires de certaines banques centrales - l'allemande, notamment - et deviendraient la pièce centrale de la finance internationale. C'est à travers les marchés internationaux de la dette que l'équilibre précaire des comptes internationaux se maintient jusqu'aux premières grandes crises de la dette de l'après-guerre, en 1982. Il s'agirait là du « plus grand transfert de richesse de l'histoire » (Altamura, 2017, p. 248).

La présente thèse prend un positionnement différent des travaux d'E. Altamura concernant la période étudiée - puisqu'elle revient sur la genèse des Euromarchés dans les années 1960 -, la méthode – avec une place importante accordée aux archives de presse et à la comptabilité -, la manière de concevoir le marché – dans une perspective empruntée à la sociologie de la qualification (Stanziani, 2005; Callon et al., 2002) - et la façon de considérer sa régulation – en proposant une matrice de compartimentation des espaces domestiques et internationaux et en adoptant l'idée que le marché connaît un enchevêtrement régulatoire (*layering of rules)*(Bartley, 2011)-.

Internationaux (BRI), le Fonds Monétaire International (FMI) et l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE).

II. Méthode

Nous avons vu que la thèse s'appuie sur une définition qui considère le marché comme un dispositif collectif pérenne. L'étude présente des Euromarchés inclut ainsi les acteurs, réels et potentiels, qui y ont un intérêt. Elle élargit le spectre des acteurs habituellement étudiés, les banques et les banques centrales, pour inclure la presse, les associations d'autorégulation et, dans une moindre mesure, les cabinets d'avocats.

Les bornes chronologiques de la thèse n'ont pas été posées *a priori* mais sont le résultat de l'étude des nœuds autour desquels les Euromarchés ont été qualifiés ainsi que des deux premiers instruments rattachés au marché : les Eurodevises et les Eurobonds. Elle couvre ainsi la période allant de 1960 à 1979. Comme indiqué précédemment, l'objectif de l'étude du marché n'est pas d'identifier quand la pratique de dépôts en devises étrangères a repris à l'issue de la Seconde Guerre mondiale ni d'identifier celle de reprise des émissions de bonds en devises étrangères. En effet, l'existence de transactions n'assure pas, à elle seule, l'existence d'un marché.

Nous avons vu que la thèse distingue la sphère internationale et la sphère domestique : elle identifie au sein de ces sphères plusieurs nœuds autour desquels la régulation des Euromarchés s'est déployée. Au niveau international deux nœuds sont identifiés qui posent la borne basse et la borne haute de la thèse: il s'agit de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) sise à Bâle d'où proviennent les premières tentatives multilatérales de supervision des Euromarchés entre 1960 et 1965 (cf. chapitres 1 et 2) et de l'Association of International Bond Dealers (AIBD) qui tâche d'auto-réguler, pendant les 10 premières années de son existence, le marché des Eurobonds, entre 1969 et 1979 (chapitre 4). Ces deux institutions ont déjà été étudiées mais la thèse propose un regard différent sur leurs actions. En ce qui concerne la BRI, déjà étudiée par K. Yago (2012), C. Goodhart (2011) et G. Toniolo (2007), notre positionnement est le résultat de questions de recherche portant sur la qualification du marché d'une part et de la communication comme mode de régulation non-contraignant d'autre part. En ce qui concerne l'AIBD, déjà étudiée par Chris O'Malley (2015), le regard porté sur l'histoire de l'association est différent parce qu'il a vocation à étudier l'émergence d'un nouveau groupe professionnel autour des Eurobonds et à étudier les logiques de concurrence au sein de ce dernier. Au niveau domestique, un nœud a été identifié à partir de l'étude des archives du Trésor et de la Banque de France, il s'agit de la définition par ces deux acteurs des frontières financières du territoire français de 1960 à 1978 par la mise en place de dispositifs comptables nouveaux : la position de change et la position globale de change (cf. chapitre 3).

La thèse s'appuie principalement sur du matériel d'archives issues de recherches dans des fonds privés, publics, de bibliothèques et de presse. Elle mobilise, dans le cadre du quatrième chapitre, trois entretiens ; le premier réalisé avec l'un des présidents de l'AIBD, Stanislas Yassukovich, les deux suivants avec deux avocats d'affaires impliqués dans l'émission d'Eurobonds dans les années 1970 et 1980.

1. Les archives privées

La recherche au sujet des origines du marché est entravée par la rareté des traces laissées par les transactions et par les difficultés d'accès aux archives privées. A l'étranger, les chercheurs ont pu exploiter les archives de la Banca Commerciale Italiana (Balaban, à paraître) et celles de la Midland Bank (Schenk, 1998) pour retracer la reprise de l'activité de dépôts en devises étrangères. En France, la plupart des banques ont détruit leurs archives concernant les années couvertes par la thèse. Lorsque ces dernières ont été conservées, elles ne sont souvent pas directement exploitables à cause de leur format. C'est, par exemple, le cas des cartes perforées qui étaient utilisées pour mener à bien des opérations de calcul et de comptabilité. Aussi, malgré des prises de contact avec la banque VTB Bank France, la Société Générale et la Banque Nationale de Paris – Paribas (BNP-Paribas), il n'a pas été possible d'accéder aux traces des transactions en Eurodevises menées par ces banques.

Il a cependant été possible, grâce à l'accès donné par les archivistes de la BNP-Paribas, d'exploiter certains livres de comptes (bilans, grands livres, grands livres auxiliaires, journaux de devises, journaux de correspondants étrangers et français, notamment) tenus par la banque pendant la Première Guerre mondiale et durant l'entre-deux-guerres. Bien que se situant en dehors de la période étudiée par la thèse, ces archives ont permis de comprendre le fonctionnement de la comptabilité interne aux banques et notamment le fonctionnement des comptes *nostri, vostri* et *lori* (cf. chapitre 3). Cette structure des comptes de la banque est par la suite maintenue et est toujours d'actualité lors de la période étudiée par la thèse : seuls changent les supports puisque les lourds livres de comptes cerclés de métal sont remplacés par des machines (malheureusement bien plus difficilement exploitables par les chercheurs que le papier lorsque les standards changent).

Un autre problème que rencontre le chercheur au moment de conduire ses recherches est la difficulté d'accès aux archives laissées par les entités privées. En France, un exemple est celui offert par la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord. Cette banque soviétique de la place parisienne est réputée avoir été l'une des premières à avoir conduit des opérations en Eurodollars, avec la Moscow

Narodny Bank[26], pour certains dès 1951-1952[27]. Aujourd'hui renommée VTB Bank France, elle refuse d'ouvrir ses archives, en raison des activités qu'elle a pu mener à l'occasion de la guerre froide.

Il arrive aussi que le chercheur, lorsqu'il n'est pas le premier à se présenter, se voit signifier un refus d'accès aux archives privées, considérées comme déjà exploitées. Il est aussi possible que les archives existent mais soient considérées comme sensibles et rendues inaccessibles aux chercheurs, comme cela a été le cas concernant celles du comité exécutif de l'AIBD. Le chercheur se voit cependant parfois confier des archives privées, sous conditions de maintenir la confidentialité concernant leur origine. Dans le cadre de la thèse, il a ainsi été possible d'exploiter des archives issues d'un cabinet d'avocat à dimension européenne impliqué dans des émissions d'Eurobonds. Le matériel n'a pas pu être exploité dans son intégralité mais a permis de comprendre les soubassements juridiques qui départagent l'extranéité de l'*offshore* (cf. chapitre 4).

2. Les archives publiques

Les archives publiques conservent des traces du marché parce que les banques centrales, la BRI et le FMI ont porté un intérêt particulier aux premiers développements des Euromarchés. Les chapitres 1 et 2 s'appuient sur deux terrains d'archives : un terrain réalisé à la Banque de France, à Paris, l'autre à la Banque des Règlements Internationaux (BRI), à Bâle.

La Banque de France constitue l'un des lieux de réflexion les plus importants autour des Euromarchés puisque la France est un des acteurs majeurs de l'économie mondiale capitaliste et dispose de ressources d'expertise valorisées auprès des milieux bancaires. La Direction générale des services étrangers (DGSE) de la Banque de France, principalement par l'intermédiaire de sa section des changes, est très activement impliquée dans les négociations de Bâle où elle envoie ses experts auprès du comité de l'Euro-dollar et s'assure du suivi des négociations et des propositions entre chaque réunion. Loin d'être isolée au sein de l'institution, elle coopère avec les autres départements de la Banque de France et entretient des relations, plus ou moins formelles selon les cas, avec les banques et les banquiers de la place parisienne. En outre, elle s'avère très attentive aux informations relatives aux Euromarchés circulant dans la presse nationale et internationale.

La Banque de France conserve encore certaines des archives du comité de l'Eurodollar que la BRI ne possède plus. Pour des raisons de confidentialité, la BRI a détruit la plupart des archives laissées

[26] "The International Money Market (1958-1966), Report of a two-day conference held in London in November 1966", Bolton, George, Federal Trust for Education and Research, 1966.
[27] "Une N.A.S.A. monétaire", Rueff, Jacques, *La nouvelle revue des deux mondes,* Août 1974, nº8

par ses comités. Les documents conservés sont principalement des traces de la correspondance échangée entre la BRI et les banques centrales ; les travaux du comité ont, eux, été détruits[28].

Les chercheurs doivent donc s'appuyer sur le matériel plus conséquent qu'ont conservé les banques centrales participant aux débats qui n'ont pas suivi l'injonction de la BRI de détruire les documents relatifs aux discussions[29]. La Banque de France a ainsi conservé des documents qui couvrent la période 1962-1965. Ces archives ont été constituées au fil de l'eau et sans organisation systématique par les agents de la DGSE, principalement ceux de la section des changes. La thèse mobilise donc des documents divers tels que la correspondance de la Banque de France avec la BRI, des notes analytiques internes et des rapports issus principalement de la DGSE, des tableaux statistiques, des rapports, notes et prospectus analytiques ou commerciaux issus d'autres organisations ainsi que des prises de notes manuelles réalisées tantôt lors des tentatives de réflexion personnelle de certains agents sur les Euromarchés tantôt lors des réunions organisées à la BRI[30].

Le chapitre 3, portant sur les frontières comptables de la France et les Euromarchés, est issu de recherches au sein des archives du ministère des finances et du Trésor conservées au SAEF, le Service des archives économiques et financières. Il porte sur la position de change, une catégorie comptable progressivement définie au cours des années 1960 et 1970 qui distingue les opérations relevant de la sphère domestique de celles relevant de la sphère internationale. Elle est issue d'une réflexion entamée conjointement par le ministère des Finances et la Banque de France. Son étude requiert donc de se pencher sur les archives des deux institutions. Les recherches ont commencé par les archives du ministère des Finances. Sur 45 cartons qui présentent un intérêt majeur pour comprendre la politique monétaire française et les questions liées aux Euromarchés, 10 ont été l'objet de recherches plus approfondies pour comprendre la mise en place de la position de change ainsi que le lien que la

---

[28] J'ai consulté les cartons suivants : BISA [1/3a(3)], 1959-1963 ; [1.3a(i)A2], 1960-1967 ; [1/3a(3)], 1964-1966 ; [1/3a(3)], 1967-1971 ; [1/3a(3)], 1971-1972 ; [1.3a(i)A2], 1967-1971 ; [1/3a(3)], 1972-1973 ; [1/3a(3)], 1973-1974 ; [1/3a(3)], 1974-1976 ; [1/3a(3)] 1975-1975 ; [1/3a(3)] 1975-1975 ; [1/3a(3)B] 1977-1979 ; [1/3a(3)] BS/75/1-BS/75/30 ; [1/3a(3)] BS/75/31-BS/75/60 ; [1/3a(3)] BS/75/61-BS/75/81 ; [1/3a(3)] BS/76/1-BS/76/38 ; [1/3a(3)] BS/76/39-BS/76/67 ; [1/3a(3)] BS/77/31-BS/77/60 ; [1/3a(3)] BS/78/1-BS/78/43 ;[1/3a(3)F1], 1979 ; [1/3a(3)F1], 1979; [1/3a(3)] BS/79/1-BS/76/30 ; [1/3a(3)] BS/79/31-BS/76/59.

[29] Les travaux de Seung Woo Kim (Kim, 2019), s'appuient, par exemple, sur les archives conservées à la Banque d'Angleterre.

[30] Les cartons suivants ont été exploités en détail : 1069201237_4 ; 1135201001_71 ; 1397199001_21 ; 1495200501_576 ; 1495200501_577 ; 1495200501_578 ; 1495200501_602 ; 1495200501_862 ; 1495200501_863 ; 1482200504_199 ; 1397200602_7 ; 1489200304_9 ; 13972006002_15 ; 1415200610_24 ; 1482200601_21 ; 1357200901_94 ; 1495000501_685 ; 1495000501_862 ; 1495000501_863.

comptabilité nationale entretient avec les flux financiers. Il s'agit notamment de dossiers issus du service chargé de la politique des changes et de la balance des paiements[31].

La Banque de France conserve dans les archives de la Direction générale des services étrangers des dossiers concernant la politique des changes et notamment le contrôle des changes. Dans le cadre de cette enquête un dossier en particulier permet de remettre la position de change en perspective[32]. Il inclut des documents ayant trait à la position de change des banques françaises de 1961 à 1978. En outre, comme dit précédemment, les archives de la Banque de Paris et des Pays-Bas, l'actuelle BNP Paribas, sont en outre utilisées afin d'analyser le fonctionnement des pratiques comptables par comptes *nostri* et *vostri* qui structurent les opérations financières internationales.

3. Les archives de presse

La thèse accorde une place importante aux archives de presse, qu'elle soit généraliste ou professionnelle. En effet, loin de n'être qu'un moyen pour le chercheur de trouver des informations sur la période qu'il étudie, de s'imprégner de l'air du temps et des débats qui existent autour de la finance internationale ; la presse apparaît comme un acteur clef du fonctionnement des Euromarchés. En effet, elle met en circulation les concepts, les instruments et les mesures liés aux Euromarchés, elle est un forum de discussion et une tribune pour les acteurs du marché (qu'ils soient banquiers ou régulateurs) et elle constitue une ressource activement lue par les banques centrales pour sonder le marché et en discuter les fondements.

A titre d'exemple, un tiers environ des archives relatives aux Euromarchés à la Banque de France est constituée de dossiers de presse. Ces articles, issus de la presse nationale ou internationale, sont traduits le cas échéant en français, puis circulent et sont commentés par les agents de la Banque de France. On observe grâce aux annotations marginales ou aux notes rédigées par les agents de la Banque de France que les concepts discutés dans la presse sont repris par les banquiers centraux, amendés ou mêmes contestés. Les banquiers centraux considèrent la presse comme un forum : la presse leur permet de sonder l'état du marché et d'entendre la voix des banquiers et des économistes ; c'est aussi un moyen pour les banquiers centraux de faire entendre la leur. En outre, la presse est aussi crainte par sa capacité à faire circuler des rumeurs.

La presse est aussi rapidement apparue comme une source incontournable au moment d'écrire l'histoire de l'AIBD : les financiers privés et publics s'y épanchent volontiers et n'hésitent pas y révéler

[31] Il s'agit des cartons conservés sous les cotes : B0015995/1, B0022119, B-0006827, B-0022121, B-0022122, B0022123, B0052356, B0052357, B0052368, B0052403, B0054599.

[32] Il s'agit du dossier ayant pour cote 1495200501_862.

les tensions que les autres sources taisent ou évacuent avec plus de légèreté. Les dissidences y apparaissent aussi au grand jour sous la plume de grands noms de l'époque ou sous couvert d'un pseudonyme. Les titres de presse jouent donc le rôle de forum où sont discutés les développements de la finance internationale et le rôle que l'AIBD cherche à jouer dans l'architecture régulatoire internationale.

Les articles de presse utilisés dans la thèse sont soit issus des archives de la Banque de France, soit des fonds numériques ou papier de Sciences-Po, de la London School of Economics, de la Bibliothèque Nationale de France, de l'INSEAD et de la bibliothèque Cujas. J'ai eu recours à trois méthodes différentes d'exploitation des titres de presse.

La première a consisté à m'appuyer en tout début de thèse sur une ressource qui ne se trouve qu'à Sciences-Po : les dossiers de presse constitués par les bibliothécaires de Sciences-Po avant que les ressources numériques n'apparaissent. Les bibliothécaires, entre 1945 et 2005, lorsqu'un thème d'actualité leur semble important, constituent des recueils de coupures de presse à partir des titres de presse que reçoit la bibliothèque. Mes premières recherches exploratoires se sont portées sur plusieurs de ces dossiers afin de repérer les titres nationaux et internationaux qui couvraient à l'époque les questions liées à l'actualité monétaire et aux Euromarchés[33]. Dans le cas des Euromarchés les dossiers de presse couvrent la période allant de 1971 à 1993. Cette méthode m'a aussi permis au début de mes recherches de m'imprégner, à travers les choix des bibliothécaires de l'époque et des questions d'actualité, des grands enjeux économiques publics des années 1960 aux années 1980. C'est au sein de ces coupures que j'ai pu relever les premières références dans la presse à l'AIBD, principalement issues de la presse anglophone.

La deuxième méthode a consisté à exploiter les archives numériques de titres de presse nationaux et internationaux. Cette méthode, si elle permet de traiter des volumes importants de données, requiert de la minutie, une bonne connaissance du fonctionnement de la base de données exploitée et la consignation écrite de chaque étape de recherche, de chaque hypothèse et équation (cf. figure 4). Pour ce qui est des recherches grâce à cette méthode, elles ont été rendues possibles par l'utilisation de la base de données *Gale Newsvault*. Cette base de données donne accès à dix-huit millions de pages numérisées issues de titres anglophones du XVIIe à nos jours. Les recherches se sont focalisées sur les

[33] J'ai consulté les dossiers de presse thématiques « Eurodevises, Eurodollars, euromarché » pour la période 1972-1979, cote DP.03034, pour la période antérieure j'ai réalisé la consultation sélective du dossier thématique « Système monétaire international » comptant neuf tomes sur la période 1946 à 1969, cote DP03017 à DP03022, dont l'un particulièrement intéressant est enregistré avec la sous-cote 9.211/659 (y figurent les premiers articles qui mentionnent les Euromarchés et qui datent de 1971) ; j'ai aussi consulté le dossier thématique « France - Politique Monétaire », cote DP.01048 , tome 3 pour la période 1958-1969 et le tome 4 sous la cote DP.01049 pour la période 1969-1981.

archives du *Financial Times*, de *The Economist* et du *Times*. Dans le cadre général de la thèse, les recherches au sein des trois périodiques accessibles permettent d'apprécier l'évolution de la publicité du marché et des termes employés pour le qualifier des années 1950 jusqu'aux années 1980. En tout, près de 980 articles ou publicités ont été sélectionnés manuellement et enregistrés à ces fins. Chaque fichier sélectionné a été enregistré avec une référence unique qui permet de le rattacher à l'équation de recherche utilisée.

Figure 4 : tableau retraçant les équations de recherche utilisées avec l'outil Gale Newsvault

Equation de recherche	**Résultats Financial Times**	**Résultats The Economist**	**Résultats Times**	**Période couverte**	**Observations**
Foreign currency deposits	11	8	8	1950-1970	**27 résultats** Aucune occurrence avant 1960 Recherche dans tous les champs (articles, pubs…) Principalement publicités 3 articles 1er en 1960 et dernier en 1968.
Foreign currency deposits	26	1	10	1971-1990	**37 résultats** sans publicités **102 résultats** avec publicités
Foreign currency deposits	2	0	2	1900-1949	**4 résultats** Résultats liés à la volonté du Chili années 1931 et 1932 de confisquer les dépôts en devises étrangères, puis de celle du Pérou en 1946.
Continental dollars	0	0	0	après 1944	**Aucun résultat après épuration** Epuré manuellement puisque la fonction “continental dollars” n’existe pas et que la recherche a des scories (continental currencies ou continental centres)
Dollar deposits AND	2	2	1	après 1950	**Epuré manuellement à 5 résultats** Recherche dans tous les champs (articles, pubs…)

foreign					Beaucoup de scories dues aux titres de section « foreign exchange ».
Euro-dollar OR Eurodollar	352	86	328	1950-1970	**766 résultats** Recherche dans tous les champs (articles, pubs…) Premier article mai 1962 Beaucoup de publicités, certaines très récurrentes
Euro-currencies Or Eurocurrency Or Euro-currency Or Eurocurrencies	137	39	42	1950-1970	**218 résultats.** Recherche dans tous les champs, pubs incluses Première mention des termes en 1964 dans les cotations
Euro-dollar OR Eurodollar or Euro-currencies Or	?	?	?	1971	**633 résultats** avec publicités **495** sans publicités

Eurocurrency Or Euro-currency Or Eurocurrencies Or Euro-bond Or Eurobond					
AIBD	50	0	3	1969-1979	**53 résultats** Epuration manuelle (quelques scories « and » au lieu d'AIBD)
AIBD	575	?	?	1980-1990	**580 résultats** avec tous les champs confondus **496 résultats** sans la publicité
Offshore AND (Euro-currencies Or Eurocurrency Or Euro-currency	?	?	?	après 1950	**26 résultats** Première association entre offshore et eurodollar business dans un article du FT de 1968 sur Nassau

Or Eurocurrencies Or Euro-bond Or Eurobond)					
Euromarket Or Euro-market	?	?	?	1950-1970	**303 résultats** tous champs confondus 20 seulement pour « Euromarket » scories (exemple european market ou euro-dollar market)
Euro-bond Or Eurobond Not (Euro-dollar OR Eurodollar or Euro-currencies Or Eurocurrency Or	187 premier en 1967 1 scorie	11 premier article en 1968	66 premier article le 15 fevrier 1964	1960-1970	**264 résultats** avec publicité. **250 résultats** sans publicité.

Euro-currency Or Eurocurrencies)					
Offshore	?	?	?	avant 1975	**4009 résultats** Mention en 1937 pour les funds, puis en 1948 pour les achats US en Europe
Euro-dollar OR Eurodollar or Euro-currencies Or Eurocurrency Or Euro-currency Or Eurocurrencies Or Euro-bond	?	?	?	1959-1970	**2737 résultats**

Or Eurobond					
Euro-dollars	?	?	?		Première occurrence en 1960 dans The Economist (avril 9). The Economist est la revue qui publie le plus tôt, le Financial Times ne commence qu'en 1962 et les occurrences sont rares jusqu'en 1964-1965.

La troisième méthode de recherche a consisté en l'exploitation manuelle des archives de presse. L'objectif ici est double ; il s'agit de vérifier en premier lieu, en ciblant des périodes précises, que l'exploitation numérique des archives n'a pas laissé passer d'article important, et, en deuxième lieu, d'exploiter des titres qui ne sont pas disponibles à la recherche numérique (*The Banker*[34], *Euromoney*, et la *Revue Banque* notamment). J'ai eu ici recours aux fonds de Sciences-Po, de la Bibliothèque Nationale de France, de l'INSEAD ainsi que de la bibliothèque Cujas. Je n'ai pas exploité manuellement la revue *Institutional Investor*, fondée en 1967 aux Etats-Unis, qui traite elle aussi du développement des Euromarchés parce qu'elle n'est disponible en France qu'à partir de l'année 1976, année où une nouvelle mouture de la revue est publiée à destination d'un lectorat européen et asiatique. Une dernière revue a été dépouillée de manière hybride sur la période 1969-1990, il s'agit de la revue *Newsweek*. Les archives de la revue ont été exploitées à partir de scans pour la période 1969-1975 – grâce aux travaux de Tiago Mata – et en version numérique OCRisée pour la période 1976-1990.

Résumé de la thèse

La thèse esquisse une sociogenèse de la régulation des Euromarchés dans les années 1960 et 1970. Elle cherche à expliquer pourquoi des transactions financières dont le développement remet en cause la souveraineté monétaire des Etats sont instituées en tant que marché international.

Les Euromarchés sont un marché international de crédit en devises étrangères qui se constitue des années 1960 aux années 1980 et qui incarne pour les acteurs de l'époque l'internationalisation de la finance et l'émergence d'un nouvel ordre financier mondial. La thèse cherche à expliciter les différentes modalités de régulation des Euromarchés en s'appuyant sur les acteurs et les moments clefs qui ont abouti aux partages régulatoires du marché et à sa qualification. Elle couvre une vingtaine d'années et explicite le travail de frontières mené par les principaux acteurs de la régulation des Euromarchés en identifiant trois temps forts dans la régulation du marché et des activités financières internationales. Elle montre que ces temps forts aboutissent à la redéfinition des frontières souveraines financières, à l'institutionnalisation des Euromarchés offshore ainsi qu'à la reconfiguration des relations régulatoires entre les acteurs publics et privés de la finance internationale.

[34] J'ai exploité manuellement les numéros de la revue *The Banker* sur la période octobre 1969 à décembre 1979 à la bibliothèque Cujas.

Le premier temps fort relevé par la thèse est celui de la mise en place d'une politique de coordination et de supervision multilatérale par les banques centrales autour de la Banque des Règlements Internationaux à Bâle dans les années 1960. Il s'agit là de comprendre pourquoi les banques centrales se sont emparées d'une pratique financière singulière et l'ont rendue légitime en tant que marché non-régulé au niveau international. Il s'agit de montrer qu'à travers leur coopération, les banques centrales instaurent une nouvelle modalité de gouvernement de la finance internationale par les nombres et par la communication. En cherchant à suivre les développements de la finance internationale depuis Bâle et à en anticiper les mouvements pour pouvoir agir si besoin, les banques centrales fondent un nouveau rapport de force avec leurs concurrents institutionnels et les banques qu'elles supervisent. La thèse montre que, loin d'être hors de portée de toute action étatique, les Euromarchés sont investis au niveau national et international par les banques centrales des principales places d'Eurodevises. L'intervention des banques centrales, à travers une communication non-contraignante et depuis une institution internationale, permet aux banquiers centraux de ménager les souverainetés nationales. Elle permet aussi de faire émerger un nouveau rapport de force entre les banques centrales et leurs concurrents institutionnels.

Le deuxième temps fort de la régulation des Euromarchés intervient au moment où les Etats précisent les cadres territoriaux de leur comptabilité nationale. Alors que l'ordre monétaire mondial de Bretton Woods, entériné à l'issue de la Seconde Guerre mondiale prône un contrôle strict des mouvements de capitaux, les années 1960 voient la mise en place de politiques internationales de libération de capitaux. La thèse se penche sur le cas précis de la France qui met en place des années 1960 aux années 1970 un nouvel instrument comptable dont l'objectif est de discriminer les transactions financières qui ont lieu sur le territoire de celles qui se situeraient à l'international : il s'agit de la position globale de change. Il s'agit ici d'expliciter pourquoi certaines transactions sont exclues hors de la souveraineté française tandis que l'emprise sur d'autres transactions, qualifiées de domestiques, se trouve renforcée. La thèse montre que la position globale de change, permet à la Banque de France de durcir les frontières françaises en opérant une distinction entre ce qui relève directement du territoire financier français et les transactions qui se situent hors des frontières comptables. Si elle exclut officiellement les Euromarchés du cadre d'intervention de l'Etat, la régulation financière ne porte pas en elle-même sa propre efficacité ; les banquiers centraux découvrent lors des remous du début des années 1970 que ces frontières, dures sur le papier, sont plus poreuses qu'il ne leur semblait.

Le troisième temps fort de la régulation est celui des initiatives d'autorégulation des marchés internationaux au cours des années 1970. Dans le cadre des instruments financiers internationaux, l'Association of International Bond Dealers (AIBD), en tant qu'association internationale de professionnels des Euromarchés, nourrit le projet de s'imposer au sein de la profession bancaire comme une institution clef d'autorégulation des marchés internationaux. La thèse montre que malgré un projet

ambitieux de prise en main des transactions financières internationales par les financiers eux-mêmes, et une fenêtre de possibilité unique laissée par les autorités, l'association rencontre de nombreuses résistances de ses adhérents. Elle explicite pourquoi un projet régulatoire visant ouvertement à laisser la nouvelle finance internationale aux financiers a été si laborieux et si contesté par les banquiers eux-mêmes. Elle montre tout d'abord que l'autorégulation vise à protéger les banquiers internationaux d'eux-mêmes en dépit d'un contexte de concurrence exacerbée et d'accélération des échanges, ainsi qu'à tenir à distance les régulateurs publics des marchés financiers internationaux et à justifier l'existence de marchés financiers libres. L'AIBD, et son comité exécutif tout particulièrement, érigent donc en priorité le fait d'investir au mieux, et le plus rapidement possible, les espaces financiers internationaux libres de régulation des années 1970.

CHAPITRE 1 : QUALIFIER LES EUROMARCHES

> « Exaspéré par l'usage imprécis d'un terme indéfini, un banquier européen distingué a exprimé le souhait il y a deux ans de ne plus avoir à entendre le mot Eurodollar « en aucune occasion, en aucun endroit ou sous aucun sens ». Il citait un passage tiré de Goethe : « Là ou des notions claires manquent, un mot est volontiers inventé ». Le souhait de ce banquier n'a pas été exaucé. Pour paraphraser Goethe : là où des notions claires sont présentes, une pratique en résulte facilement »
>
> Brochure de la First National City Bank (1965)[35]

Cette citation extraite d'une brochure de la First National City Bank permet de comprendre que le début des années 1960 est un point de bascule pour la reconnaissance du marché des Eurodollars. La référence à un banquier européen exaspéré par l'emploi « imprécis » d'un terme qui lui semble « indéfini » est un indice du fait que les Eurodollars ne sont pas stabilisés au début de la décennie. Le chercheur qui s'attache à faire une histoire de la genèse des Euromarchés, dont les Eurodollars sont le premier instrument en termes d'ancienneté et de volume, est d'ailleurs confronté à une multitude d'expressions qui les qualifient. Ce que nous désignons aujourd'hui sous le terme Eurodollar est alternativement désigné par les expressions « continental dollars »[36], « dollar deposits »[37], « short-term dollar deposits », « foreign currency deposits » ou encore écrit sous la forme « Euro-dollars » avec un tiret qui vient mettre en valeur le préfixe euro[38]. La brochure de la First National City Bank présente l'intérêt d'opposer l'année 1965, celle de sa publication, aux années 1962-1963. En quelques années un revirement de situation se serait produit autour du terme Eurodollar : « l'usage imprécis d'un terme indéfini » cèderait le pas à « des notions claires » ainsi qu'à des pratiques bancaires bien déterminées.

Les années d'après-guerre constituent des années d'expérimentation en matière économique et financière. Les années 1960 marquent le renouveau de la finance internationale alors que les pays

---

[35] « Eurodollars in the new international money market », Norris O. Johnson, First National City Bank, 1965, BdF_1495200501_577.

[36] Rapport Klopstock & Holmes, «The continental dollar market », Alan R. Holmes, Fred H. Klopstock, FED de New York, 1960, BdF_1495200501_577

[37] Rapport Altman, « Foreign Markets for Dollars, Sterling, and Other Currencies », Oscar L. Altman, Département de la Statistique et de la Recherche, FMI, 20 juillet 1961, BdF_1495200501_577

[38] Voir l'introduction générale de la thèse sur la question des différentes manières de faire référence au marché en fonction des époques.

membres de l'Organisation Européenne de Coopération Economique (OECE), de la Communauté Economique Européenne (CEE) et du Fonds Monétaire International (FMI) assouplissent les dispositions restrictives du régime monétaire de Bretton Woods[39] et que les mouvements de capitaux internationaux connaissent une forte croissance (Abdelal, 2009). En effet, la libéralisation progressive des capitaux initiée en 1958 permet le développement de pratiques financières nouvelles, dont les Euromarchés sont l'exemple le plus médiatisé. Un journaliste de la revue *Perspectives*, dans un article du 16 décembre 1961 intitulé « Les réserves officielles et les opérations sur Euro-dollars », note au sujet du système financier international :

> « après une longue période de confusion, les caractéristiques du régime monétaire international contemporain commencent à être aperçues avec plus de lucidité. Les notions […] se décantent peu à peu et les réalités qu'elles recouvrent apparaissent à la fois plus simples et plus complexes qu'on ne l'imaginait a priori. Elles sont plus simples parce qu'on s'aperçoit qu'elles n'innovent pas vraiment sur des mécanismes antérieurs qui étaient bien connus et largement pratiqués sous des vocables différents. Elles sont plus complexes parce qu'on se trouve en présence d'une situation qui s'est développée empiriquement au-delà des dimensions facilement contrôlables. Cependant, certains aspects de cette évolution n'ont jusqu'à présent été qu'effleurés[40]».

Parmi les aspects qui n'auraient jusqu'alors été qu'effleurés, le journaliste souligne le cas de l'Eurodollar. Les origines de ce dernier, et par conséquent des Euromarchés, sont incertaines. Les régulateurs potentiels que sont les banques centrales[41] et les organisations telles que la Banque des

---

[39] Les accords de Bretton Woods de 1944 mettent en place un nouvel ordre financier international au centre duquel est placé le dollar, seule monnaie convertible en or. Ils fondent aussi le FMI qui doit venir remplacer la BRI en tant qu'organisation financière internationale. Dans la pratique, les deux organisations finissent par coexister. L'ordre financier mis en place en 1944 subordonne la finance aux autres domaines de l'économie et restreint les flux financiers internationaux jusqu'en 1958, date à partir de laquelle les flux financiers sont progressivement libéralisés (Abdelal, 2009; Helleiner, 1996).

[40] Comme l'indique le titre de l'article en question, ce sont les Euromarchés que l'auteur a en tête lorsqu'il évoque les aspects qui n'ont encore été qu'effleurés. « Les réserves officielles et les opérations sur Euro-dollars », *Perspectives*, n°776, BdF 1495200501_576

[41] Les banques centrales s'insèrent dans des contextes très variés, tant historiquement que géographiquement. Stefano Ugolini (2017) souligne la difficulté de définir ces organisations ; il propose comme définition opératoire de partir des fonctions que l'on attribue de nos jours aux banques centrales plutôt que de chercher à les définir d'un point de vue organisationnel. Ces fonctions sont d'assurer la stabilité financière et monétaire ; c'est-à-dire, pour ce qui est de la stabilité financière, de gérer le système de paiements (1), d'agir en tant que prêteur en dernier ressort (2) et de superviser les banques (3), et, pour ce qui est de la stabilité monétaire, de mettre la monnaie en circulation (4) et de conduire une politique monétaire (5). Il réalise une histoire de l'activité des banques centrales (*central banking*) plutôt que des banques centrales en tant qu'organisations. Ce point de vue présente l'intérêt de ne pas hiérarchiser les fonctions des banques centrales et permet de dépasser les bornes chronologiques traditionnelles associées à l'émergence du *central banking*. Par ailleurs, il faut noter que les banques

Règlements Internationaux (BRI)[42] ou le Fonds Monétaire International (FMI) sont eux-mêmes constamment aux prises avec l'incertitude. Alors que les premières enquêtes officielles au sujet des Euromarchés réalisées par la FED de New York (rapport Klopstock et Holmes, 1960)[43] et le FMI (rapport Altman, 1961)[44] concluent à l'impossibilité de chiffrer le marché, la BRI, rassemblant principalement des banques centrales européennes, s'attache à qualifier les Euromarchés par une étude basée sur la comptabilité. Les experts du comité sur l'Eurodollar de la BRI, fondé en 1962, s'interrogent sur la nature des transactions, sur leur rôle dans la création monétaire et sur les circuits qu'elles empruntent, entre autres. Malgré les difficultés, le comité d'experts sur l'Euro-dollar décide de se lancer dans une entreprise comptable d'explicitation et de qualification du phénomène des euromonnaies de 1962 à 1965. Pourquoi le comité de l'Euro-dollar se lance-t-il dans une opération que d'aucuns pensent impossible ?

Nous verrons que les banques centrales réunies à la BRI, en tant que régulateurs potentiels, tentent de stabiliser et de cadrer les nouvelles pratiques financières internationales post Bretton-Woods. Les banques centrales, la BRI en tant qu'organisation et le FMI construisent progressivement l'expertise relative aux Euromarchés en développant de nouveaux appareils comptables qui viennent décrire le marché, même si c'est de manière imparfaite[45], puis le légitimer. Ce marché montant de la finance internationale vient, en retour, renforcer leur légitimité de régulateurs potentiels par l'expertise que ces derniers bâtissent et rendent publique.

La BRI constitue donc un nœud autour duquel se structure l'épreuve de qualification des Euromarchés et circulent les notions plus ou moins stabilisées relatives au marché. L'étude ne s'arrête donc pas à la BRI en tant que lieu mais se doit de replacer les travaux qui y sont menés dans leur réseau de relations. Nous mobiliserons donc d'autres *loci* où circulent les travaux issus de la réflexion collective au sein de la BRI. Outre la BRI, nous nous penchons d'une part sur les travaux de la Banque de France, qui participe activement aux négociations, et, d'autre part, sur la presse financière de l'époque qui joue

---

centrales sont tout à la fois des produits de la formation étatique mais aussi des agents de cette dernière ; elles jouent aujourd'hui un rôle clef dans la gouvernance économique mondiale (Feiertag and Margairaz, 2016). Ces organisations, leurs acteurs et leurs pratiques ne sont pas des objets cantonnés aux analyses historiques et économiques mais deviennent de véritables objets de l'analyse sociologique (Lebaron and Dogan, 2020).

[42] La partie I.1.3. de ce chapitre présente la BRI.

[43] Rapport Klopstock & Holmes, « The continental dollar market », Alan R. Holmes, Fred H. Klopstock, FED de New York, 1960, BdF_1495200501_577

[44] Rapport Altman, « Foreign Markets for Dollars, Sterling, and Other Currencies », Oscar L. Altman, Département de la Statistique et de la Recherche, FMI, 20 juillet 1961, BdF_1495200501_577

[45] Les chapitres I et II montrent que les banquiers centraux s'appuient sur des travaux qui leur semblent imparfaits pour mettre en place leur politique de communication et de légitimation du marché des Eurodevises.

un rôle crucial à la fois dans les controverses autour du marché et dans la mise en circulation des notions et des outils entérinés par la BRI (cf. chapitre 2).

I. Le phénomène des Eurodevises, un objet insaisissable ?

Cette première partie présente le processus de qualification initié par le Comité *ad hoc* de l'Eurodollar de la Banque des Règlements Internationaux. Cette dernière est une organisation qui fonctionne un forum, voire un club, de banques centrales. Le processus de qualification est un exercice qui donc revêt à la fois une dimension technique, une dimension diplomatique et une dimension régulatoire autour d'un phénomène phare de la finance internationale : l'Euromarché.

Les experts du comité de l'Eurodollar tâchent de mobiliser des chiffres alors que les travaux précédents de la Fed de New York et du FMI doutent sérieusement de la capacité des approches comptables d'expliciter le fonctionnement du marché. Nous verrons que ces experts, aux parcours divers au sein de la profession de banquiers centraux, considèrent que la comptabilité doit permettre un usage savant des nombres produits – c'est à dire permettre de mieux comprendre le phénomène des Eurodevises – ainsi qu'un usage en termes de régulation – les nombres doivent pouvoir servir de support à une action potentiellement coordonnée-. Parmi tous les indicateurs, la taille du marché acquiert une valeur symbolique particulière : elle justifie, à partir d'un certain seuil, l'irréversibilité du processus de mise en marché et devient le symbole de l'expansion financière internationale.

1. Une entreprise comptable impossible lancée depuis une institution en quête de légitimité

1.1. Les usages de la comptabilité

Depuis une trentaine d'années, les recherches en histoire et en sociologie qui portent sur la construction de l'Etat et sur la statistique administrative soulignent que la manipulation de chiffres et leur transformation en nombres signifiants est un processus qui doit être dénaturalisé. Selon Alain Desrosières la sociologie de la quantification « vise à décrire la façon dont ces outils sont construits, négociés, standardisés, diffusés, mis en œuvre et éventuellement détournés ou manipulés à des fins non prévues » (Desrosières and Wolff, 2009). Les savoirs statistiques ne sont pas neutres, ils sont le résultat de compromis techniques, idéologiques et politiques ; ils peuvent même, dans certains cas, contribuer à faire advenir les phénomènes qu'ils décrivent. Corinne Eyraud (2015) qualifie les dispositifs statistiques et comptables de « dispositifs agissants » parce que ces derniers, alors qu'ils « mettent le monde en

forme », influencent les acteurs sociaux qui agissent en fonction d'eux. Les travaux sur la question sont particulièrement dynamiques, notamment dans le domaine des études des populations (Didier, 2009; Mespoulet, 2008; Rosental, 2003; Schor, 2009), et soulignent l'importance des réseaux, à l'échelle nationale et transnationale, dans la construction des savoirs et leur circulation (Brian, 2002). Les recherches sur les processus de quantification mettent aussi en garde le chercheur : il ne faut pas préjuger de l'efficacité des nombres. Ces derniers peuvent être faux et efficaces (Ruiz, 2015), solides et tomber dans l'oubli (Hautcœur, 2008).

Les premiers travaux sur les Euromarchés, que ce soit les rapports de la FED de New-York[46], du FMI[47], ou les articles de presse n'avancent que des chiffres estimés sur un coin de table et provenant soit de banquiers privés – qui jaugent le marché à l'aune de leur activité réelle ou fantasmée – soit de banquiers centraux. Peu de chiffres circulent autour des Euromarchés ; ils consistent en des estimations du volume du marché et dans le recueil de taux d'intérêts sur les places et les devises principales.

Nous verrons que le moyen d'investigation privilégié par le Comité de l'eurodollar est la comptabilité[48]; il se détache en cela des travaux précédents (cf. encadré « Les travaux antérieurs au comité»). Il s'agira ici de comprendre comment les outils du comité sont construits et diffusés. Le présent chapitre prêtera une attention particulière aux différentes étapes qui mènent à la mise en nombre et à ses dérivés. Le chapitre II montre comment s'effectue le passage d'un environnement numérique réduit autour des Euromarchés à celui de nombres porteurs d'un programme.

1.2. Justifier l'irréversibilité de la mise en marché par les nombres

Les premiers travaux qui portent sur le marché des Eurodollars et des Eurodevises oscillent entre deux formats : certains s'appuient sur de nombreux graphiques – c'est le cas, par exemple de l'*Eurodollar supplement* de la BRI - tandis que d'autres ne comportent quasiment que du texte – c'est le cas, notamment, du rapport Klopstock et Holmes de la Fed de New York et du rapport Altman du

[46] Rapport Klopstock & Holmes, « The continental dollar market », Alan R. Holmes, Fred H. Klopstock, FED de New York, 1960, BdF_1495200501_577

[47] Rapport Altman, « Foreign Markets for Dollars, Sterling, and Other Currencies », Oscar L. Altman, Département de la Statistique et de la Recherche, FMI, 20 juillet 1961, BdF_1495200501_577

[48] Dans les années 1950 et 1960, les banquiers centraux utilisent les termes comptabilité et statistique de manière interchangeable lorsqu'il s'agit de faire référence à la pratique de quantification de l'économie. C'est en partie dû au fait que la notion contemporaine de statistique en tant que pratique mathématique est devenu progressivement dominante des années 1920 aux années 1940 (Desrosières, 2008). En conséquence, si la majorité des sources et des documents cités dans ce chapitre comportent le mot « statistique » dans leur titre, il faut garder en tête que la notion est utilisée dans un cadre comptable.

FMI. Ces derniers ne font pas figurer de graphiques ou de tableaux comptables parce qu'ils doutent de la capacité des approches comptables d'expliciter le fonctionnement du marché.

Les travaux antérieurs au comité

Au tournant des années 1960, la BRI n'est pas la seule institution à s'intéresser au marché naissant des Eurodollars puis aux marchés d'Eurodevises. Elle compile dès 1960 des informations sur les Euromarchés[49] et publie, de façon confidentielle, un *Eurodollar supplement* (*supplement to EM/BM 45b)* [50] qui rassemble des informations relatives aux taux d'intérêts du marché, esquisse des premières considérations sur le volume des transactions et interroge certains mécanismes du marché[51]. D'autres institutions se penchent sur le marché naissant : la Banque d'Angleterre publie des données sur les transactions ayant lieu par l'intermédiaire de la place de Londres dans son *Quaterly Bulletin*, le *Federal Reserve System* étatsunien publie des données sur les positions extérieures des banques américaines, la Fed de New York publie le rapport Klopstock et Holmes[52] en 1960 et le département d'études et de statistiques du FMI publie le rapport dit Altman[53], du nom de son auteur, en 1961. Le rapport Altman, du nom d'Oscar Altman, du département d'études et de statistiques du FMI, est d'abord communiqué de façon confidentielle aux banques centrales en 1961, il est par la suite rendu public. Notre analyse se base sur cette première version, datant du 20 juillet 1961.

L'indicateur qui cristallise tous les doutes est la taille du marché de l'Eurodollar et, par extension, celui des Eurodevises. La moitié d'une note secrète de la Banque d'Angleterre, la note Parsons du 20 avril 1961, souligne que la taille du marché « est impossible à déterminer statistiquement »[54]. Le rapport Altman fait, lui, le constat qu'il « y a eu un certain nombre d'estimations de la taille du marché de

[49] Les cotations d'Eurodevises remontent à 1960 et concernent pour la place de Londres le dollar canadien, le dollar américain, le deutsche mark, le franc suisse et le florin. Pour la place de Paris les cotations concernent la livre sterling, le dollar américain, le franc suisse et le deutsche mark.

[50] Le premier « Eurodollar supplement (supplement to EM/BM 45b) » disponible dans les archives de la Banque de France date du 5 octobre 1962 et fait référence aux éditions antérieures des deux années précédentes. « Eurodollar supplement (supplement to EM/BM 45b) », P.G.C., Banque des Règlements Internationaux, 5 octobre 1962, BdF_1495200501_602.

[51] Ces suppléments sont communiqués aux banques centrales mais ces dernières ne sont pas au fait de la méthode employée dans la collecte et le traitement des données. La note complémentaire de la Banque de France du 10 octobre 1962 au « Eurodollar supplement (supplement to EM/BM 45b) » du 5 octobre 1962 *(*BdF_1495200501_602) souligne qu'« Il serait souhaitable que les tableaux des chiffres qui ont servi à établir les graphiques fussent publiés […] Nos résultats – pour l'année 1962 – paraissent différents de ceux de la B.R.I.» p1.

[52] Rapport Klopstock & Holmes, « The continental dollar market », Alan R. Holmes, Fred H. Klopstock, FED de New York, 1960, BdF_1495200501_577

[53] Rapport Altman, « Foreign Markets for Dollars, Sterling, and Other Currencies », Oscar L. Altman, Département de la Statistique et de la Recherche, FMI, 20 juillet 1961, BdF_1495200501_577

[54] La note comporte la mention «Secret » apposée au-dessus du titre. Aucune indication ne permet de savoir dans quel réseau elle a circulé ni comment elle a pu être portée à la connaissance des agents de la Banque de France. « The Euro-dollar marke t», Banque d'Angleterre, 20 avril 1961, BdF_1495200501_862.

l'Euro-dollar, […] il n'y a pas de façon claire de la mesurer. […] Toutes ces estimations soulignent, à juste titre, la nature fragile des chiffres avancés »[55] (p.18). Un des rapports du comité des experts de change[56], comité qui se réunit périodiquement à la BRI, avance même que :

> « le marché de l'Euro-dollar a pour principaux inconvénients sa mobilité et sa fragilité, qui, dangereuses en elles-mêmes pour les usagers et pour les banques centrales, excluent en outre toute information statistique précise et par conséquent toute surveillance efficace ». (p13)

Nous allons voir que malgré les difficultés que les banques centrales, et le FMI, ont à quantifier le marché, la taille du marché acquiert une valeur symbolique particulière : elle justifie, à partir d'un certain seuil, l'irréversibilité du processus de mise en marché et devient le symbole de l'expansion financière internationale. Il s'agit du nombre le plus repris dans les publications et celui qui, une fois les travaux de la BRI achevés en 1964 et 1965, circule le plus dans la presse.

1.3. La Banque des Règlements Internationaux : une institution en quête de légitimité

Fondée en 1930 lors de la conférence de la Haye en vue de faciliter la gestion des réparations allemandes dans le cadre du plan Young, la Banque des Règlements Internationaux, à la suite des moratoires et de la suspension des réparations ainsi que de la Grande Dépression des années 1930, se recentre sur les questions de coopération technique entre banques centrales et s'érige en forum de discussion entre banquiers centraux du monde capitaliste. Elle est rapidement dotée de services d'études spécialisés sur les questions monétaires et financières. En 1944, à l'issue de la Seconde Guerre mondiale, le rôle de la BRI dans l'appropriation par les nazis des réserves de banques centrales de territoires occupés pousse certaines des parties de la conférence de Bretton Woods à exiger sa dissolution et à favoriser en lieu et place les nouvelles institutions du système monétaire international : le Fonds monétaire international et la Banque mondiale. La résolution de dissolution de la BRI est cependant abandonnée en 1948 et la Banque fait alors office d'agent de compensation du Système européen de

[55] Rapport Altman, « Foreign Markets for Dollars, Sterling, and Other Currencies », Oscar L. Altman, Département de la Statistique et de la Recherche, FMI, 20 juillet 1961, BdF_1495200501_577

[56] Le rapport intitulé « Cooperation Entre Banques Centrales – Comité des Experts de Bâle – Rapport definitif – Les mouvements internationaux de capitaux à court terme depuis le 1er janvier 1960 et le marché de l'Eurodollar », n'est pas daté et est inclus dans une chemise papier portant la mention Rapport « comité des experts de Bâle – BRI » (BdF_1495200501_578). On fait ici l'hypothèse qu'il s'agit du deuxième rapport des experts de change à l'issue de la réunion du 17 avril 1962. Il pourrait aussi s'agir du rapport consécutif à la réunion du 6 mai 1961. Les dates au sein du rapport, vu les délais statistiques, ne permettent pas de départager les deux réunions de façon certaine.

paiement qui vise à restaurer progressivement la convertibilité des monnaies européennes jusqu'en 1958. Cela en fait une institution principalement recentrée sur ses membres européens.

La Banque retrouve alors progressivement son rôle de forum de banquiers centraux où sont discutées les questions relatives à la coopération monétaire (Toniolo, 2007; Yago, 2012). Selon les problématiques, la BRI fait office de forum de coopération de banques centrales à l'échelle européenne ou transatlantique. Elle héberge les gouverneurs de la Communauté européenne, qui commencent dans les années 1960 à se réunir périodiquement à Bâle ; c'est le cas notamment du Pool de l'or (Bordo et al., 2017) dont l'objectif est de stabiliser les prix de l'or ainsi que du Groupe des dix (G10) qui vise à fournir de plus amples ressources au FMI. C'est dans ce contexte de coopération ravivée entre banquiers centraux que tant les services d'études monétaires et financières de la BRI que le comité des gouverneurs se penchent sur la problématique des Euromarchés.

Les banques centrales membres de l'institution en sont actionnaires[57] et gouvernent la Banque depuis le conseil des gouverneurs qui se réunit mensuellement à Bâle. Bâle est alors une localité idéalement placée pour une institution qui est devenue principalement européenne ; elle offre assez d'aménités pour couvrir les besoins des banquiers qui s'y rassemblent et dispose d'un réseau hôtelier assez étoffé[58]. Outre le conseil des gouverneurs, qui donne les grandes orientations que doit suivre la Banque, la BRI compte sur un secrétariat général, un département économique et monétaire (chargé de réaliser les études économiques et monétaires pour le compte de la Banque), un département bancaire et sur des comités de banquiers centraux qui se rassemblent périodiquement sur des thématiques générales (comité des économistes, comité des experts de change, entre autres) ou sur des questions *ad hoc* (les Eurodollars, les Eurodevises, l'or, la surveillance multilatérale, la centralisation informations sur les crédits, entre autres). La BRI publie chaque année un rapport annuel qui analyse l'actualité financière internationale et présente les résultats de la banque. Ce rapport annuel est scruté par la presse spécialisée ainsi que par la profession bancaire.

1.4. Composition du comité et profils des participants

Sur la période 1960-1965 les questions relatives aux Euromarchés mobilisent plusieurs types d'acteurs au sein de la BRI : outre les spécialistes des services internes de la banque, des experts, aux compétences diverses, issus des principales banques centrales européennes - ainsi qu'à l'occasion

[57] La majorité des actions est alors détenue par les banques centrales. Une minorité d'actions est détenue par le des acteurs privés mais ces derniers ne détiennent pas de droit de vote. En 2001, toutes les actions ont été rachetées par les banques centrales qui détiennent aujourd'hui exclusivement le capital de la BRI.

[58] Les archives de la BRI conservent de nombreuses demandes de réservations d'hôtels où les banquiers transmettent leurs desiderata.

d'institutions nord-américaines, du FMI voire de la banque centrale du Japon[59] - sont mobilisés au sein du comité d'experts *ad-hoc* sur l'Euro-dollar. À ces experts s'ajoutent les gouverneurs des banques centrales qui se réunissent chaque mois à Bâle et valident les recommandations du comité tout en traçant les orientations générales à suivre. Cette diversité d'acteurs, issus de spécialités bancaires et de pays différents, rend les travaux du comité sur l'eurodollar assez laborieux : si les fins du comité – permettre l'explicitation des mouvements de capitaux à court terme, les anticiper voire permettre de les corriger – ne sont pas contestées par ses membres, les moyens pour atteindre ces fins sont sujets à de nombreuses discussions.

Le profil des acteurs qui s'engagent dans la discussion autour des Euromarchés a une incidence dans le traitement potentiel qui peut être donné aux Euromarchés, à l'eurodollar et aux Eurodevises. Si le rapport du comité des experts de change est rédigé, comme l'indique son titre, par des experts de change, les travaux préparatoires de la réunion d'octobre 1962 ainsi que la réunion elle-même mobilisent des profils plus variés qui font émerger des problématiques nouvelles. Chacun essaye d'influencer les thèmes abordés lors des réunions ou dans les travaux préparatoires. C'est le cas, par exemple, des experts cambistes, spécialisés dans les opérations internationales, qui insistent dans la suite des travaux sur la question de la qualification des eurotransactions et sur la résolution de la tension au sein d'une pratique financière qui relève à la fois du domaine du crédit (traditionnellement domestique dans le contexte financier de l'époque) et du domaine du change, c'est à dire international[60].

On ne peut donc a priori pas exclure l'importance de la spécialisation des experts du comité dans ce travail de qualification. Le compte rendu de la Banque de France réalisé à l'issue de la première réunion du comité[61] s'attarde, par ailleurs, sur le fait que « en raison de la différence d'origine et de formation des membres du groupe (opérateurs, statisticiens et économistes), les débats se sont déroulés de façon assez confuse et leurs résultats positifs peuvent paraître assez maigres » (p.2)

La liste affichée en tout première page du compte rendu de la première réunion permet de cerner le profil des acteurs, d'estimer leur position hiérarchique, leur domaine de compétence, mais aussi d'apprécier indirectement l'intérêt porté par les différentes délégations aux travaux du comité en

---

[59] La banque centrale du Japon a quitté la BRI à l'occasion de la Seconde Guerre mondiale. Elle est officiellement invitée à participer aux travaux du comité de l'Eurodollar en 1963. La Banque d'Angleterre est initialement opposée à l'idée d'inviter le Japon à participer aux réunions (Conversation téléphonique du 10 juillet 1963 à 16h entre D.H.M. de la BRI et MM. Bridge et MacDonald de la Banque d'Angleterre ; BISA [1/3a(3)], 1959-1963) et c'est par truchement de la Banque de France que la demande japonaise est acceptée (Note intitulée « La Banque du Japon et la BRI », Julien Koszul, DGSE, 21 novembre 1962, BdF_1495200501_576).

[60] C'est l'objet de la section II.1.4 du chapitre 2 que de développer cet exemple précis.

[61] « Réunion du groupe d'experts des banques centrales sur l'euro-dollar à Bâle du 6 au 8 octobre 1962 », G. Lefort (Inspecteur) & R. Floc'h (Chef cambiste), DGSE, 12 octobre 1962, BdF_1495200501_578.

fonction du nombre et de la qualité des agents qui y sont présents. On remarque tout d'abord la présence plus importante des américains et des anglais, avec trois représentants chacun. Cette présence est lourde de sens puisque les Etats-Unis ne sont présents, comme le souligne la note, qu'en qualité d'observateurs intéressés[62] et que, du côté du contingent anglais, la place de Londres est alors considérée comme la plus importante place d'échange des Euromarchés. Viennent ensuite la France, l'Italie, l'Allemagne et les Pays-Bas suivis de pays dont la présence est moins importante au sein du comité, soit parce qu'elle est fonction de la taille relative de leur système bancaire et de leurs capacités de surveillance, soit que la discrétion est de mise – c'est peut-être le cas de la Suisse -. Les participants ne semblant pas tous se connaître, le plan de table distribué lors de la réunion a été annoté de la main d'un des représentants de la France[63]. Le nombre de membres du comité s'étoffe lors des réunions suivantes qui voient la participation d'un représentant de la banque centrale japonaise, qui a sollicité l'entremise de la Banque de France pour pouvoir rejoindre les discussions[64] puisque la banque centrale japonaise a quitté avec fracas la BRI lors de la Seconde Guerre mondiale, et d'un représentant du FMI, Oscar Altman, qui a déjà réalisé une tournée mondiale pour enquêter sur le développement des Euromarchés.

L'image ci-dessous (figure 5) permet de resituer la diversité des profils bancaires mobilisés lors des premières réunions de 1962. On remarque que sur les 21 assistants représentant dix pays et la BRI, les profils sont des profils seniors (*Bankoberrat*, *executive assistant to the Governors*, chefs de départements et directeurs, entre autres). Ils représentent des spécialités différentes ; si la France, la Grande-Bretagne, la Belgique, les Pays-Bas incluent des cambistes dans leurs équipes, spécialistes des questions internationales et de change, d'autres profils sont mobilisés. Le document n'est pas toujours précis sur les profils mobilisés mais l'Allemagne, l'Italie, la Suède et la Suisse envoient des profils qui semblent généralistes (*Bankoberrat*, *central director*, *representative,* entre autres). Le Canada, la Grande-Bretagne, les Etats-Unis envoient des assistants de gouverneurs tandis que les Etats-Unis, la Grande-Bretagne et la BRI envoient des profils d'économistes (un spécialiste de la balance des

---

[62] Rappelons que la devise principale des Euromarchés et le dollar, que les transactions ont potentiellement un impact sur leur balance des paiements et sur la disposition des non-résidents à ne pas réclamer leur part des réserves en or américaines sous le régime du *Gold Exchange Standard* et que le marché permet de contourner certaines dispositions législatives américaines telles que la Régulation Q.

[63] Le document en question est une feuille volante comprise entre le rapport cité ci-dessus « Réunion du groupe d'experts des banques centrales sur l'euro-dollar à Bâle du 6 au 8 octobre 1962 » et les notes manuscrites prises par les agents de la DGSE lors de la réunion. BdF_1495200501_578.

[64] La Banque du Japon demande à la Banque de France de servir d'intermédiaire pour participer aux réunions de la B.R.I sur les Euro-dollars. C'est le *Chief representative of the bank of Japan in Europe* qui fait la demande au cours d'un dîner organisé en son honneur à Paris. Julien Koszul note « ce dernier m'a fait connaître qu'il avait entendu parler d'une réunion tenue à Bâle, récemment, au cours de laquelle les Gouverneurs des Banques centrales avaient étudié le problème de l'Euro-dollar et d'une mise en commun d'informations permettant de mieux suivre l'évolution de ce marché ». Note intitulée « La Banque du Japon et la BRI », Julien Koszul, DGSE, 21 novembre 1962, BdF_1495200501_576.

paiements, un membre du département économique et monétaire de la BRI, un membre du département de recherche de la Fed de New York).

La délégation française, qui restera stable lors des réunions suivantes, provient de la Direction générale des services étrangers (DGSE). Ce sont ses archives qui ont subsisté et qui permettent de retracer une partie des événements qui entourent le comité de l'eurodollar. La DGSE commence à montrer un intérêt certain pour le marché dès 1959 et 1960.

Du comité *ad hoc* aux deux comités de Bâle : de l'étude des Euromarchés à la mise en place d'une régulation financière globale non-contraignante

Le Comité *ad hoc* des experts sur l'Eurodollar se réunit une fois par an à la BRI de 1962 à 1969. Il est ensuite remplacé par le Comité Permanent des Euromonnaies à partir du 19 août 1970. Les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix (G10)[65] mettent en place le Comité Permanent des Euromonnaies (*Euro-currency Standing Committee*) afin de créer un forum de discussions sur la régulation des « Eurobanks » et de pérenniser les études sur les Euromarchés. Ce comité, hébergé par la BRI, reprend à son compte les questions soulevées par l'ancien Comité des experts de l'Eurodollar (cf. chapitres 1 et 2) qu'il vient remplacer. Le Comité Permanent des Euromonnaies rencontre, dans les premiers temps de son existence, des difficultés similaires à celles du Comité *ad hoc* sur l'Eurodollar ; la Banque d'Angleterre va même jusqu'à demander sa dissolution en 1973[66]. La crise pétrolière relance cependant l'intérêt du Comité Permanent, parce que les pétrodollars sont soupçonnés d'être réinvestis par l'intermédiaire des Euromarchés. En effet, la décision des membres de l'OPEP d'augmenter les prix du pétrole en 1973 à l'occasion de la guerre du Kippour, qui oppose Israël à ses voisins arabes, provoque une augmentation des cours du pétrole par 4. L'argent ainsi dégagé par les pays producteurs, qualifié de pétrodollars parce que le prix du pétrole est libellé en dollars, est réinvesti sur les marchés financiers internationaux et pour partie sur les Euromarchés. Enfin, la concurrence croissante de la BRI avec l'Organisation de la Coopération et du Développement Economique (OCDE)[67] concernant la régulation financière renforce aussi le comité.

En 1974, c'est un autre comité qui est fondé par les gouverneurs des banques centrales du G10 et abrité par la BRI, le Comité de Bâle (Drach, 2016; Goodhart, 2011). Ce dernier est mis en place en réponse au climat de faillites bancaires

---

[65] Les pays du G10 (République fédérale d'Allemagne, Belgique, France, Japon, Pays-Bas, Italie, Suède, États-Unis, Canada, Royaume-Uni) s'engagent notamment à fournir des ressources plus amples au FMI dans les années 1960. D'abord informel, le groupe devient permanent en 1963 ; la Suisse devient observateur en 1964.

[66] Lettre de C.W. MacMahon de la Banque d'Angleterre du 27 février 1973, BISA [1/3a(3)], 1972-1973

[67] La lettre de R. Raymond de la Banque de France du 29 mars 1974 montre que certains membres du comité refusent de transmettre les informations compilées depuis la BRI a des organismes autres que bancaires. « Cependant, si nous comprenons parfaitement le souci de l'O.C.D.E. d'avoir connaissance de l'endettement croissant du tiers-monde, nous estimons que des renseignements par pays emprunteurs ne sauraient être confiés qu'à des institutions purement bancaires, la plus grande discrétion devant être la règle dans ce domaine. Nous formulons par conséquent les plus expresses réserves quant à l'opportunité de transmettre à l'O.C.D.E. des statistiques regroupées par nos Services », BISA [1/3a(3)], 1973-1974

récurrentes qui s'installe en 1973 et dont l'épisode le plus emblématique est la faillite de la banque allemande Herstatt, en 1974, qui déclenche une panique bancaire internationale (Mourlon-Druol, 2015; Schenk, 2014). Alors que le Comité Permanent des Euro-monnaies, fondé en 1971, a des visées macro-économiques, c'est-à-dire visant à assurer la stabilité du système financier et des Euromarchés dans leur ensemble, le Comité de Bâle, lui, se focalise sur une approche micro-prudentielle qui vise à assurer la stabilité du système financier en édictant des recommandations sur la tenue des comptes par les banques au niveau individuel. L'un cherche à promouvoir des politiques de portée générale, le second favorise une approche d'harmonisation des pratiques comptables au niveau des banques pour prévenir les faillites. Le Comité de Bâle est aujourd'hui reconnu comme une institution majeure de la régulation financière mondiale : au sein de l'Union Européenne, par exemple, les règles édictées par le Comité sont intégrées à la législation européenne.

Direction Générale
des
Services Etrangers

12 octobre 1962

RÉUNION DU GROUPE D'EXPERTS DES BANQUES CENTRALES
SUR L'EURO-DOLLAR A BALE DU 6 AU 8 OCTOBRE 1962

Présidé par le Dr Milton GILBERT, Conseiller Economique, Chef du département monétaire et économique de la B.R.I.,

le groupe comprenait 21 participants représentant 10 pays et la B.R.I.:

ALLEMAGNE

K.J. WAGNER - Bankoberrat

Dr. Ronald WOLF - Bankoberrat

BELGIQUE

E. LECRIQUE
Chef du Département Etranger

CANADA

W.E. SCOTT
Executive Assistant to the Governors

FRANCE

G. LEPORT - Inspecteur
Direction Générale des Serv. Etrangers

R. FLOC'H - Chef Cambiste
Direction Générale des Serv. Etrangers

GRANDE-BRETAGNE

L.P. THOMPSON-McCAUSLAND
Adviser to the Governors

R.A.C. BRIDGE
Deputy Chief Cashier

W.J. HAWKINS
Assistant, Balance of Payments Office

BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX

D.H. MACDONALD - Manager
Banking Department

assisté de :

F.G. CONOLLY
Manager

Dr. A. RAINONI
Assistant Manager

} Monetary and Economic Department

ITALIE

Emilio RANALLI
Central Director

Rinaldo OSSOLA
Representative, Banca d'Italia, Paris

PAYS-BAS

C. de BACK
Deputy Director

P.C. TIMMERMAN
Principal, Foreign Department

SUEDE

Gunnar AKERMALM
Manager

SUISSE

E. COLOMBO
Direktor

U.S.A.

Samuel I. KATZ
Associate Adviser, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington

Fred H. KLOPSTOCK
Manager, Research Department
Federal Reserve Bank of New-York

David P. EASTBURN
Vice President
Federal Reserve Bank of Philadelphia

Figure 5 : liste des représentants invités à la réunion organisée par la BRI concernant l'Eurodollar le 12 octobre 1962

2. L'ambition savante et régulatoire des banquiers centraux en temps de crise

2.1. Une entreprise comptable aux objectifs flous

Dans le cadre des investigations du comité, la comptabilité doit permettre un usage savant des nombres produits – c'est à dire permettre de mieux comprendre le phénomène des Eurodevises[68] – ainsi qu'un usage en termes de régulation – les nombres doivent pouvoir servir de support à une action potentiellement coordonnée-. En termes de régulation, il s'agit par la comptabilité de permettre aux banques centrales de : « connaître aussi bien que possible les mouvements de capitaux à court terme ; s'efforcer de les prévoir ; et, dans la mesure où les circonstances leur paraîtraient le rendre nécessaire et réalisable, les compenser ou en atténuer les effets éventuellement dommageables ». [69]

Pourtant, bien que les experts du comité de l'Eurodollar soient d'accord dès le début du processus pour mobiliser des chiffres, les buts précis de l'enquête statistique restent longtemps flous. Les premiers questionnements que ces derniers se posent lors de la préparation de la première réunion du 6 au 8 octobre 1962 montrent l'étendue des questionnements en jeu :

> « Dans la mesure où il résulte du jeu de la concurrence et où il rend service à la fois aux prêteurs et aux emprunteurs, il semble que le marché de l'Euro-dollar soit une création utile. Mais ce marché ne présente-t-il pas en contrepartie des désavantages et des dangers ?
>
> Son existence n'a-t-elle pas contrarié la politique monétaire pratiquée dans aucun pays ? Qu'adviendrait-il si le dollar manifestait une tendance à faiblir ou à se raréfier ?
>
> Une crise de liquidité menace-t-elle le marché de l'Euro-dollar ? Dans quelles circonstances pourrait-elle se produire ? Quelle serait alors l'attitude de la banque centrale envers les banques commerciales en difficulté sur son marché ?
>
> Quels effets les opérations en Euro-dollars ont elles sur les marchés des changes à terme (et inversement) et quelles influences agissent sur les taux de l'Euro-dollar ?

---

[68] Des économistes intègrent les rangs du comité et les institutions telles que le FMI ou la BRI sont épaulées par des départements d'économie.

[69] Le rapport intitulé « Cooperation Entre Banques Centrales – Comité des Experts de Bâle – Rapport definitif – Les mouvements internationaux de capitaux à court terme depuis le 1er janvier 1960 et le marché de l'Eurodollar », n'est pas daté et est inclus dans une chemise papier portant la mention Rapport « comité des experts de Bâle – BRI », BdF_1495200501_578.

Les transactions sur Euro-dollars provoquent-elles des erreurs d'interprétation en matière de balances des paiements et de réserves de change ?

Est-il bon que les banques centrales s'abstiennent de surveiller ou de contrôler le marché de l'Euro-dollar et les marchés semblables existant pour d'autres monnaies ?

Les banques centrales ne devraient-elles pas coordonner leurs efforts pour obtenir des informations comparables sur certains aspects des opérations portant sur l'Euro-dollar ? »[70] (p.2).

Ces questions sont posées par les banquiers centraux dans le contexte de la reprise progressive de la circulation internationale des capitaux[71]. A travers les Euromarchés émergent de nouvelles modalités d'interdépendance entre les banques du monde capitaliste : alors qu'elles déploient principalement leurs activités au sein d'économies nationales, les banques s'investissent dans de nouvelles activités financières internationales qui les rendent de plus en plus interdépendantes. Cette interdépendance des banques au sein des Euromarchés, qu'il s'agit encore pour les experts d'expliciter, suscite les craintes exprimées ci-dessus.

En outre, les banquiers centraux réunis à Bâle ne voient pas toutes les activités financières du même œil : celles destinées à financer le commerce international ont l'assentiment de tous ; celles à visée purement financière, suscitent des réticences. Les Euromarchés brouillent cette dichotomie : servant dans certains cas à financer des opérations commerciales – ce qui est d'un ordre parfaitement légitime pour l'époque -, ils peuvent, dans un même temps, nourrir des visées spéculatives. Cette imbrication entre transactions légitimes et moins légitimes pousse les banquiers centraux à essayer de distinguer si « ce marché ne présente-t-il pas en contrepartie des désavantages et des dangers ? ». En effet, si l'Euromarché permet le financement du commerce qui s'internationalise il risque, dans le même temps, de permettre aux banques de contourner les mesures nationales de politique monétaire.

---

[70] « Questions qui pourraient être discutées lors de la réunion qui aura lieu à Bâle, du 6-8 octobre 1962 et sera consacrée à l'étude du marché de l'euro-dollar », Milton Gilbert, BRI., non-daté, BdF_1495200501_578

[71] La libéralisation des capitaux est en grande partie achevée en 1958 dans économies avancées du monde capitaliste. Il s'agit de la décision de passer d'un régime restrictif, où les flux de capitaux ne circulent pas librement, à un régime permissif où les flux de capitaux peuvent circuler librement d'un pays à un autre. Ce mouvement de libéralisation des capitaux se fait progressivement : dans un premier temps ce sont les transactions commerciales qui sont généralement libérées puis les transactions à visée purement financière. Ce processus s'accompagne, en temps de crise notamment, de périodes de réversibilité où les contrôles sont parfois rétablis. Malgré la volonté de libéralisation, les politiques financières des années 1960 se caractérisent encore par leur frilosité à l'égard de la circulation du « hot money », les mouvements spéculatifs à court terme.

Les objectifs potentiels apparaissent, selon les acteurs et les périodes aussi divers que la définition comptable la plus précise possible des cadres du marché (acteurs, transactions, flux, temporalités, risque, entre autres), l'observation des effets de la libéralisation des mouvements de capitaux (les statistiques produites par le comité couvrent parfois plus que l'Euromarché), la mise en place d'une centrale des risques internationales (à partir du moment où émerge la problématique du risque systémique), la surveillance accrue des systèmes bancaires, la définition de catégories juridiques potentiellement contraignantes, l'harmonisation des catégories bancaires, entre autres. Selon que le marché traverse des crises ou des phases d'accalmie, que certains acteurs du comité ou que des acteurs externes - tels que la presse ou les banquiers - formulent certaines exigences ou doutes, les objectifs de l'enquête statistique peuvent se voir modifiés (cf. chapitre II). Les fins sont susceptibles de changement durant tout le processus mais le moyen reste le même : l'usage de la comptabilité.

2.2. Une occasion nouvelle de coopération entre banques centrales

L'enquête statistique doit permettre de répondre aux questions posées ci-dessus concernant les apports et les dangers du marché. Cependant, retenir un spectre d'investigation aussi large soulève des problèmes pratiques pour le comité et la BRI. En effet, le comité met en place une coopération statistique volontaire et non un cadre contraignant d'échange d'informations. L'exercice revêt donc à la fois une dimension diplomatique et technique : la BRI est un forum, voire un club, de banques centrales et d'experts financiers. La question des objectifs de l'enquête est donc une problématique épineuse qui donne lieu, dans certains cas, à des débats et, dans d'autres, à des dissimulations. La méfiance côtoie parfois la cordialité dans l'entresoi des réunions de la BRI et le principe de réciprocité des échanges d'information devient, dès 1963, une des chevilles nécessaires de la coopération.

Seung Woo Kim (2019), dans ses travaux sur l'histoire du comité de l'Euro-dollar, souligne, par exemple, les résistances de la Banque d'Angleterre à l'heure de communiquer des informations sur la place financière de Londres. Ce refus est motivé, selon Kim, par la volonté de la Banque d'Angleterre d'entraver toute régulation depuis la BRI du marché des Eurodevises. En effet, ce dernier constituerait une opportunité unique pour la place de Londres de regagner le statut de première place financière mondiale face à la concurrence de celle de New York. S'il est vrai que la Banque d'Angleterre résiste, dans un premier temps, à l'idée de communiquer des données qui permettraient au comité de compléter les tableaux comptables qui doivent donner à voir le marché ; il apparaît par la suite que ses intérêts ne sont pas figés. Inquiète, à la fin de l'année 1963 des premiers défauts qui ébranlent les Euromarchés, elle coopère plus volontiers dans la compilation de données et appelle une intervention coordonnée depuis la BRI (cf. chapitre II). C'est par une politique coordonnée de communication sur le marché depuis le comité que se structure alors la régulation non-contraignante des Euromarchés.

2.3. Du projet descriptif à l'ambition régulatoire

Le chapitre se centrera principalement sur les travaux réalisés par le comité entre sa formation, en octobre 1962 et la publication du 2ème rapport annuel de la BRI où les Euromarchés sont abordés en juin 1965. Cela implique de s'intéresser aux 3 premières réunions du comité (6-8 octobre 1962 ; 9 novembre 1963 ; 6-7 juillet 1964) ainsi qu'aux travaux préparatoires et intermédiaires mobilisés par les acteurs de ce dernier. Les archives de la DGSE sur le comité permettent de retracer les grandes problématiques abordées par celui-ci durant cette période ; elles se tarissent cependant à partir de 1965 et la publication du rapport annuel. Celles de la Banque des Règlements Internationaux sont trop parcellaires pour permettre de retracer les débats.

Les travaux du comité ne suivent pas de perspective linéaire, leurs objectifs changent constamment et débordent parfois la question des Euromarchés pour concerner l'ensemble des flux financiers internationaux. Les travaux du comité s'insèrent dans un premier temps dans la continuité des travaux antérieurs menés par la FED de New York (rapport Klopstock & Holmes de 1960), le FMI (rapport Altman de 1961) et de la BRI (rapport des experts de change de 1961). Alors que les rapports Klopstock & Holmes et Altman cherchent à décrire le phénomène émergent des Euromonnaies et s'intéressent notamment à la mesure de la taille du marché, les travaux de la BRI soulèvent rapidement des questions régulatoires.

Le comité s'intéresse dans un premier temps à la question de la définition la plus précise possible de son objet : il tâche d'expliciter quels sont les acteurs des Euromarchés, ce qui distingue les transactions en Eurodevises des autres transactions financières internationales, quels sont les pays qui canalisent le plus de transactions et quels sont les impacts que le marché peut avoir sur les politiques monétaires des pays concernés. L'une des questions posées au début du processus d'explicitation par Milton Gilbert, économiste en chef de la BRI, montre que dans un premier temps, les banquiers centraux s'interrogent sur l'opportunité d'intervenir sur le marché : « Est-il bon que les banques centrales s'abstiennent de surveiller ou de contrôler le marché de l'Euro-dollar et les marchés semblables existant pour d'autres monnaies ? »[72]. On observe cependant une période pivot où l'ambition descriptive des Euromarchés cède place à un projet régulatoire : il s'agit de la fin de 1963, lorsque éclate ce que les banquiers centraux considèrent comme la première crise du marché. Les discussions s'élargissent alors à la problématique du risque systémique, à la surveillance accrue des systèmes bancaires et aux moyens potentiels d'intervention des banques centrales.

[72] « Questions qui pourraient être discutées lors de la réunion qui aura lieu à Bâle, du 6-8 octobre 1962 et sera consacrée à l'étude du marché de l'euro-dollar », Milton Gilbert, B.R.I., non-daté, BdF_1495200501_578

2.4. Une ambition régulatoire issue d'un contexte de crise

L'année 1963 voit les premiers défauts sur les Euromarchés. Le marché est ébranlé sur une période de 18 mois par quatre défauts. Trois d'entre eux, Hugo Stinnes, Allied Crude et Ira Haupt ainsi que Sanyo Steel ont un véritable retentissement dans la presse. Le quatrième défaut est longtemps tenu secret par les acteurs qu'il concerne ; il s'agit de l'affaire Dupont de Nemours. Ces défauts soulignent pour les banquiers centraux la complexité des relations nouées par les banques sur les Euromarchés.

La faillite de la banque d'Allemagne de l'Ouest, Hugo Stinnes, a lieu en octobre 1963, à cause de l'incapacité de cette dernière à rembourser un dépôt en Eurodollars[73]. Cette faillite fait craindre un risque international de réactions en chaîne parce que la banque entretient des relations avec des banques du monde entier. Les craintes affectent même des banques qui n'entretiennent pas de lien direct avec la banque Hugo Stinnes. C'est par exemple le cas de la banque suisse Julius Bär : une autre banque, la banque Hollandsche Bank Unie (HBU), dans un communiqué à ses succursales, dresse un parallèle entre la faillite Hugo Stinnes et des difficultés qu'aurait rencontré la banque Julius Bär. L'information circule rapidement et la banque Julius Bär doit faire face à une panique bancaire[74]. L'affaire se termine devant les tribunaux, ce qui en amplifie la couverture médiatique.

La Banque de France scrute de près la situation des Euromarchés. Elle s'informe par l'intermédiaire de la presse mais est aussi tenue au courant par les banques françaises qui ont subi des pertes[75]. On apprend, par exemple, par ce dernier biais que certaines banques françaises ont maintenu leurs relations avec la banque Hugo Stinnes sur la base de faux renseignements donnés par une banque allemande, la Dresner Bank, qui alors qu'elle prenait soin de traiter exclusivement sur « bases couvertes » - c'est à dire qu'elle ne faisait que des avances garanties qui n'étaient pas exposées à des pertes - continuait à fournir aux banques françaises des avis positifs sur la position d'Hugo Stinnes[76]. Les pertes des banques françaises sont parfois conséquentes ; la banque de l'Union Européenne Industrielle et Financière (UEIF) perd l'équivalent de 2 850 000 dollars[77].

---

[73] "Squeeze on in Eurodollar Market as End-of-Year Demand Builds Up", *The New York Times*, édition internationale, 20 décembre 1963. BdF_1495200501_576.

[74] « Une banque suisse intente un procès à une banque néerlandaise », *Journal de Genève*, 5 décembre 1963. BdF_1495200501_576.

[75] Les entretiens avec les banques qui ont subi des pertes à l'occasion de la faillite d'Hugo Stinnes ont parfois lieu à la demande de la Banque de France ou à l'initiative des banquiers eux-mêmes.

[76] Note intitulée « Défaillance de la banque Hugo Stinnes », Marcel Théron, Direction Générale des Services Etrangers, 19 décembre 1963. BdF_1495200501_576.

[77] Note intitulé « Défaillance de la banque Hugo Stinnes (visite de M. Jacques de Dumast, Sous-Directeur Union Européenne Industrielle et Financière) », Julien Koszul, Direction Générale des Services Etrangers, 4 décembre 1963. BdF_1495200501_576

L'affaire Stinnes libère en partie la parole sur les pratiques des Euromarchés : Hermann Abs, le dirigeant de la Deutsche Bank d'Allemagne de l'Ouest, dénonce par exemple dans la presse les pratiques risquées qui auraient cours sur le marché[78]. Un article du *Frankfurter Allegemeine Zeitung*, intitulé « Le marché de l'Eurodollar et ses dangers » du 16 novembre 1963 souligne, lui aussi, par exemple :

> « L'Euro-dollar est actuellement sur toutes les lèvres […]. Ce qui caractérise le marché de l'Eurodollar c'est que personne ne sait d'où l'argent vient et où il va.
>
> La récente faillite de STINNES, qui était engagée sur le marché de l'Euro-dollar et à cause de laquelle plusieurs établissements de crédit étrangers ont été mis dans l'embarras, donne une petite idée des dangers qui pèsent sur ce marché.
>
> Si la liquidité d'un emprunteur en Euro-dollars devenait aujourd'hui insuffisante, cela pourrait déclencher une réaction en chaîne »[79].

L'affaire Allied Crude et Ira Haupt est parfois surnommée par la presse le scandale de l'huile alimentaire ou de l'huile de soja, elle suit de près l'affaire Hugo Stinnes. L'Allied Crude Vegetable Oil Refining Corporation (Allied Crude) est une entreprise spécialisée dans le commerce d'huile alimentaire. Afin de financer son activité, elle a recours à des *brockers*, comme Ira Haupt, spécialisée dans les opérations sur valeurs mobilières et dans le courtage de matières premières. Ira Haupt finance à son tour ses propres activités en ayant recours aux Euromarchés et emprunte auprès de banques américaines[80] et anglaises[81] notamment. Le directeur de l'Allied Crude, Anthony De Angelis, organise une escroquerie de grande envergure : il spécule sur les cours de l'huile de soja et ne stocke pas dans les faits, au sein de ses entrepôts de Bayonne, dans le New Jersey, les quantités d'huile qu'il doit par la suite faire livrer à ses clients. Lorsque l'escroquerie est révélée, Ira Haupt, l'un des financeurs principaux de l'activité de l'Allied Crude, voit son activité suspendue à cause de l'étendue de ses pertes et fait craindre une réaction en chaîne sur les Euromarchés. En outre, l'affaire fait grand bruit parce qu'elle implique

---

[78] "Squeeze on in Eurodollar Market as End-of-Year Demand Builds Up", *The New York Times*, édition internationale, 20 décembre 1963. BdF_1495200501_576.

[79]« Le marché de l'Eurodollar et ses dangers », *Frankfurter Allegemeine Zeitung*, 16 novembre 1963, traduction des services de la Banque de France. BdF_1495200501_576.

[80] Note d'information intitulée « Scandale financier à la bourse de New York et sur le marché des huiles fluides alimentaires », Attaché Financier de l'ambassade de France aux Etats-Unis, 6 décembre 1963. BdF_1495200501_576

[81] « London Banks Lent $5,5 Million to Ira Haupt », *Financial Times*, 6 décembre 1963. BdF_1495200501_576

aussi une filiale de l'American Express Company (Amex) spécialisée dans le stockage. Amex couvre la responsabilité de sa filiale et son action perd la moitié de sa valeur sur les marchés financiers[82].

L'affaire Sanyo Special Steel concerne la firme industrielle éponyme et a lieu en 1965. L'entreprise sidérurgique japonaise a emprunté sur les Euromarchés des sommes, environ 11 millions de dollars, qu'elle n'est pas en mesure de rembourser[83]. Les dépôts sont cependant garantis par des banques japonaises qui se portent garantes des sommes empruntées.

L'affaire Dupont de Nemours n'a pas de retentissement dans la presse grâce à la volonté de la famille Dupont de Nemours de préserver sa réputation. Un membre de cette famille se porte caution des prêts contractés par Samuel Bronston et se trouve dans l'incapacité de faire face à ses promesses après la faillite de ce dernier. S. Bronston est à l'époque un réalisateur connu à Hollywood pour ses films monumentaux. Il a réalisé, entre autres, *John Paul Jones* (1959), *King of Kings* (1961), *El Cid* (1961), *55 Days at Peking* (1963) et *The Fall of the Roman Empire* (1964). L'affaire agace particulièrement la Banque de France parce que les dépôts accordés par la banque Worms & Compagnie à Samuel Bronston ont lieu juste après la diffusion de la lettre circulaire du 6 décembre 1963. Cette dernière avertit les intermédiaires agréés, c'est à dire les banques autorisées à entretenir des relations avec l'étranger, « sur les risques sérieux que présentent les prêts en devises « à des entreprises installées à l'étranger sur lesquelles les banques ne possèdent pas toujours des informations suffisantes » »[84].

Ces quatre affaires se succèdent en moins de 18 mois et inquiètent les banquiers centraux réunis à la BRI ; ces derniers mettent en place une politique de communication inédite à l'échelle internationale pour répondre à ce qu'ils perçoivent comme une crise potentielle. Le chapitre II montre l'émergence de ce répertoire d'action nouveau pour les banques centrales. Le présent chapitre s'attache, lui, à expliciter le processus de qualification autour des Euromarchés avant la mise en place de cette politique coordonnée de communication.

---

[82] Le dossier BdF_1495200501_576 conserve les traces des échanges entre la Banque de France et les cadres dirigeants d'Amex. De nombreux articles sont compilés et plusieurs visites sont organisées. Ces visites ont pour but de rassurer la Banque de France sur les capacités financières de l'entreprise et notamment de sa filiale française. Les pertes subies par l'entreprise ne doivent pas avoir d'impact sur les réserves françaises.

[83] « Les créanciers étrangers de la Sanyo Special Steel vont être remboursés », *AGEFI*, 9 avril 1965.

[84] Note intitulée « Créance de la banque Worms et Cie sur M. Pierre S. Dupont de Nemours », Marcel Théron, Direction Générale des Services Etrangers, 26 juillet 1965.

II. Qualifier les Euromarchés

La seconde partie du chapitre s'intéresse au processus de qualification du phénomène des Eurodevises en marché. Elle montre que les banquiers centraux ne prennent rien pour acquis dans leur tentative de donner un sens au phénomène qu'ils étudient. Ils tâchent de mesurer plusieurs variables – les taux d'intérêt et la taille du marché notamment – pour donner à voir l'Euromarché et parvenir à une définition provisoire. Face à ce foisonnement des modalités de mesure possibles, le comité décide d'avoir recours à une méthode de rétroingénierie comptable. En combinant des approches graphiques et comptables, les banquiers centraux retiennent une définition du marché lâche et amendable en fonction des statistiques dont ils disposent. La définition retenue par le comité est centrée sur le phénomène des Eurodollars, elle sert par extension à la définition de toutes les Eurodevises. Ce processus de qualification par rétro-ingénierie aboutit à favoriser une définition basée sur les concepts de devise, de résidence et de maturité[85]. Nous verrons que théorie économique, supervision bancaire et représentations comptables s'influencent mutuellement. En effet, dans un mouvement constant d'aller-retour, les banquiers centraux définissent le marché en fonction des statistiques dont ils disposent et, de manière dynamique, réforment leurs statistiques en fonction de cette définition.

1. La définition du marché par les taux d'intérêt ou la résidence

1.1. Définir les Euromarchés : la rétro-ingénierie comptable

Les experts du comité de l'eurodollar commencent leurs investigations par la question de la définition du marché. Les banquiers réunis à la BRI s'interrogent tout d'abord sur la possibilité que les transactions en Eurodevises, et notamment en Eurodollars, puissent constituer un marché à part entière. C'est ce que suggèrent les occurrences où le terme marché est placé entre guillemets :

> « Les définitions proposées concernent le marché de l'Euro-dollar mais n'apportent que peu de lumière sur la nature même de l'Euro-dollar, notion à vrai dire difficile à saisir. On s'accorde généralement à définir le « marché » de l'Euro-dollar comme un « marché » de dépôts à court terme en dollars fonctionnant entre banques situées hors des Etats-Unis »[86].

[85] La maturité est la durée totale d'un placement.

[86] « Projet de réponses aux questions qui ont été posées en vue de la réunion de Bâle sur le marché de l'Euro dollar », DGSE, 27 septembre 1962, Archives de la Banque de France, nº bordereau 1495200501, boîte 578.

Les banquiers réunis à la BRI s'interrogent durant les premières réunions du comité en 1962 sur la nature de l'Eurodollar et des Eurodevises et ne prennent rien pour acquis. Chaque opération comptable réalisée par le comité est une tentative de donner un sens au phénomène des Eurodevises pour pouvoir agir. Pour expliciter le phénomène, les experts du comité mettent en place plusieurs modalités de mesure : ils en mesurent la taille, les taux d'intérêts, la répartition géographique et tâchent de comprendre les risques qui pèsent sur le marché. En mesurant différentes composantes, les banquiers réunis à la BRI acquièrent différentes convictions concernant les Euromarchés. La taille du marché justifie la non-réversibilité du phénomène, les taux d'intérêts convergents marquent l'interdépendance nouvelle des marchés financiers internationaux, la structure en chaîne des transactions – qualifiée à l'époque de « pyramidale » - soulève des questions sur la possibilité de réactions en chaîne, entre autres.

Face à ce foisonnement des modalités de mesure possibles le comité décide d'avoir recours à une méthode de rétroingénierie comptable. Il s'agit de partir des données les plus faciles à mobiliser pour parvenir à une définition du marché économe en ressources administratives et ménageant les réticences des membres du comité à partager les données nationales en leur possession :

> « Pour en revenir aux débats d'hier sur les définitions possibles de l'Euro-dollar, ils nous ont prouvé qu'une telle définition est extrêmement difficile à formuler parce que le vocable Euro-dollar recouvre des notions très différentes.
>
> A notre avis, il est vain de tenter d'atteindre la meilleure définition dans l'absolu, et il nous paraît plus pratique d'essayer de rechercher à partir de quelle définition de l'Euro-dollar les données statistiques en possession de chacune des banques centrales pourraient le plus aisément être exploitées. A ce point de vue, une première approximation pourrait être obtenue en partant de la définition proposée par Mr. Macdonald, c'est-à-dire : les avoirs en dollars de toutes origines détenus chez les banques commerciales hors des Etats-Unis. »[87]

La définition retenue par le comité est centrée sur le phénomène des Eurodollars, elle sert cependant de base à la définition de toutes les Eurodevises puisque les projets de tableaux comptables retenus à l'issue de la première réunion du comité en 1962 incluent le dollar, la livre sterling, le franc

[87] Document du 7 octobre 1962 distribué en séance reprenant l'intervention de la Banque de France du jour précédent, Annexe III, 7 octobre 1962. BdF_1495200501_578

suisse, le florin, le deutsche mark, le franc français[88]. Aussi, c'est en fonction des données comptables disponibles dans le cas du dollar qu'est construit tout l'édifice comptable concernant les Euromarchés[89].

Les outils comptables sont une tentative de donner sens à un phénomène qui ressemble à un marché. Les modalités de mesure peuvent donner lieu à autant de définitions différentes du marché des Eurodevises. C'est ce que s'attachent à montrer les parties suivantes du chapitre.

Des correspondent balances aux avoirs en devise étrangère

Les fonds qui sont mis en circulation de façon de plus en plus systématique - sur ce qui devient par la suite les Euromarchés - proviennent d'une catégorie comptable, les *correspondent balances* aussi appelés *interbank balances*. Ces derniers sont maintenus traditionnellement entre les banques pour faciliter les paiements entre elles. Les *correspondent balances* sont un moyen pour les banques de faciliter la compensation de paiements ; c'est une opération que l'on qualifie de nos jours de *clearing*. Ces lignes de comptes sont maintenues entre deux banques distinctes, domestiques ou internationales, afin d'éviter de devoir traiter individuellement chaque transaction réalisée par leurs clients par leur intermédiaire. Par exemple, une entreprise A possédant un compte en francs auprès d'une banque française peut opérer à travers une banque anglaise afin de régler en livres sterling des importations qu'elle acquises auprès d'un fournisseur britannique. Ce type de règlements pouvant potentiellement avoir lieu à de très nombreuses reprises par l'intermédiaire de ces banques, elles maintiennent entre elles des lignes comptables ouvertes qui évitent de traiter les opérations de manière individuelle et de réaliser de trop nombreux transferts de fonds. Ces *correspondent balances* sont donc soit des stocks alimentés par une banque X chez une banque Y, soit une ligne de crédit ouverte par une banque X auprès d'une banque Y. Ces lignes fonctionnement comme un compte courant, elles peuvent être débitrices ou créditrices selon les accords et les habitudes entre les deux banques. Une banque s'appuie sur ses correspondants pour se créer un véritable réseau de paiements. Ce réseau entre banques est traduit comptablement par des livres de comptes *nostri, vostri* et *lori.* Ce sont des mécanismes bilatéraux assez statiques (les modalités des accords sont inscrites dans le temps et non pas à court terme). Dans la pratique, certains de ces stocks sont utilisés activement pour réaliser des paiements, certains sont peu utilisés, d'autres ne sont que des cartes de visite entre banques et le signe des relations qu'elles peuvent entretenir. Ces fonds sont donc peu mouvants : les correspondent balances ne communiquent pas entre eux, ils incarnent des relations bilatérales entre institutions bancaires, comme une sorte de ligne téléphonique financière tendue entre deux banques.

Les *correspondent balances* internationaux sont par le suite mis en mouvement, c'est à dire qu'ils passent de lignes de crédit ouvertes mais potentiellement non utilisées - George Bolton (1966) parle d'ailleurs à leur égard de « *idle currency ressources* » - au statut de ressource financière activement mobilisée et mise en circulation. À un système de relations bancaires statiques et inscrites dans la durée, c'est à dire un réseau de correspondants interbancaire, principalement maintenu

---

[88] Note intitulée « *Réunion du groupe d'experts des banques centrales sur l'euro-dollar à Bâle du 6 au 8 octobre 1962 »*, G. Lefort (Inspecteur) & R. Floc'h (Chef cambiste), DGSE, 12 octobre 1962.

[89] Cf. la section III.3.a du présent chapitre avec la « méthode italienne » de mesure des Euromarchés, basée sur le recoupement entre statistiques nationales et statistiques américaines.

en vue de faciliter la compensation entre les banques, ont été surajoutées des pratiques de dêpôts – c'est à dire, dans les pratiques initiales, des transactions à plus ou moins court terme en devises portant intérêt -. Ces correspondent balances ont été mis en mouvement à deux reprises: la première a lieu dans l'Entre-deux-guerres, la deuxième, à partir de la fin des années 1940 et le début des années 1950 (Schenk, 1998). C'est cette mise en mouvement de plus en plus systématique des fonds placés sur les *correspondent balances* et la mise en interconnexion des différents *correspondent balances* qui fait passer une pratique bancaire de relations bilatérales à un système s'appuyant sur un large réseau.

1.2. Du taux d'intérêt au concept de résidence

Nous avons vu que les experts du comité s'appuient sur les données qui se trouvent déjà en leur possession pour essayer de parvenir à une définition du marché qui permette une quantification du phénomène. Ce processus de qualification par rétro-ingénierie aboutit à favoriser une définition basée sur les concepts de devise, de résidence et de maturité[90]. Cette définition, provisoire lors des premiers débats autour du marché, sera celle mise en circulation par le comité à l'issue du processus de qualification[91]. Elle entre en concurrence avec une autre définition du marché, basée sur le taux d'intérêt. En effet, certains auteurs médiatiques, comme Paul Einzig [92] ou George Bolton [93], soulignent l'importance du taux d'intérêt dans leurs efforts de définition de l'eurodollar.

> « Les euros-dollars ne peuvent pas être définis avec précision car ils ne sont que des dollars dont la propriété change temporairement de mains à des taux d'intérêt supérieurs à ceux autorisés aux États-Unis. » (Bolton, 1966)

[90] La maturité est la durée totale d'un placement.

[91] Dans la presse, dans son rapport annuel et dans des articles tels que : Milton, Gilbert, *The Euro-currency market*, Bank for International Settlements, 1966

[92] Paul Einzig est à cette période un journaliste à la retraite du *Financial Times* réputé pour sa colonne *Lombard Street*. Cette dernière commentait l'actualité de la place financière londonienne. Einzig rédige pendant sa retraite plusieurs ouvrages remarqués sur les questions monétaires. Bien qu'il soit souvent cité par les historiens et les auteurs en *International Political Economy* comme une référence sur les Euromarchés, il est intéressant de noter que ses lecteurs à la Banque de France le considèrent plus comme un théoricien du marché qu'un auteur vraiment au fait des pratiques réelles sur le marché.

[93] George Bolton est un banquier de renom de la place de Londres. Il est considéré par Gary Burn (1999) et Ronen Palan & Christian Chavagneux (2012) comme l'un des pères fondateurs du marché puisqu'il développe considérablement les activités de la Bank of London and South America (BOLSA) dans le domaine des Eurodevises. Bien que l'influence de George Bolton sur la Banque d'Angleterre et ses pressions sur cette dernière pour favoriser le développement des marchés d'Eurodevises ne peuvent pas être entièrement responsables du développement du marché, il a été sans aucun doute l'un des fervents défenseurs des Euromarchés.

> « Le marché doit son existence au fait que les taux d'intérêt sur les dépôts en Euro-dollar sont hors du contrôle des autorités américaines et des banques américaines. […] C'est là que réside la principale signification théorique du nouveau dispositif » (Einzig, 1965)

Les taux d'intérêts sont la première mesure disponible concernant les Eurodevises (cf. sous-partie suivante). Dans le cas de l'eurodollar, comme le souligne la citation ci-dessus de Paul Einzig et selon les premières théories qui expliquent l'émergence du marché, les taux d'intérêt constituent même la raison d'être du marché. Ils sont donc, pour le Comité, une variable importante qui pourrait entrer en jeu dans la définition de celui-ci. C'est ce qui les pousse à s'interroger sur la qualité de leurs propres investissements sur le marché.

En effet, les banques centrales qui participent au Comité disposent de fonds qu'elles investissent plus ou moins directement sur le marché des Eurodevises. La DGSE s'interroge sur la qualité des investissements en dollars de la Banque de France à l'occasion des travaux préliminaires à la réunion du Comité d'octobre 1962. En effet, la banque centrale française conserve des réserves en dollars qu'elle tient à la disposition des banques françaises dans le cas où ces dernières auraient besoin de devises pour conduire leurs opérations. Le dollar est à l'époque la clef de voûte du système monétaire international et la principale monnaie de réserve ; il s'agit par ailleurs de la seule devise convertible en or. La DGSE s'interroge sur la nature de ses réserves en dollar :

> « nos dépôts à la French American Banking Corporation New-York ($12 millions) doivent-ils être déclarés ? Le taux de placement de ces dépôts est bien celui de l'Euro-dollar, mais, d'une part, ces dollars sont recensés par la Federal Reserve Bank of New-York au titre des « avoirs officiels français », d'autre part, puisqu'ils sont placés chez une banque américaine aux Etats-Unis, ils se situent hors de la définition de l'Euro-dollar retenue plus haut. En conséquence, nous proposons de ne pas les inclure dans nos déclarations [à la BRI]. […]
>
> Devrions-nous faire de même pour les dépôts de dollars que nous entretenons chez le Comptoir National d'Escompte de Paris, dépôts que nous savons être en fait placés par le C.N.E.P chez la French American Banking Corporation New-York ?
>
> Même question pour nos dépôts chez la Société Générale qui sont très probablement placés chez la Société Générale New-York. Ces deux catégories de dépôts (chez C.N.E.P et chez Société Générale) ne sont naturellement pas compris comme « avoirs officiels » dans le recensement de la Federal Reserve Bank mais on peut douter de leur appartenance

à la catégorie de l'Euro-dollar [points d'interrogations manuscrits et calculs en marge du paragraphe]» (p.4)[94]

Le document ci-dessous (figure 6) permet d'apprécier la structure des réserves de la Banque de France au 30 septembre 1962 (soir). Elle se répartit entre produits financiers, dépôts et réserves détenues en or. Le document permet de faire la distinction entre les différents produits financiers détenus par la banque centrale (Bons américains du Trésor [*US Treasury Bills*], bons de la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (BIRD), entre autres), la nature des dépôts et la résidence des banques où ces dépôts sont placés (la France, la BRI ou les Etats-Unis). Chaque montant est mis en relation avec les taux d'intérêts qu'il rapporte en moyenne.

[94] « Projet de réponses aux questions qui ont été posées en vue de la réunion de Bâle sur le marché de l'Euro dollar », DGSE, 27 septembre 1962, Archives de la Banque de France, nº bordereau 1495200501, boîte 578.

Section Cambiste

NOS PLACEMENTS EN DEVISES AU 30 SEPTEMBRE 1962 (Soir)

			Taux moyen de rendement
- EN DOLLARS E.U. (millions)			
U.S. Treasury bills	861,7		
Acceptations	30,-		
Certificats de dépôts négociables	10,-	901,7	2,89
Bons B.I.R.D.	3		
Obligations Crédit National	8,2	11,2	3,99
- DEPOTS CHEZ LES BANQUES FRANCAISES			
A VUE :			
Bank of America	13,-		
A TERME :			
Société Générale	11,5		
C.N.E.P.	13,-		
B.U.P.	8,-	41,5	
B.N.C.I.	8,5		
Worms	4,-		
B.P.P.B.	4,-		
Dreyfus	3,-		
Union des Mines	1,-	66,-	3,55
- DEPOTS A LA B.R.I.	50,-	50,-	3,16
- DEPOTS CHEZ LES BANQUES AMERICAINES			
French American Banking Corporation	12,-	12,-	3,67
Divers (cartes de visite)	5,9	5,9	-
TOTAL		1.046,8	2,95

Total de nos avoirs en devises convertibles (en position)		1.059,-
Pourcentage des avoirs placés		98,9 %
Total de nos avoirs en or (en position)		2.481,4
Pourcentage	$\frac{\text{Or}}{\text{Or + devises convertibles}}$	70,1

Figure 6 : structure des réserves de la Banque de France au 30 septembre 1962 (soir)

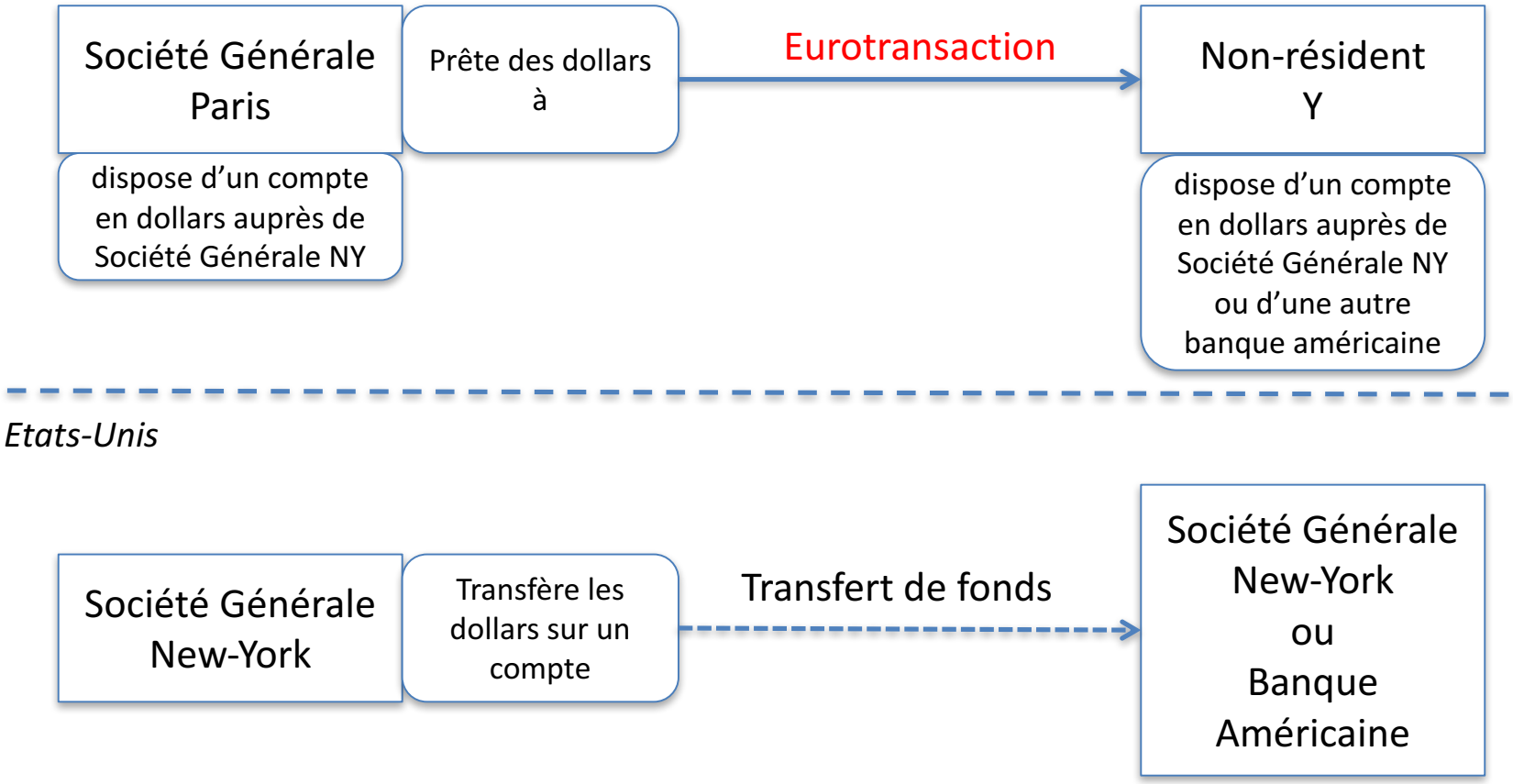
Les réserves en devises ne représentent que 29,9% des réserves totales, le reste correspondant aux réserves en or. Les réserves en dollars sont principalement détenues en bons du Trésor américain pour 82% du total en devises. Les 18% de réserves en devises restants (c'est à dire 5% du total des réserves) peuvent contenir, en puissance, des Eurodollars et ce d'autant plus que le taux moyen de rendement, 3,55% se rapproche de celui des Eurodollars pour la période (environ 3,7%[95]). C'est là ce qui préoccupe le rédacteur de la note.

Bien que marginales en termes de volume, ces réserves en devises sont problématiques pour la Banque de France. Le processus de qualification aboutit à la distinction entre les dépôts en Eurodevises, les dépôts au taux d'intérêt des Euromarchés et les dépôts conventionnels. A l'issue de ce processus, le taux d'intérêt est écarté comme élément de définition propre aux Euromarchés et c'est le concept de résidence qui est retenu comme variable significative. Les trois figures qui suivent illustrent les trois cas évoqués ci-dessus.

[95] C'est le taux approximatif que l'on peut lire pour le mois de septembre sur la courbe de taux à 3 mois de la place de Paris dans l' «Eurodollar Supplement to EM/BM» du 5 octobre 1962.

Figure 7 : cas d'Eurotransaction et fonctionnement de comptes miroirs

Cas nº 1 : la Société Générale Paris dépose ses dollars auprès d'un non-résident à partir des comptes en dollars dont elle dispose auprès de sa filiale américaine. (Eurotransaction)



"it should be re-emphasized that […] movement takes place only in accounting terminology" (rapport Oscar L. Altman, FMI, 1961)

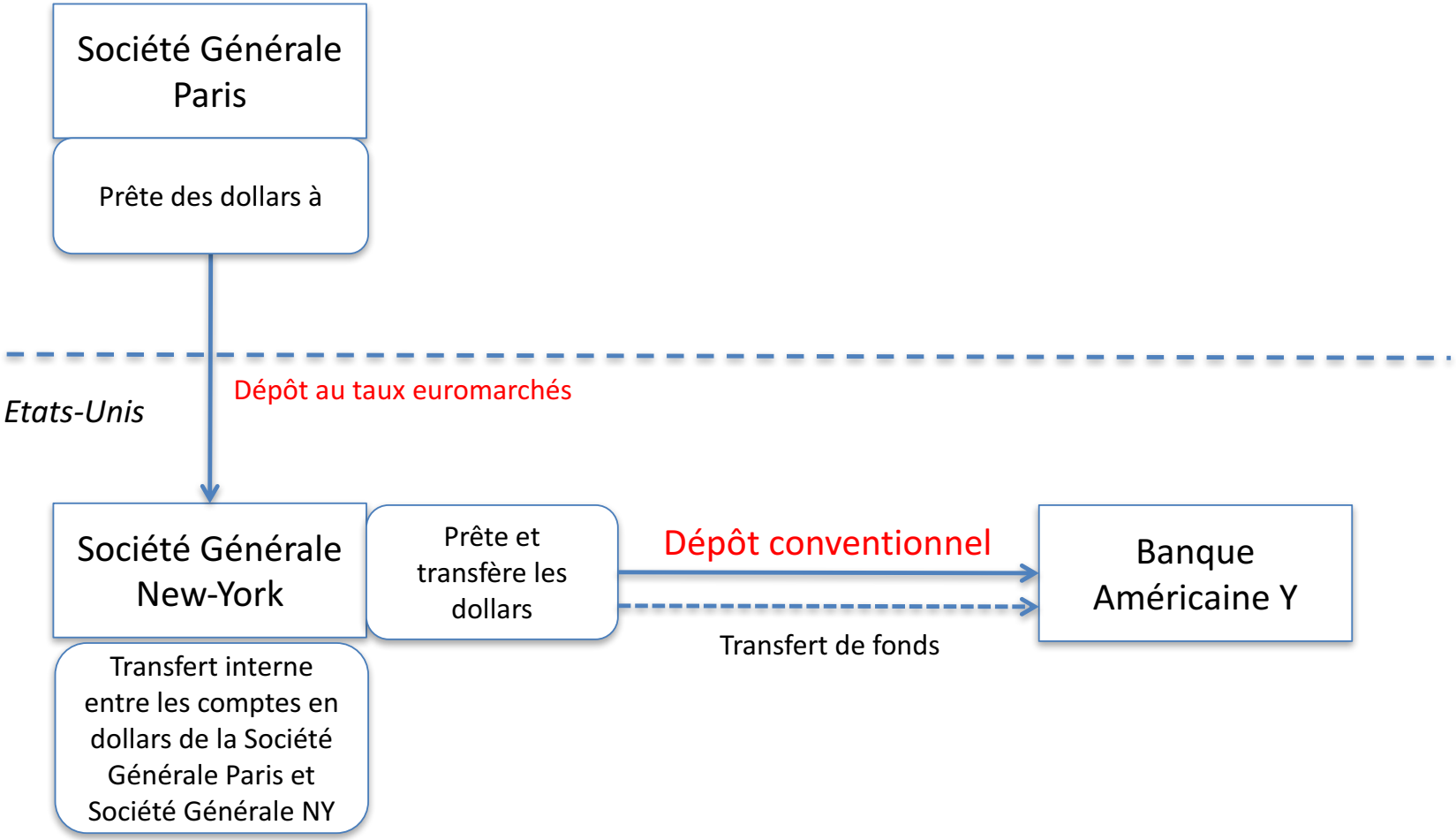
Le premier cas de figure est celui d'un dépôt en dollars réalisé entre non-résidents[96]. Il s'agit d'un dépôt en Eurodollars selon la définition retenue par le comité. Le système bancaire international est organisé autour du principe du *correspondent banking* et des comptes miroirs (cf. chapitre III). La principale implication de ces principes est que la monnaie scripturale ne quitte jamais le territoire où elle a cours. Pour réaliser une transaction en devises, les non-résidents doivent faire obligatoirement appel à une banque résidente. La figure 7 retrace la transaction qui a lieu entre la Société Générale (Paris) et un acteur bancaire non-résident Y. Elle est divisée en deux parties par une ligne discontinue qui représente la frontière entre les Etats-Unis et le reste du monde ; c'est cette frontière qui permet de représenter la notion de résidence. Les acteurs et les transactions qui se situent dans la partie haute de la figure sont non-résidents par rapport aux Etats-Unis, ceux situés en dessous sont résidents étatsuniens. Lorsque la Société Générale Paris réalise son dépôt auprès du non-résident Y, elle fait appel à la Société Générale New York, chez qui elle a un compte en dollars, qui transfère ces dollars vers la banque américaine où le non-résident Y dispose d'un compte. Les dollars ainsi transférés ne quittent pas le territoire américain. Pour suivre l'état de ses comptes aux Etats-Unis, la Société Générale Paris dispose d'un livre comptable où elle enregistre ses transactions avec l'étranger, il s'agit du compte *nostro* (« notre compte » en italien) ; il en va de même du non-résident Y. La Société Générale New York, pour suivre l'état des comptes de ses correspondants, alimente pour sa part un compte *vostro* (« votre compte » en italien), parfois nommé compte *loro* (« leur » compte en italien). Les transactions en Eurodevises impliquent donc des transferts de fonds en miroir : la devise employée ne quitte à aucun moment son territoire national mais transite entre des comptes entretenus par des non-résidents auprès de banques résidentes. C'est le concept de résidence qui constitue la pierre d'achoppement du marché des Eurodevises à partir du moment où les autorités réunies à la BRI le reconnaissent comme élément de définition du marché.

Le deuxième cas de figure est celui d'un dépôt réalisé aux taux des Euromarchés puis d'un dépôt réalisé entre résidents américains. Aucun des deux dépôts ne constitue, selon les définitions retenues à la BRI, un dépôt en Eurodevises. Le premier dépôt, réalisé entre la Société Générale Paris et la Société Générale New-York est un dépôt en dollars entre un non-résident et un résident américain. Selon le critère de résidence il ne s'agit donc pas d'un dépôt en Eurodollars. En revanche, il est réalisé au taux des Euromarchés, ce qui, dans un premier temps, pourrait être le signe d'un dépôt en Eurodevises. Nous avons cependant vu que le taux d'intérêt n'a pas été retenu comme élément de définition du marché. Le second dépôt est, lui, un dépôt conventionnel puisqu'il a lieu entre deux résidents américains.

[96] Sont non-résidents des acteurs qui utilisent une monnaie qui n'est pas celle de leur pays de résidence pour réaliser un dépôt.

Figure 8 : cas de dépôt aux taux des Euromarchés auprès d'une filiale américaine et de dépôt conventionnel

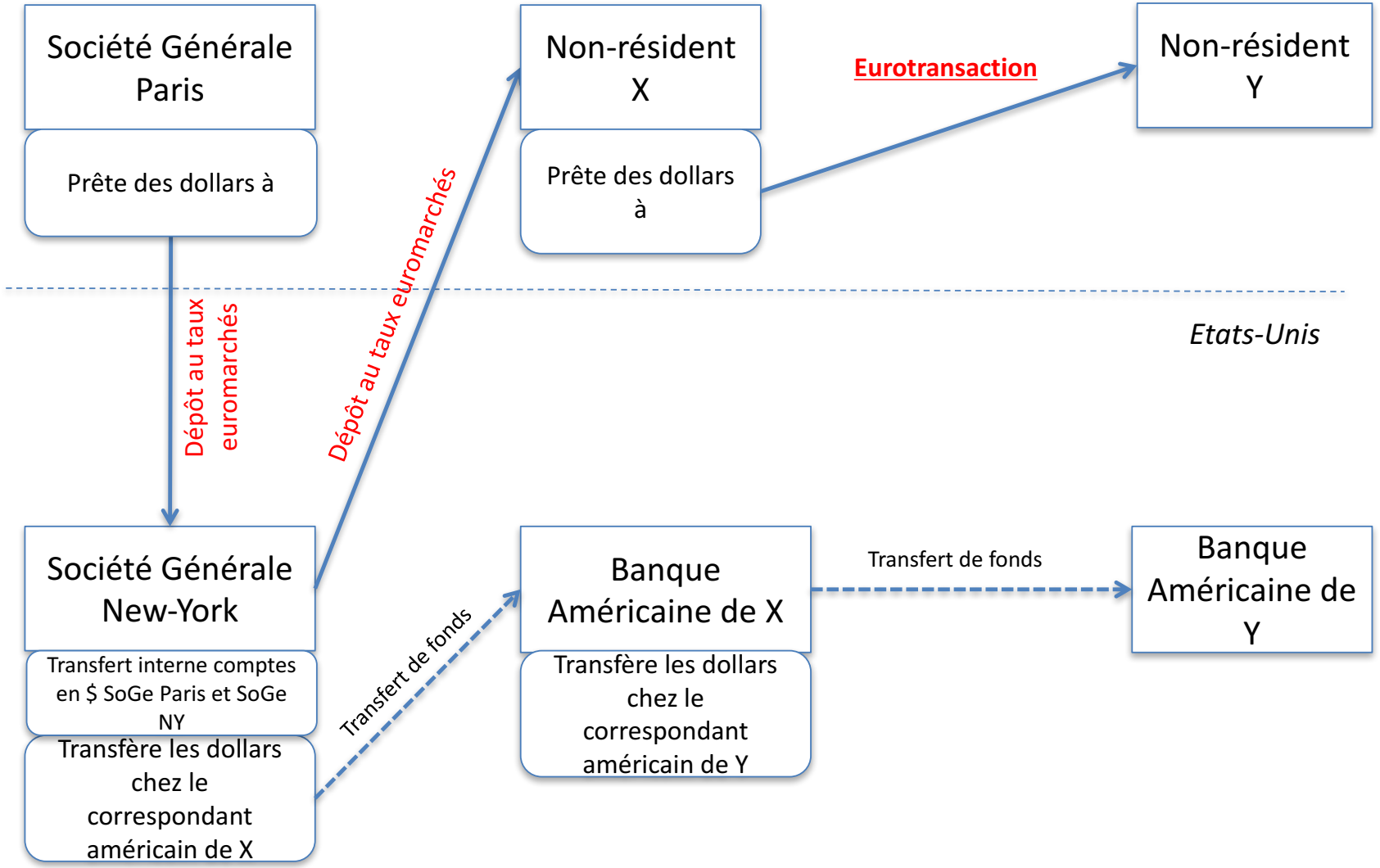
Cas nº 2 : la Société Générale Paris dépose ses dollars auprès de sa propre filiale, chez qui elle entretient ses propres comptes en dollars, la Société Générale New-York qui reprête ces fonds à un résident bancaire américain (dépôt conventionnel)



Le troisième cas de figure montre la perméabilité des transactions : l'une des difficultés que rencontrent les banquiers réunis à la BRI est de distinguer les limites du marché. En effet, les transactions en Eurodevises s'insèrent souvent dans des chaînes de transactions – en Eurodevises ou non – qui font qu'une même somme est comptabilisée à plusieurs reprises lors de la quantification de la taille du marché (cf. II.3.2).

Figure 9 : cas de chaîne de dépôts divers et fonctionnement de comptes miroirs

Cas nº 3 : la Société Générale Paris dépose ses dollars auprès de sa propre filiale, la Société Générale New-York qui reprête ces fonds à un non-résident X qui reprête à un non-résident Y



2. Qualifier les taux d'intérêts du marché

2.1. Le taux d'intérêt : premier indice du marché

La première mesure directe dont disposent les banques concernant les marchés d'Eurodevises est le taux d'intérêt. La Banque d'Angleterre publie dans son *Quarterly Bulletin* la structure des taux d'intérêts des Eurodevises de la place londonienne et la Banque des Règlements Internationaux, de manière confidentielle, dans son *Eurodollar Supplement to EM/BM,* ceux des places de Londres et de Paris. La mesure de ces taux d'intérêts ne provient pas d'une place de marché centralisée :

> « L'information sur la structure des taux d'intérêts sur les dépôts en Euro-dollars n'est pas actuellement publiée. Certaines banques font circuler de façon périodique, a des intervalles hebdomadaires ou mensuels, les taux d'intérêts qu'elles sont prêtes à payer sur des dépôts en Euro-dollars de différentes maturités, mais même ces taux sont sujets à une certaine marge de négociation. […] Les taux d'intérêts payés par les banques commerciales des plus grands centres financiers d'Europe sont généralement connus des banques centrales respectives mais sont rarement publiés »[97] (Rapport Altman, juillet 1961, p. 15)

L'étude de l'évolution dans le temps des taux d'intérêts est un moyen privilégié d'investigation pour les membres du Comité qui favorisent, dans un premier temps, la représentation graphique comme fenêtre sur le marché. Les taux d'intérêts sont alors pensés comme le symptôme de l'internationalisation et de l'intégration croissante des marchés de capitaux. Bien qu'ils soient très influencés par les régulations nationales, puisque certains pays imposent des taux planchers ou des plafonds de taux, les taux sont considérés comme le résultat de l'agrégation de l'offre et de la demande de capitaux. Aussi, pour les banquiers, l'existence de taux associés aux Euromarchés, suggère l'existence d'un marché à part entière où les biens échangés, les prix et les acteurs de l'échange sont potentiellement identifiables, comparables et mesurés. En outre, en plus d'être le symptôme de l'émergence d'un nouveau marché, les taux d'intérêts sont considérés comme l'une des variables qui explique les mouvements de capitaux.

[97] Rapport Altman, "Foreign Markets for Dollars, Sterling, and Other Currencies", Oscar L. Altman, Département de la Statistique et de la Recherche, FMI, 20 juillet 1961, BdF_1495200501_577

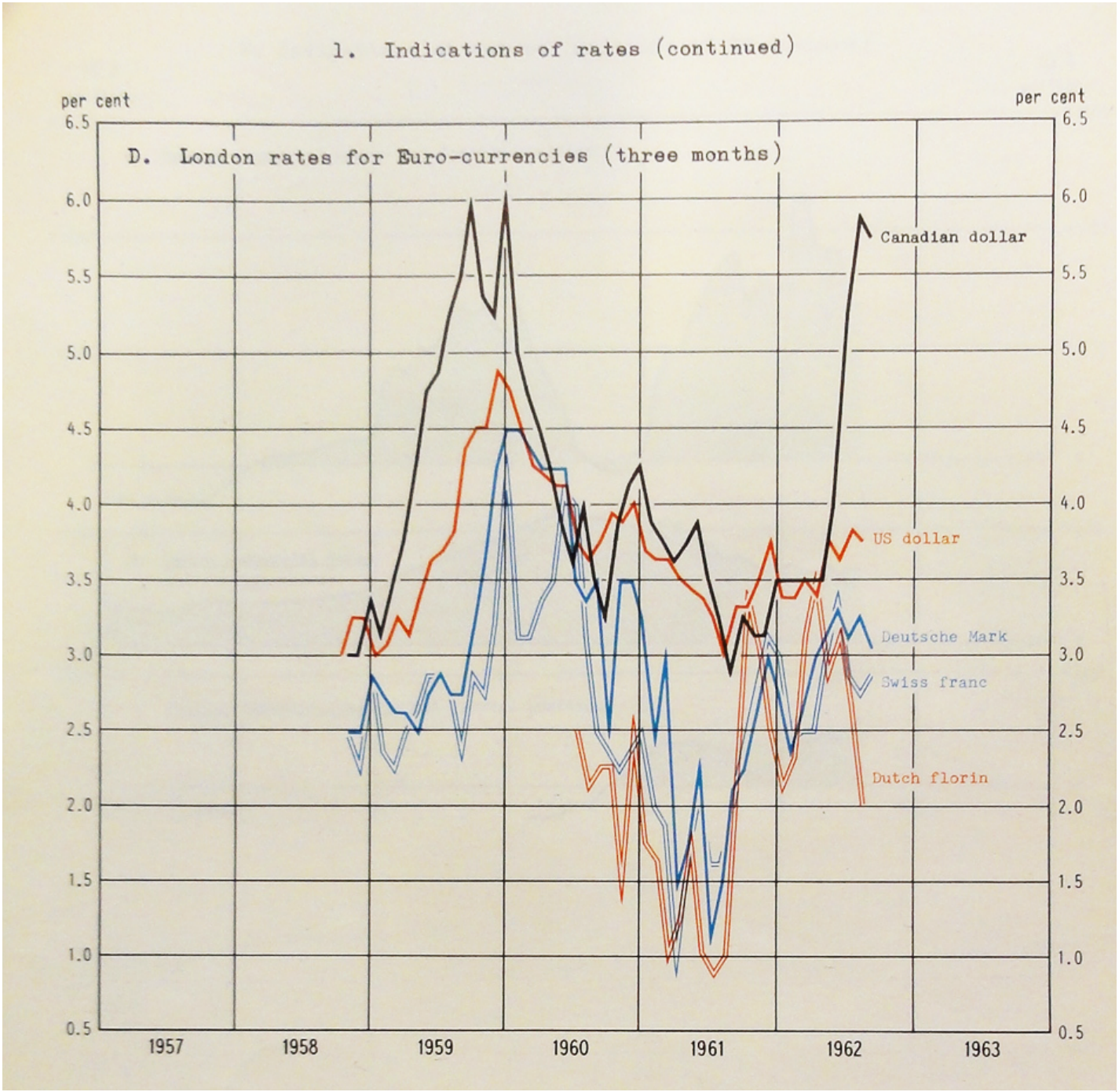


Figure 10 : annexe graphique de l'Eurodollar Supplement to EM/BM sur les taux à trois mois en cours sur les Euromarchés à Londres.

La figure 10 ci-dessus est extraite des annexes graphiques de l'*Eurodollar Supplement to EM/BM*[98] du 5 octobre 1962. Ce dernier est édité un jour avant la première réunion du Comité de l'Euro-dollar et a vraisemblablement servi de support aux premières réflexions du Comité. Il s'agit d'un graphique qui rassemble les cotations de taux d'intérêts de 1958 à 1963 de plusieurs devises sur la place de Londres ; son pendant existe aussi pour la place de Paris. Les devises représentées sur le graphique sont qualifiées d'« Eurodevises » : il s'agit du dollar étatsunien, du dollar canadien, du deutsche mark, du franc suisse et du florin des Pays-Bas. La source des informations n'est pas précisée. L'intérêt du graphique est double : en premier lieu, il met sur le même plan que le dollar américain plusieurs devises européennes, renforçant l'idée que les propriétés de l'eurodollar sont attribuables à d'autres devises internationales ; en second lieu, il permet de voir graphiquement que les taux d'intérêts de ces devises évoluent généralement dans le même sens que ceux de la devise américaine. Ce dernier point constitue une nouveauté.

Dans la première édition de son ouvrage *The Euro-dollar system, practice and theory of international interest rates* (1964), Paul Einzig avance que « l'entière raison d'être du marché de l'Euro-dollar est basée sur le fait que ses taux d'intérêts sont différents des taux d'intérêts nationaux ». En effet, la plupart des commentateurs des Euromarchés dans les années 1960, que ce soit dans la presse de l'époque ou au sein des banques centrales, soulignent le fait que le marché constitue un embryon de marché monétaire international où les taux d'intérêt jouent le rôle de facteur d'intégration. Une note de la Banque de France, datant de septembre 1962, à un moment où la BRI et la Banque de France conduisent leurs recherches préliminaires sur le marché, souligne que « la naissance et le développement de l'Euro-dollar […] constitue dans une certaine mesure un embryon de marché monétaire international » (p.2)[99]. Les taux d'intérêts qui évoluent dans le même sens sont alors considérés comme le symptôme de l'internationalisation et de l'intégration croissante des marchés nationaux de capitaux. Avec le retour progressif à la convertibilité en 1958, certains vont jusqu'à affirmer que l'avènement de taux d'intérêts internationaux « constitue une innovation révolutionnaire au sein du mécanisme monétaire international, avec un impact de grande portée sur le système monétaire et même sur l'économie mondiale » (Einzig, 1964).

[98] Deux copies figurent dans les archives de la Banque de France. L'une dans le dossier BdF_1495200501_578, l'autre dans le dossier BdF_1495200501_602.

[99] Note intitulée « Les banques françaises et le marché de l'Euro-dollar », René Prioux, DGSE, Statistiques et Balance des Paiements, 20 septembre 1962, BdF_1495200501_577.

2.2. L'explicitation graphique de l'eurodollar : l'hypothèse du « tunnel »

L'importance que peut revêtir la compilation de données et son agencement en graphiques est illustrée par l'hypothèse du « tunnel » de l'eurodollar. Les banquiers réunis à la BRI s'interrogent sur les raisons d'être du marché et sur sa pérennité. En effet, les régulations américaines encadrant les taux d'intérêt sont considérées par ces derniers comme l'un des facteurs qui explique la naissance du marché et son développement. En effet, ce dernier permet de contourner les mesures prises par les autorités américaines.

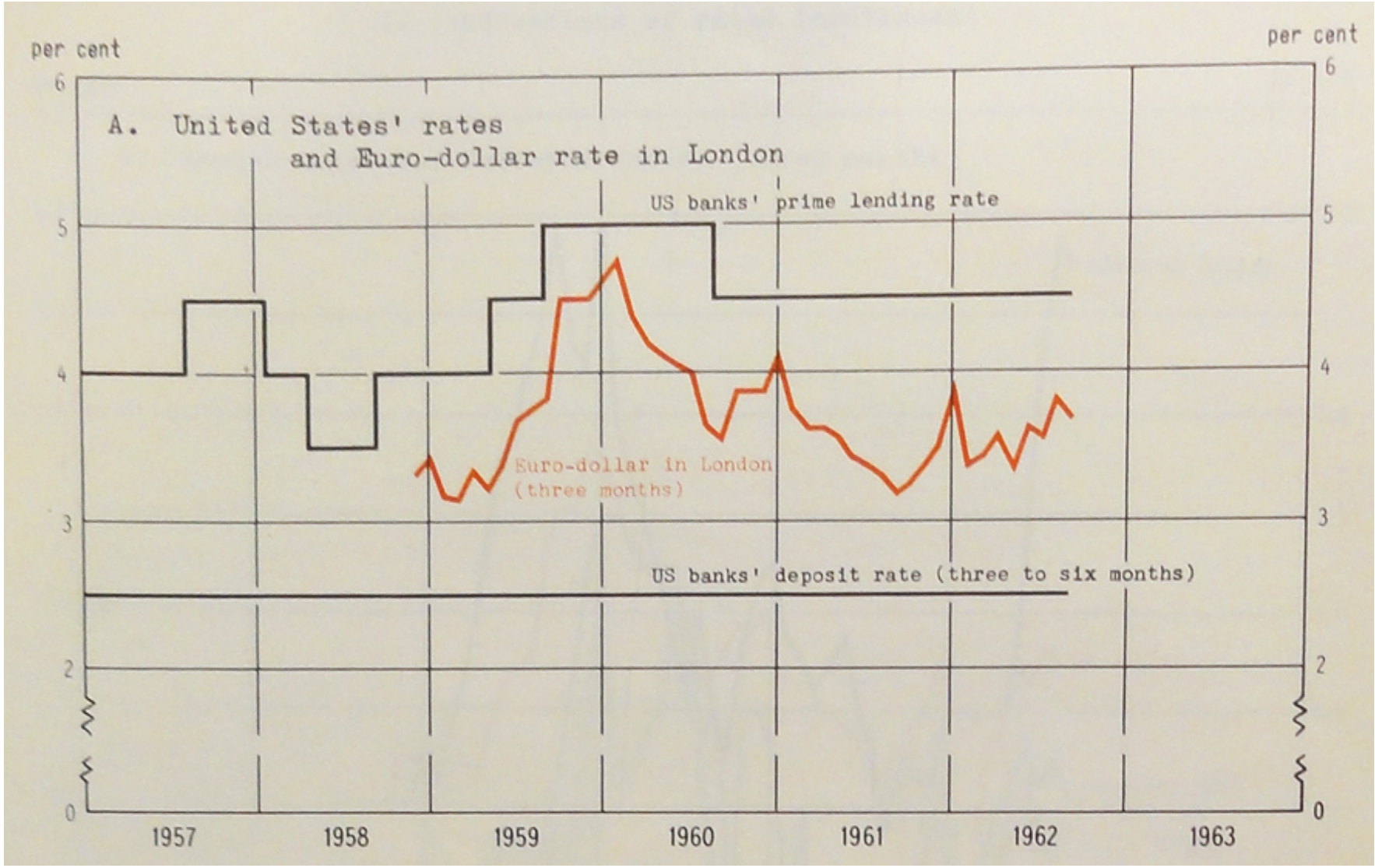
Le « tunnel » est censé expliquer pour partie l'existence du marché de l'eurodollar. A une période où les autorités évitent de mettre trop de monnaie en circulation, les Euromarchés drainent les surplus monétaires à des taux avantageux. Le marché permet aux investisseurs d'obtenir des rendements plus élevés pour leurs placements et aux emprunteurs d'obtenir de l'argent moins cher que sur les marchés monétaires domestiques. Selon cette perspective, le marché de l'Eurodollar risque de s'étioler en cas de réforme des taux par les autorités américaines et pourrait n'être que temporaire.

Le graphique ci-dessous (figure 11) illustre l'hypothèse du « tunnel », il est extrait du même *Eurodollar Supplement to EM/BM*[100] que la figure précédente. En abscisse figurent les années, de 1957 à 1963, en ordonnées les taux en %. Trois types de taux figurent sur le graphique : au centre, en rouge, apparaissent les taux à 3 mois de l'eurodollar sur la place de Londres ; en dessous apparaît le taux plafond payable aux Etats-Unis sur les dépôts bancaires, encadré par la *Regulation Q*[101] et au-dessus le taux auquel prêtent les banques américaines à leurs emprunteurs les plus solvables, le *prime rate*. Les taux de l'eurodollar sont censés évoluer entre ces deux variables : ils sont encadrés par une sorte de tunnel. Le graphique permet aux banquiers centraux de tester cette hypothèse : les taux de l'eurodollar doivent être plus avantageux que ceux, plafonds, de la *Regulation Q* qui rémunère les investisseurs et les épargnants et plus faibles que ceux du *prime rate* afin que les emprunteurs obtiennent des fonds moins chers que le *prime rate.*

[100] « Eurodollar supplement (supplement to EM/BM 45b) », P.G.C., Banque des Règlements Internationaux, 5 octobre 1962, BdF_1495200501_602.

[101] La *Regulation Q*, adoptée à l'occasion du *Glass-Steagall Act* de 1933, encadre les taux plafonds payables sur les dépôts bancaires en dollars étatsuniens : les investisseurs ou épargnants ne peuvent donc obtenir qu'un taux maximum encadré par la loi américaine. Ces derniers se tournent donc, lorsque l'occasion se présente, vers des investissements plus rémunérateurs, tels que les dépôts en Eurodevises.

Figure 11 : illustration de l'hypothèse du « tunnel » des taux à trois mois sur la place de Londres



Le concept de « tunnel » est le résultat de la compilation graphique des taux d'intérêts. La requête exprimée dans une lettre du 25 novembre 1963 de Marcel Théron, de la DGSE, à F. G. Conolly[102], souligne l'importance que les banquiers centraux peuvent donner aux représentations graphiques. Théron demande que les graphiques que propose la BRI sur les taux ayant cours sur les Euromarchés soient adaptés afin de tester l'hypothèse du « tunnel ». En effet, en novembre 1963, les crises Stinnes et Ira Haupt sur les Euromarchés poussent les taux de l'eurodollar au-dessus du *prime rate* étatsunien, contredisant un temps l'hypothèse en question. La BRI répond par une lettre du 13 décembre 1963 où Conolly indique :

> « en ce moment nous cherchons d'autres choses, en particulier à faire un "tunnel" pour montrer les limites au sein desquelles bouge l'Eurodollar. Cependant, le graphique dans EM/BM 59b, annexe 5 […], n'est pas très réussi si ce n'est, peut-être, pour montrer que l'Euro-dollar au cours de l'année dernière ou des deux dernières années a été plus stable que les bons du trésor américains ou anglais. Ce qui a fait que j'ai tardé à vous répondre est la découverte que le « plancher » pour l'Euro-dollar a changé pendant ces quelques derniers mois »[103]

Conolly indique qu'il essaie d'affiner l'hypothèse du « tunnel » en tâchant de trouver de nouvelles variables entre lesquelles les taux du marché évoluent. La figure ci-dessous (figure 12) est le graphique auquel il fait référence dans la citation. Conolly n'est pas en mesure de conclure, grâce à son expérimentation graphique, à un lien entre les trois variables : les taux de l'eurodollar n'évolueraient pas systématiquement entre les taux des bons du Trésor anglais ou américain. Elle lui permet cependant d'arriver à la conclusion que les bornes des taux en Eurodollars sont modifiées, il s'agit là, selon ses propres termes d'une « découverte ». Le plancher du marché est relevé. Auparavant situé au niveau des taux des bons du Trésor américain, les *Treasury Bills*, il passe au-dessus des taux de dépôt à 3 mois des banques américaines. Cette constatation lui permet de confirmer l'hypothèse d'un lien entre la *Regulation Q* et le marché des Eurodollars : en effet, le taux de dépôt à 3 mois des banques américaines a été modifié par la *Regulation Q* au mois de juillet 1963, portant les taux de l'eurodollar au-dessus de 4%. Il s'agit d'une découverte dans le sens où, habituellement, les taux du marché sont censés évoluer en fonction de la quantité de devises disponibles : une raréfaction des Eurodollars pousse les taux vers le haut tandis qu'un approvisionnement accru les pousse vers le bas. Ici, l'augmentation des taux au-dessus de 4% n'est pas dû à une tension sur le marché – en contexte de crise – mais à des modifications

[102] Lettre du 25 novembre 1963 de Marcel Théron et réponse du 13 décembre 1963 de F. G. Conolly. BdF_1495200501_602.

[103] Lettre du 13 décembre 1963 de F. G. Conolly. BdF_1495200501_602

règlementaires. C'est donc aussi par l'intermédiaire de la représentation graphique que les banquiers centraux testent l'impact de la crise.

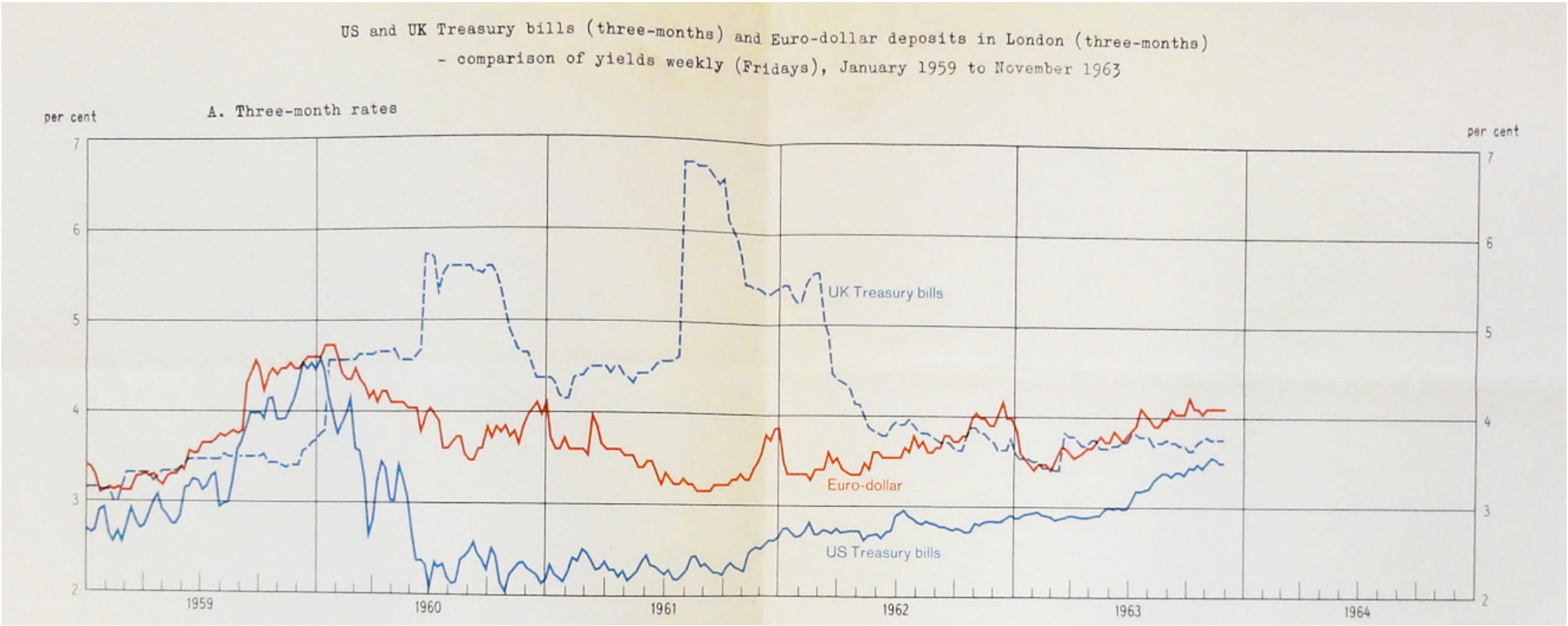


Figure 12 : comparaison des rendements hebdomadaires des bons du trésor américains et anglais avec ceux de l'Eurodollar à trois mois sur la place de Londres (janvier 1959 à novembre 1963)

3. La taille du marché : méthode italienne et coopération statistique

3.1. La méthode italienne confronte les statistiques bancaires issues de plusieurs pays

Dans les années 1950 et 1960, les banques centrales sont un des maillons essentiels de la mise en place des comptabilités nationales et des systèmes de surveillance bancaire parce qu'elles retracent, à travers leurs appareils statistiques, les flux financiers constitutifs d'une économie. Elles compilent les données qui leurs sont transmises par les banques qui exercent une activité sur leur territoire et disposent de ces informations en fonction de leur mandat. La coopération statistique que les experts du comité mettent en place marque un véritable tournant car elle entérine la première tentative systématique de partage et d'harmonisation de données issues de banques centrales sur la finance internationale et ses nouveaux phénomènes[104]. Ce partage statistique et les initiatives d'harmonisation qui le sous-tendent est très intimement lié à la méthode de calcul que les experts ont retenue afin d'estimer la taille des Euromarchés et, par la suite, la structure des avoirs internationaux.

Cette méthode de calcul, que nous désignons ici par le nom de « méthode italienne » - parce qu'elle est suggérée pour la première fois par la Banque d'Italie en 1960[105]-, implique de rapprocher des données issues de plusieurs banques centrales. Le comité de l'Euro-dollar opte pour cette méthode car de l'avis des experts, bien que potentiellement plus approximative que son alternative, elle semble plus facile à mettre en place. Elle permet en effet, à travers une définition des Euromarchés obtenue par rétro-ingénierie comptable (cf.II.1.1), de s'appuyer en grande partie sur des cadres statistiques déjà existants et de ne les réformer qu'*a minima* en fonction des besoins. Les banquiers centraux retiennent donc une définition du marché lâche et amendable en fonction des statistiques dont ils disposent, et, de manière dynamique, dans un mouvement d'aller-retour, réforment leurs statistiques en fonction de cette définition. Théorie économique, supervision bancaire et représentations comptables s'influencent donc mutuellement par le biais de la mise en place de la méthode de calcul italienne.

La méthode italienne, d'un point de vue strictement calculatoire, consiste en une soustraction rapprochant des données issues de deux banques centrales. Les données de la banque centrale dont la

---

[104] Les experts du FMI sont invités aux réunions dès les premières années du comité. Dans les années 1970, de nombreuses institutions se tournent vers la BRI pour obtenir des données relatives aux mouvements internationaux ; c'est le cas de l'OCDE et des banques centrales qui ne sont pas des parties directes du comité permanent des Euro-devises.

[105] La méthode est relevée par le rapport Altman (p.328) lorsqu'il référence les différentes estimations autour de la taille du marché de l'eurodollar. Il fait notamment référence à la première occurrence de la méthode italienne, le rapport annuel de la Banque d'Italie de 1960.

monnaie est utilisée extra-territorialement sont confrontées à celle de la banque centrale dont les acteurs opèrent dans la monnaie étrangère. L'opération aboutit sur un résultat qui consiste en une estimation de la taille du compartiment du marché dans l'Eurodevise considérée[106]. Les experts souhaitent par ce biais produire une estimation de la quantité monnaie utilisée extra-nationalement.

Les experts du comité, lorsqu'ils jettent leur dévolu sur la méthode italienne, sont conscients de certaines de ses limites. En effet, elle implique de mettre face à face des statistiques hétérogènes, car issues de banques centrales différentes, et le calcul en lui-même implique des choix comptables dont les implications sont alors plus ou moins claires. Si les grandes lignes de la méthode italienne sont discutées dans certains rapports entre 1961 et 1962, le document nº13[107], ci-après, produit par la DGSE à l'occasion de la préparation de la première réunion du comité en 1962, est la première application numérique disponible dans les archives de la Banque de France et de la Banque des Règlements Internationaux.

Le tableau en question se centre sur le calcul des Euro-dollars aux mains des banques françaises dans le monde. La définition utilisée par la DGSE, puis par le comité, en 1962 consiste à caractériser les Euro-dollars comme des dollars portant intérêt détenus à court terme par des banques commerciales à l'extérieur des Etats-Unis[108]. La méthode calculatoire à l'œuvre dans ce tableau découle donc de l'impératif de quantifier et de qualifier le marché à la fois à travers une définition assez flexible pour construire un consensus théorique entre les experts et de s'appuyer sur un cadre statistique en partie

---

[106] Ce que je qualifie ici par commodité de compartiment implique, un couple de pays associé à une euro-devise. Dans l'exemple développé ici, le compartiment retenu concerne les dollars détenus par les banques commerciales françaises hors des Etats-Unis (c'est à dire le couple de pays USA/ France dans le cas des euro-dollars). Pour obtenir une estimation globale tous pays confondus il est nécessaire de répéter l'opération pour chaque couple de pays (ici, puisque c'est l'Eurodollar qui est considéré, l'un des pays du couple en question est forcément les Etats-Unis). La démarche étant une démarche comptable, il faut réaliser l'opération à la fois pour les avoirs et pour les engagements des banques et vérifier la concordance des deux résultats.

[107] Estimation des avoirs en dollars des banques françaises logés chez des banques hors des Etats-Unis en fonction de la « méthode italienne », Annexe I, « Projet de réponses aux questions qui ont été posées en vue de la réunion de Bâle sur le marché de l'Euro-dollar », DGSE, 27 septembre 1962, BdF_1495200501_578

[108] La note de la DGSE du 20 septembre 1962 caractérise les Euro-dollars comme "des avoirs chez les banques américaines, appartenant à des non-résidents (banques, sociétés) qui les confient à d'autres établissements étrangers aux fins d'emplois plus rémunérateurs […] »(p.2) (« Les banques françaises et le marché de l'Euro-dollar », Statistiques et Balance des Paiements, DGSE, 20 septembre 1962, BdF_1495200501_577) et les discussions au sein du comité le 7 octobre retiennent la définition du *Managing director* de la BRI, MacDonald, « $ détenus chez des bques. commerciales à l'extérieur des U.S.A. » (notes manuscrites prises lors de la réunion, BdF_1495200501_578) aussi retranscrite « avoirs en dollars de toutes les origines détenus chez les banques commerciales hors des Etats-Unis » (« Réunion du groupe d'experts des banques centrales sur l'euro-dollar à Bâle du 6 au 8 octobre 1962 », G. Lefort (Inspecteur) & R. Floc'h (Chef cambiste), BdF_1495200501_578).

préexistant qui évite une refonte totale des statistiques domestiques employées par chaque banque centrale. Elle consiste donc en un compromis et implique un bricolage statistique dont le résultat, s'il n'est pas assez précis de l'opinion des experts, donne un aperçu des compartiments du marché (par couple de pays et par Eurodevise). Mis bout à bout, les différents compartiments doivent permettre d'apprécier la taille de la totalité du marché.

Le tableau est constitué de six colonnes dont le but est de réaliser la soustraction ; les lignes, elles, s'enchaînent en reprenant l'opération à intervalles divers de 1954 à 1962. La DGSE, pour effectuer ces calculs s'appuie sur une source étrangère, les statistiques de la *Federal Reserve* américaine, et sur deux sources domestiques, sa propre comptabilité et les déclarations obligatoires des banques au titre de l'annexe 24 de l'instruction nº824. Fidèle à la méthode italienne, elle confronte donc des données issues de plusieurs sources statistiques. Les six colonnes, lues de gauche à droite, permettent de réaliser la soustraction :

1. La première colonne retrace les dates concernées par l'opération de calcul.
2. La deuxième indique les « avoirs recensés chez les banques américaines », c'est à dire les dollars directement détenus par toutes les banques françaises. Ces dollars sont donc détenus à la fois par les banques commerciales françaises et par la banque de France. Ce sont, en quelque sorte, les dollars français aux Etats-Unis. La colonne est caractérisée dans l'opération par la lettre **A**.
3. La troisième indique les « avoirs « officiels » recensés par la F.R.B. of N.Y. » c'est à dire les dollars détenus directement par la Banque de France. Ces dollars sont les réserves officielles de la France placées aux Etats-Unis et qui rapportent, ou pas, selon les périodes et les politiques américaines, des intérêts. Elle est caractérisée dans l'opération par la lettre **B**.
4. La quatrième colonne retranscrit une opération intermédiaire retranchant B à A (soit l'opération **A-B**). Le résultat de cette opération donne les « avoirs des banques françaises chez les banques américaines ». L'opération a pour but d'isoler les avoirs des banques commerciales françaises ; d'où le fait que l'on ait retranché aux avoirs français en dollars aux Etats-Unis (A), les avoirs de la Banque de France (B).
5. La cinquième colonne recense une donnée compilée par la Banque de France auprès de laquelle les banques opérant sur le territoire français doivent déclarer tous leurs avoirs en dollars détenus depuis leurs livres de comptes français dans le monde entier (Etats-Unis inclus) selon la contrainte établie par l'instruction nº824. La colonne porte le titre de « avoirs totaux des banques françaises ». Elle est caractérisée par la lettre **C**.

6. La sixième colonne donne le résultat de l'opération **(C-(A-B))** et permet d'obtenir les « avoirs en $ des banques françaises hors des Etats-Unis (C-(A-B)», c'est à dire une approximation de la masse d'Euro-dollars détenus par les banques commerciales françaises.

Direction Générale
des
Services Etrangers

ANNEXE I

ESTIMATION DES AVOIRS EN $ DES BANQUES FRANCAISES
LOGES CHEZ DES BANQUES HORS DES ETATS-UNIS

	Avoirs recensés chez les banques américaines (A)	Avoirs "officiels" recensés par la F.R.B. of N.Y. (B)	Avoirs des bques Françaises chez les banques américaines (A - B)	Avoirs totaux des banques Françaises (C)	Avoirs en $ des banques Françaises hors des Etats-Unis (C - (A - B)
31.12.54	715	577	138	172	+ 34
31.12.55	1.081	1.002	79	250	+ 171
31.12.56	626	313	313	350	+ 37
31.12.57	354	82	272	297	+ 25
31.12.58	532	258	274	316	+ 42
31.12.59	655	371	284	436	+ 152
31. 3.60	719	467	252	407	+ 155
30. 6.60	759	453	306	448	+ 142
30. 9.60	646	380	266	510	+ 244
31.12.60	519	324	195	549	+ 354
31. 3.61	591	335	256	545	+ 289
30. 6.61	842	595	247	554	+ 307
30. 9.61	890	596	294	558	+ 264
31.12.61	989	742	247	628	+ 381
31. 3.62	1.189	936	253	555	+ 302
30. 6.62	1.402	1.166	236	591	+ 355
30. 9. 62				609	

4

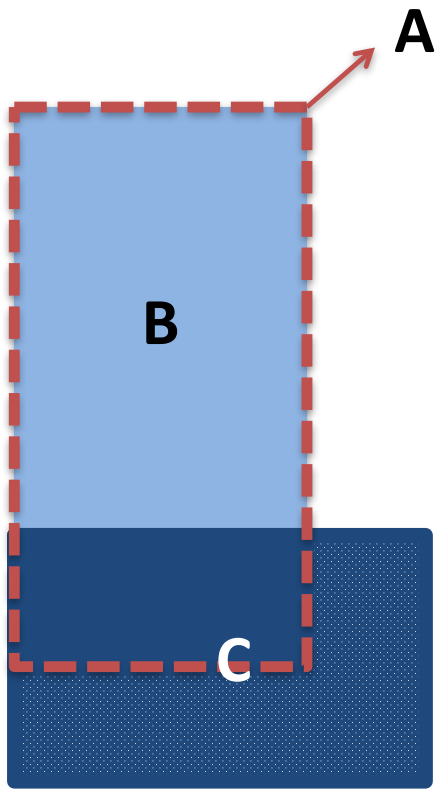
Sources : (A) Federal Reserve Bulletin : International Capital Transactions of the U.S. Table Ia Short term liabilities to foreigners reported by banks in the U.S., by country.
(B) Banque de France
(C) D'après leurs déclarations (Annexe 24 - Instruction 824).

Figure 13 : estimation des avoirs en dollars des banques françaises logés chez des banques hors des Etats-Unis

Figure 14 : schématisation de la « méthode italienne soustractive »

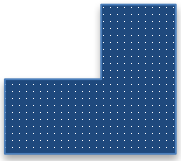
Schématisation de la « méthode italienne » soustractive : l'exemple des avoirs en $ des banques françaises

Type d'avoirs	Recensement effectué par	Légende / Lettre méthode italienne
Avoirs $ français recensés chez les banques américaines	Federal Reserve Bank de N.Y.	A
Avoirs officiels de la Banque de France aux USA	Banque de France	B
Avoirs $ des banques françaises (hors BdF) dans le monde entier, USA et Euro-dollars inclus	Banque de France	C



Méthode soustractive italienne = (C-(A-B)) ≈ Euro-dollars des banques françaises

(C-(A-B)) =



Pour plus de clarté, l'opération menée à terme dans le tableau élaboré par la DGSE est synthétisée de manière graphique dans le document suivant. Cette synthèse graphique représente les nombres de chaque colonne comme des surfaces à une date quelconque. Cette représentation permet de voir que la méthode italienne fait se recouper deux systèmes statistiques, les systèmes français et américain. Ce recoupement est caractérisé par la superposition de deux rectangles : le rectangle bleu foncé reprend le cadre statistique français tandis que le rectangle délimité par une ligne discontinue orange retrace le cadre statistique couvert par la F.R.B de N.Y. Le résultat de l'opération est représenté par une zone en pointillé qui donne l'approximation de la quantité d'Euro-dollars détenus par les banques françaises.

Retenue en octobre 1962 par les experts du comité, cette méthode de calcul entraîne plusieurs conséquences. En premier lieu, elle implique une refonte partielle des statistiques des banques centrales et donne l'occasion aux membres du comité de s'interroger sur les relations qu'entretiennent banques domestiques et banques centrales quand il s'agit d'extraire des chiffres comptables toujours plus nombreux et complexes dans leur traitement humain et mécanographique. En deuxième lieu, la méthode italienne entérine des choix méthodologiques dont les implications sont, en 1962, plus ou moins claires. Si certaines de ces implications sont déjà en partie anticipées dès 1962, nombreuses sont celles qui ne se font jour qu'au fur et à mesure que le comité s'attache à mettre en place son édifice statistique autour des Euromarchés. Parce que les données statistiques et les définitions publiées par la BRI sur les Euromarchés à partir de 1965 serviront rapidement de référence dans les publications relatives au marché, le cadre méthodologique imposé par la méthode italienne et utilisé par le comité est central pour éclairer les discussions postérieures concernant les Euromarchés mais aussi dans la compréhension des statistiques internationales publiées par la BRI sur la finance internationale des années 1960 aux années 1980.

3.2. Des données fausses mais efficaces : le phénomène de duplication comptable

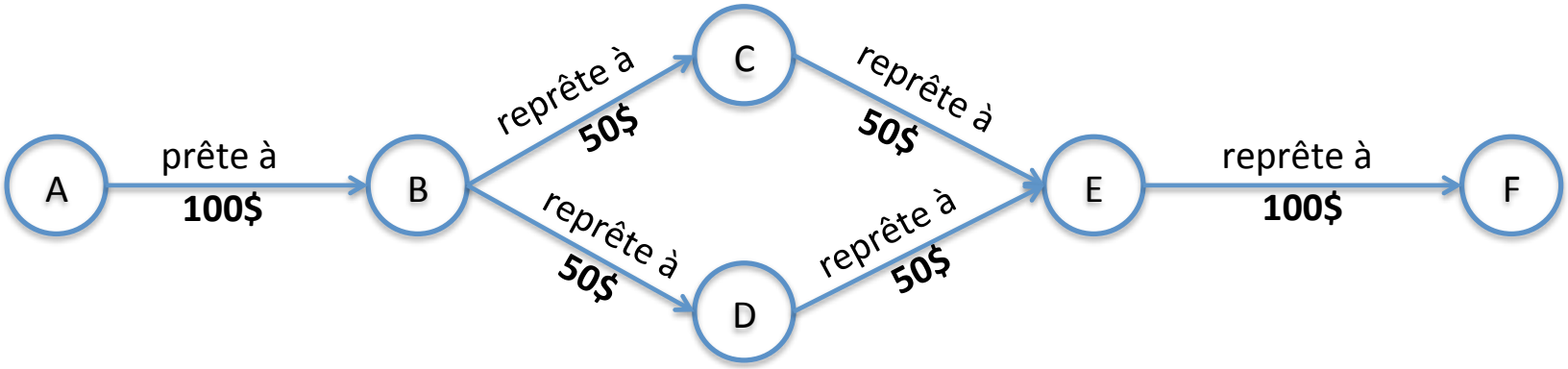
Nous avons vu que la taille des Euromarchés a une valeur symbolique très particulière puisque c'est le nombre concernant le marché qui est le plus repris à l'issue des travaux du comité d'experts de l'Eurodollar. Elle justifie l'irréversibilité du processus de mise en marché à partir d'un certain ordre de grandeur. Pourtant, le rapport Altman souligne dès 1961 « la nature fragile des chiffres avancés […]. Il est clair que la taille du marché de l'Euro-dollar ne peut être plus qu'une estimation – peut-être même une estimation très osée [*very wild*] » (p.*18*-20). En effet, selon le rapport, la taille du marché pose des défis comptables à plusieurs égards.

En premier lieu, les opérations en Eurodollars, interrogent les catégories usuelles d'agents sur le marché et notamment le *reported ownership.* La question du *reported ownership*, c'est à dire de l'agent impliqué dans une transaction comptable, réduit la pertinence de la comptabilité nationale. En effet, rien ne garantit, en l'état des appareils comptables de l'époque, de savoir quels sont les agents effectivement impliqués dans une transaction.

En second lieu, le fonctionnement du marché rend les chiffres obtenus par la méthode comptable moins signifiants à cause de la nature « pyramidale » du marché ; c'est à dire que, parce que les opérations sur le marché donnent lieu à des chaînes de transactions ou plusieurs intermédiaires se reprêtent des sommes issues d'une transaction théoriquement originelle (une première somme placée sur le marché est reprêtée un nombre x de fois). La chaîne de prêts et d'emprunts fait apparaître un gonflement des sommes prêtées. Les acteurs de l'époque qualifient ces chaînes de transactions de pyramidales sans que cela ne recoupe les schémas pyramidaux que nous qualifierions aujourd'hui de schémas de Ponzi. La notion traduit le fait qu'une transaction originale, quand elle passe entre plusieurs mains, fait gonfler les statistiques du marché et relie plusieurs acteurs entre eux. Le premier prêteur de la chaîne et le dernier emprunteur ne se savent donc pas liés par la chaîne de transactions qui les lie. En conséquence, comme le note le rapport, « la somme brute de dépôts en dollars dans toutes les banques situées hors des Etats-Unis implique une importante et variable quantité de duplications » (*ibid.*). La figure suivante illustre le phénomène de duplication[109] statistique.

[109] Les acteurs de l'époque parlent de duplication mais le terme en lui-même ne qualifie pas le nombre de fois où les transactions sont comptées. Une duplication peut très bien équivaloir à une multiplication par quatre, comme c'est d'ailleurs le cas de l'exemple graphique inclus ici.

Exemple de « duplication » : chaîne de transactions « pyramidale » où une somme initiale est reprêtée et est comptabilisée comme plusieurs sommes dans les statistiques des banques centrales.



Transactions enregistrées dans les livres de comptes des banques :

A-B	**100$**	B-C B-D	**50$** **50$**	C-E D-E	**50$** **50$**	E-F	**100$**

Montants déclarés aux banques centrales

A-B	**100$**	B-C B-D	**50$** **50$**	C-E D-E	**50$** **50$**	E-F	**100$**	**Total**
	100$ +		**100$** +		**100$** +		**100$**	**=400$**

Figure 15 : schématisation d'une chaîne de transactions « pyramidale »

La taille du marché est donc systématiquement surestimée et seules des « réconciliations statistiques » permettent au comité d'obtenir des données qui leur apparaissent comme plus fiables. Les banquiers réunis à la BRI ne s'en satisfont cependant pas et ce, d'autant plus, qu'ils se rendent vite compte que si la mise en comptabilité rend visible certains types de transactions, elle implique aussi l'exclusion du cadre de certaines autres ; soit par compensation calculatoire, soit par exclusion du cadre. La comptabilité est alors affaire de choix, parfois plus ou moins compris et assumés. Certains ne sont mis en évidence que lors de la mise à l'épreuve du cadre comptable, c'est l'expérience qu'en fera le comité des experts de l'Euro-dollar de la BRI tout au long de la période 1962 – 1965 (cf. chapitre II).

Conclusion

Nous avons montré, à rebours des études antérieures sur les Euromarchés, que les Eurodollars et les Eurodevises ne sont pas stabilisés au début de la décennie. Le comité des experts de l'Eurodollar, rassemblé à la BRI, lance une entreprise comptable confidentielle en 1962 en vue de qualifier le phénomène des Eurodevises. La crise qui éclate à partir de 1963 pousse certains des participants à s'interroger sur l'opportunité d'intervenir sur le marché. L'ambition régulatoire prend alors le relai de l'ambition savante. Les discussions s'élargissent alors à la problématique du risque systémique, à la surveillance accrue des systèmes bancaires et aux moyens potentiels d'intervention des banques centrales.

Pour parvenir à ses fins, le comité décide d'avoir recours à une méthode de rétroingénierie comptable. En combinant des approches graphiques et comptables, les banquiers centraux retiennent une définition du marché lâche et amendable en fonction des statistiques dont ils disposent. Ce processus de qualification par rétro-ingénierie aboutit à favoriser une définition basée sur les concepts de devise, de résidence et de maturité. La définition retenue par le comité est centrée sur le phénomène des Eurodollars, elle sert par extension à la définition de toutes les Eurodevises.

Les experts du comité mettent en place plusieurs modalités de mesure : ils mesurent la taille, les taux d'intérêts, la répartition géographique des transactions et tâchent de comprendre les risques qui pèsent sur le marché. En mesurant ces différentes composantes, les banquiers réunis à la BRI acquièrent différentes convictions concernant les Euromarchés. La taille du marché justifie la non-réversibilité du phénomène, les taux d'intérêts convergents marquent l'interdépendance nouvelle des marchés financiers internationaux, la structure en chaîne des transactions – qualifiée à l'époque de « pyramidale » - soulève des questions sur la possibilité de réactions en chaîne.

Les données comptables rassemblées sur les Euromarchés constituent de véritables « dispositifs agissants » (Eyraud, 2015) puisqu'elles mettent le monde financier en forme et influencent les acteurs du marché (banquiers centraux, banquiers, presse, notamment). Parmi tous les indicateurs, la taille du marché acquiert une valeur symbolique particulière : elle justifie, à partir d'un certain seuil, l'irréversibilité du processus de mise en marché et devient le symbole de l'expansion financière internationale. Il s'agit du nombre le plus repris dans les publications et celui qui, une fois les travaux de la BRI achevés en 1964 et 1965, circule le plus dans la presse.

CHAPITRE 2 : LA COMMUNICATION DES BANQUES CENTRALES COMME FORME NON-CONTRAIGNANTE DE REGULATION DES EUROMARCHES

L'objectif de ce deuxième chapitre est de relier le travail interne des banques centrales sur les questions de régulation à leurs interventions sur le marché. Nous montrons ici que les Euromarchés, loin d'être hors de portée de toute intervention étatique, sont investis au niveau national et international par les banques centrales des principales places d'Eurodevises dans les années 1960. L'intervention des banques centrales sur le marché ne prend cependant pas la forme d'actions légales ou administratives mais se matérialise par une politique de communication active. Ce chapitre s'appuie sur le croisement systématique de deux catégories, régulation et communication, qui ne sont pas habituellement mobilisées en parallèle dans les recherches portant sur les pratiques des banques centrales. Pourtant, en ce qui concerne les Euromarchés, la démarche consistant à prendre la communication comme un véritable instrument d'intervention permet de comprendre pourquoi les banques centrales ont pu s'accommoder du développement d'un marché international libéralisé dans les années 1960.

La littérature sur les banques centrales mobilise la communication dans le cadre de recherches liées à des questions de politique monétaire - où les banques centrales cherchent à influencer les anticipations des marchés concernant les évolutions de l'économie et de ses indicateurs clefs - ou à des questions de transparence – où l'enjeu se situe au niveau de la responsabilité politique de ces dernières -. Alors que l'enjeu pour les économistes revient à caractériser précisément l'impact et les meilleures pratiques de communication et de transparence des banques centrales (Issing, 2014 ; Ehrmann & Fratzscher, 2007 ; Blinder, 2002), les sociologues et anthropologues se penchent principalement sur la question de l'influence du langage dans la construction et le fonctionnement des marchés financiers (Callon, 1998 ; Holmes, 2009).

Quand il s'agit de se pencher sur les questions de régulation par les banques centrales, ce sont soit des questions micro et macro prudentielles qui sont évoquées – c'est à dire concernant des mécanismes régulatoires qui visent soit directement les établissements, soit les systèmes financiers dans leur globalité -[110] (Goodhart, 2010 ; Brunnemeier & alia, 2009), soit des considérations théoriques visant

[110] Les questions micro et macro prudentielles n'existent pas à l'époque que nous considérons ici en tant que catégories à part entière. Ces questions ne commencent à se poser en tant que telles à Bâle que dans les années 1970. C'est pour cela que les deux aspects sont toujours entremêlés sur la période que nous

à arbitrer entre l'efficacité de la régulation privée ou de la régulation étatique sur les marchés financiers et les banques (Schleifer, 2010).

L'étude des archives conservées à la Banque de France et à la Banque des Règlements Internationaux suggère cependant que les banquiers centraux des années soixante considèrent que la communication est à la fois un moyen d'influence sur les cours du marché, puisqu'elle a un impact sur les anticipations des acteurs liés à ce dernier, mais aussi comme un moyen d'intervenir sur les pratiques ayant court sur le marché. En effet, c'est par la communication que les banquiers centraux de l'époque mettent à l'index des pratiques qu'ils considèrent comme nocives - tant pour les systèmes financiers qu'à titre individuel pour les banques- et qu'ils suggèrent celles qui leur semblent les plus adéquates. Il est donc abusif de parler de non régulation du marché ; il y a bien intervention mais par des moyens qui ne sont pas administratifs ou légaux : la communication est alors un instrument clef d'intervention pour le régulateur.

Pourquoi les banquiers centraux ont-ils favorisé une approche par la communication plutôt que l'intervention par le biais de mesures légales ou administratives ? Deux éléments de réponse sont proposés tout au long du chapitre. Le premier est lié au fait que les banquiers centraux sont convaincus que le cadrage par la communication a de véritables effets sur les cours du marché et sur les pratiques qui y ont cours. Loin de rester isolées, les banques centrales et la BRI s'investissent dans la mise en place de stratégies de cadrage du marché à travers le maintien d'un vaste réseau de relations et la captation d'un public intéressé par les Euromarchés. Deux échelles s'emboîtent alors : une échelle domestique où chaque banque centrale communique au sein de sa propre place financière et une échelle internationale où l'action de communication devient conjointe. Le centre de ce dernier réseau se construit progressivement autour de la BRI. Elle émerge en 1964 et 1965 comme le lieu le plus indiqué pour la prise de parole des banques centrales sur les questions relatives à la finance internationale. Nous défendons donc ici que les Euromarchés, loin d'être dérégulés, sont profondément investis par les banques centrales.

Une deuxième raison explique le recours à la communication plutôt qu'à des mesures légales et administratives ; c'est le contexte de concurrence institutionnelle entre autorités monétaires et financières, tant au niveau domestique qu'international. La communication sur les Euromarchés devient un moyen pour les banques centrales et la BRI de s'ériger publiquement en autorités reconnues sur les questions techniques relatives à la finance internationale. C'est pour elles un moyen peu invasif de s'affirmer face à la concurrence des institutions économiques internationales (FMI, OCDE, notamment),

étudions ici. Ce sont les deux comités issus du comité d'experts de l'Eurodollar, le comité permanent des Eurodevises et le comité dit « de Bâle », qui entérinent la séparation des deux catégories.

des gouvernements ou de leurs Trésors sur les questions monétaires internationales[111]. Par leurs politiques de communication, les banques centrales s'attachent à légitimer tant les Euromarchés eux-mêmes, convaincues de l'utilité du mouvement progressif de libération des capitaux, que leur propre pouvoir sur la finance internationale, où elles sont concurrencées, voire dominées, par d'autres institutions nationales ou internationales qui peuvent s'appuyer sur des moyens légaux et administratifs (c'est notamment le cas de certains Trésors et gouvernements). Parce que la coordination des politiques de communication au niveau international est plus aisée que la mise en place d'un cadre régulatoire harmonisé, les banques centrales gagnent sur deux tableaux. Elles s'accordent plus de liberté d'action au niveau domestique et ne s'exposent pas à l'intervention invasive des autres autorités monétaires telles que les Trésors. Les Euromarchés sont constitués progressivement en pré-carré des banques représentées à la BRI[112] ainsi qu'en symboles de la finance internationale d'une nouvelle ère : celle de la libération internationale des capitaux compatible avec le contrôle des systèmes financiers domestiques[113].

Nous défendons donc ici que la régulation des Euromarchés s'effectue principalement dans le milieu des années 1960 par le biais des prises de parole des banquiers centraux. La communication est alors un instrument clef de la prise de position des banques centrales sur ce marché international alors qu'il traverse sa première crise d'envergure. L'éclatement de plusieurs affaires et de crises sur les Euromarchés entre octobre 1963 et avril 1965 remettent le développement du marché en cause et portent ombrage à la mission des banques centrales de surveiller leurs systèmes financiers. Les banques centrales sortent alors de leur silence sur les développements du marché. Ce processus place les banques

---

[111] Les positions des puissances capitalistes sur la situation du système monétaire international, alors marquée par la centralité du dollar au sein du système de l'étalon-or entériné à Bretton Woods, sont très variées. Certains gouvernements, celui de la France notamment, s'agacent ouvertement du « privilège exorbitant » - l'expression est de Valéry Giscard D'Estaing ministre des finances de 1962 à 1966 - dont bénéficient les Etats-Unis grâce au statut de monnaie d'échange et de réserve internationale du dollar (Eichengreen, 2011). Des voix s'élèvent aussi pour dénoncer les difficultés des banques centrales à faire tenir le système des taux de changes fixes face aux vagues spéculatives et aux balances commerciales déséquilibrées. Alors que les débats sont assez houleux dans les arènes les plus politisées ; les Banques centrales affichent une meilleure entente. Bien que dominées à l'échelle domestique ; elles ne s'alignent pas systématiquement sur les positions de leurs gouvernements ou de leurs Trésors. Leur rôle est pivot dans la mise en place des mesures de libéralisation des capitaux.

[112] La BRI, en tant qu'institution, devient elle-même un nouveau centre d'influence à une époque où elle risque une perte de vitesse. Sa mission d'encadrement de la mise en place de l'Union Européenne des paiements s'achève en 1958. Elle devient dans les années 1960 un lieu de négociation essentiel concernant les opérations de soutien aux devises en proie aux opérations spéculatives (on connaît notamment la politique du *pool de l'or*) et un lieu d'expertise sur les pratiques financières internationales dont les Euromarchés sont le nouveau symbole.

[113] Cette mise en parallèle du libéralisme économique et des pratiques keynésiennes de contrôle des économies est décrit dans la littérature comme *embedded liberalism*, à la fois pour caractériser ses dimensions idéologiques que les pratiques elles-mêmes (Abdelal, 2009; Helleiner, 1996; Ruggie, 1982). Pour qualifier la libéralisation de certaines sphères particulières, Rawi Abdelal (2005) parle aussi de globalisation *ad hoc*.

centrales au centre de l'arène des débats autour des Euromarchés que ce soit au niveau domestique qu'au niveau international.

Le fil directeur de notre analyse, à la croisée des études sur la communication et la régulation des banques centrales, est la maîtrise que les banquiers centraux croient avoir sur leurs modalités de communication et sur leurs effets. Afin de se pencher sur les deux échelles auxquelles se décline ce processus, la première partie de ce chapitre se penche sur l'exemple de la Banque de France alors que la deuxième porte le comité de l'Euro-dollar à la BRI.

La première partie, s'attache à montrer que les interventions menées depuis la Banque de France à la suite de la crise qui touche les Euromarchés sont le fruit d'un processus qui mobilise de vastes réseaux d'interaction et qui ne suit pas de canevas théorique préétabli. La banque de France se constitue une position à mesure qu'elle échange avec des acteurs attachés au marché et qu'elle observe les emballements de la presse sur l'actualité financière. La stratégie de communication de la Banque autour du marché est donc le fruit d'une réponse à des problèmes immédiats. Elle se construit progressivement et se développe dans un espace d'interactions situées. Cela implique que chacune des banques centrales participant au comité de l'Euro-dollar a suivi, au niveau domestique, une trajectoire qui lui est propre puisque située dans un réseau particulier. C'est au niveau international que la coordination permet une approche, par la communication, harmonisée *a minima*. Cette première partie met en exergue les modalités de communication avec lesquelles les banquiers centraux sont les plus familiers à l'époque. Malgré la diversité de publics visés – banquiers, journalistes ou grand public - et la variété des modalités de communication employées, les banquiers centraux affichent une confiance certaine dans l'efficacité de leur démarche de communication. Plus la communication est ciblée et habituelle, plus ces derniers affichent leur confiance dans ses effets et ce, malgré certaines déceptions. Pour eux, la parole de la banque centrale vaut code de conduite pour la place parisienne et ses banques. Cette familiarité avec les modalités de communication employées au niveau domestique fait cependant défaut aux banquiers centraux quand ils souhaitent atteindre une échelle internationale. La communication sur les Euromarchés au niveau international constitue, elle, un nouveau terrain d'expérimentation pour les banquiers réunis à la BRI.

La deuxième étude de cas se penche, elle, sur la mise en place d'une communication coordonnée depuis la BRI. C'est au cours de ce processus collectif que les banques centrales prennent conscience du pouvoir de leurs mots sur un public international. La communication de crise sur les Euromarchés constitue pour elles une véritable expérimentation où la communication est à la fois le support de la régulation internationale du marché et un instrument de légitimité et d'influence. L'utilisation de la communication comme instrument permet une intervention *a minima* compatible avec l'idée que certaines banques centrales se font de la libération des capitaux. Elle se différencie cependant des modalités vues dans le cas de la Banque de France parce qu'elle se caractérise son caractère expérimental

et par la faible maîtrise qu'en ont les banquiers centraux. Incertains des effets de leur prise de parole et des publics auprès desquels elle s'adresse, les banquiers centraux et la BRI s'engagent entre 1963 et 1965 dans une véritable expérience en vue d'estimer le pouvoir de leurs mots au niveau international. Cet exercice est une nouveauté parce qu'il institutionnalise et entérine aux yeux du public le non recours au niveau international des banques centrales à des moyens légaux ou administratifs sur les Euromarchés. Il incarne aussi un préalable technique et institutionnel au développement et à la reconnaissance que rencontrent dans les années 1970 et 1980 les comités du G10 réunis à la BRI : le Comité de Bâle - spécialisé dans la régulation bancaire et reconnu pour ses normes prudentielles non-contraignantes -, et le Comité des Euro-devises, aujourd'hui connu sous la désignation de Comité sur le système financier mondial.

I. Vers la légitimation des Euromarchés au niveau domestique : le cas de la Banque de France

Nous avons vu dans le chapitre premier qu'une collaboration avait été mise en place au niveau de la BRI et que cette dernière a redéfini les cadres d'actions des banques. La particularité des premiers moments de la crise des Euromarchés en 1963 est que ce processus en est encore à ses balbutiements. Il convient donc d'oublier l'espace de quelques pages ce que nous savons de l'histoire du comité pour se replacer dans les incertitudes que connaissent les banquiers centraux au début de la crise à la fin de 1963 et au début de l'année 1964. Lors des premiers jours de la crise, tant les échelles que les moyens et les contenus de la communication sont à déterminer. C'est l'objet de cette partie que de montrer que la Banque de France n'a pas conservé une position attentiste à l'égard du marché à partir de 1963 mais a progressivement mis en place une nouvelle forme de cadrage du marché. Les Euromarchés, en France, ne connaissent pas une absence de supervision ou de régulation mais voient l'intervention de la Banque de France au travers d'une approche non-contraignante. Cette approche s'appuie sur la mobilisation de vastes réseaux et de modalités de communication très diverses. Cet exemple nous rappelle que bien qu'étant dévolus à la sphère internationale, les Euromarchés peuvent toujours être investis par les autorités monétaires.

1. De l'attentisme international aux interventions domestiques

1.1. Une crise « laissé[e] dans l'ombre »

La crise Stinnes qui débute et se propage pendant les mois d'octobre et novembre 1963 provoque la première secousse d'importance sur les Euromarchés. Elle suscite des inquiétudes dans les milieux

bancaires internationaux ainsi que dans la presse qui relaie des informations et des rumeurs. Les bruits portent, plus précisément, sur la solidité de grands industriels allemands s'étant financés par l'intermédiaire de banques internationales sur les Euromarchés. La méfiance s'installe et fait craindre des réactions en chaîne qui puissent fragiliser les banques et certaines entreprises industrielles emprunteuses. Les banquiers centraux sont pris de court par cette crise et sont confrontés par la presse et les banquiers à la question de leur implication potentielle, tant au niveau national qu'international.

La crise éclate juste avant la deuxième réunion du comité de l'Eurodollar qui se réunit du 9 au 11 novembre 1963. La gêne est latente au sein du comité et les discussions évitent d'aborder frontalement la question de la crise et celle des risques que comportent les pratiques alors courantes sur les Euromarchés. La note rédigée à la suite des réunions par les experts de la DGSE Lefort et Floc'h souligne que malgré les nombreuses questions liées à la crise, personne ne prend la parole sur ces problématiques de manière officielle :

> « Un certain nombre de points importants ont été laissés dans l'ombre, soit volontairement de la part de certains participants, soit par manque de temps. En particulier la question des risques que comportaient certaines pratiques actuelles (allongement de la durée des prêts par rapport à celle des emprunts, accumulation de risques exagérés sur une seule entreprise ou un seul pays) pour les banques impliquées dans ce marché n'a pas été évoquée. C'est ainsi qu'il n'a été soufflé mot de l'affaire Hugo STINNES, sauf au cours de conversations particulières en dehors des séances. »[114] (Lefort & Floc'h, 14 novembre 1963)

La réaction n'est pas lancée de manière coordonnée depuis la BRI mais laissée à l'appréciation de chaque banque centrale, par l'absence de discussion sur la crise. Cette gêne à aborder la question de la crise à la BRI de manière collective, plutôt qu'à un manque de temps comme le suggèrerait la citation ci-dessus, est vraisemblablement liée à trois facteurs.

Le premier est lié au fait que le comité vit une période de manque de légitimité comme lieu d'où lancer une intervention. Les travaux patinent de l'aveu des participants. La coordination au sein du comité est atteinte et l'ambiance n'est pas des plus propices à la coopération en temps de crise. La note des agents de la Banque de France Lefort et de Floc'h, du 14 novembre 1963, souligne la frustration qui se fait jour autour du noyau des travaux du comité, la coopération statistique et l'effort de définition du marché : « Dans ces conditions, le travail de compilation statistique de la B.R.I ne pouvait donner de résultats décisifs et toutes les considérations philosophico-économiques auxquelles se sont livrés bon

[114]« Deuxième réunion sur l'Euro-dollar à Bâle 9-11 novembre 1963 », Lefort et Floc'h, DGSE, 14 novembre 1963, BdF_1495200501_602

nombre d'experts présents reposent pratiquement sur des bases bien incertaines. On est ainsi encore loin de pouvoir prétendre honnêtement « délimiter avec précision le marché de l'euro-dollar » ».

Le deuxième facteur est lié au fait que les banques centrales ne peuvent pas anticiper les conséquences de la crise ni sa profondeur réelle. Elles font face à des rumeurs concernant des groupes industriels allemands qui ont emprunté sur les Euromarchés principalement auprès de banques de la City. La structure en chaîne de dépôts du marché ne leur permet pas de savoir par anticipation quelles sont les banques qui pourraient se retrouver affectées ni l'ampleur même des créances au niveau international. Cette incertitude ne favorise pas la prise de position officielle de la part d'experts au sein du comité dans les premiers jours de la crise.

Le troisième facteur qui explique le silence autour de la crise lors des réunions à caractère officiel tient à l'embarras dans lequel se trouvent les représentants dont les banques centrales sont directement concernées par les premiers temps de la crise. Le comité des gouverneurs de novembre, d'après mes recherches dans les minutes de leurs rencontres mensuelles, n'aborde pas, non plus, la question. Les minutes du comité des Gouverneurs sont assez prolixes sur l'organisation de la Banque et les projets relatifs à son fonctionnement mais conservent très peu d'informations sur les autres questions techniques ou d'actualité abordées lors des réunions. Les titres des discussions donnent parfois un aperçu des questions abordées mais restent très lapidaires. Il est parfois possible de trouver d'autres traces au sein de sources rédigées par les banques centrales elles-mêmes, ce n'est malheureusement pas le cas pour les premiers temps de la crise en octobre et novembre 1963[115]. Rien ne laisse présager que la question a été débattue officiellement ; peut-être la question a-t-elle été abordée informellement. Parce que la City de Londres est la première place d'échange d'Eurodevises et ses banques les plus touchées selon les rumeurs relayées dans la presse, la Banque d'Angleterre - qui est favorable au développement des Euromarchés comme moyen vers la prééminence financière de Londres (Burn, 1999; Schenk, 1998; Helleiner, 1996)- ne doit pas être à l'aise avec ce récent revirement de fortune. Le représentant de la Bundesbank, parce que l'Allemagne de l'Ouest est l'épicentre des problèmes causés par des emprunteurs industriels, ne doit pas non plus trop incliner à s'épancher sur la question face à ses homologues. On peut donc imaginer que les experts de la Banque d'Angleterre et de la Bundesbank au sein du comité ne doivent pas, en conséquence, avoir le mandat explicite d'aborder ces questions de front. Ils ne l'osent donc pas alors que les intérêts de ces deux banques sont directement menacés par la crise.

D'autres canaux de discussion, moins contraignants et plus accordes aux questions exploratoires que les réunions officielles du comité sont cependant favorisés. Comme le montre la note Lefort & Floc'h, ci-dessus, l'embarras n'empêche pas les « conversations particulières ». Parce que ces dernières

[115] BISA [1.3a(i)A2, avril 1960 – mars 1967]

ont un caractère plus officieux et basé sur des relations plus personnelles, on peut imaginer qu'elles permettent de discuter plus ouvertement. La deuxième réunion du comité n'est donc pas mobilisée comme un cadre de discussions officielles autour de la crise mais comme un moyen d'échanges plus informels. C'est, en somme, un des rôles traditionnels des réunions à Bâle une partie de l'intérêt réside dans la création d'un entre-soi, officiel et informel, où se meuvent des banquiers centraux bridés au niveau national.

On peut supposer que les conversations ne se déroulent pas seulement dans les couloirs. La BRI est un cadre de rencontre prisé : elle se trouve à mi-chemin de chaque banque centrale, Bâle dispose de nombreux hôtels, où les délégués se rendent parfois avec leurs femmes, et ces derniers se rencontrent aussi dans le cadre d'activités diverses telles que les dîners ou encore au golf. Les archives de la BRI gardent trace de correspondances abondantes concernant ces questions puisque le secrétariat de la Banque et les délégués prévoient leur séjour à l'avance ; la BRI couvre d'ailleurs les frais de déplacement et de logement des délégués ou des invités aux réunions. Cet espace de discussion qu'est la BRI, où les discussions informelles peuvent prendre le relai des discussions officielles, ne réunit cependant pas les conditions optimales à la mise en place d'une action coordonnée et rapide. Les membres du comité, pris de court par la crise au niveau collectif, se replient vers la prise d'initiative au niveau national. La gestion des problèmes sur les Euromarchés est effectuée au niveau national. Dans le cas de la Banque de France, elle mobilise la communication comme moyen privilégié d'intervention.

1.2. Parer au plus pressé en ordre dispersé

Nous venons de voir que dans les premiers jours de la crise, alors qu'éclate l'affaire Stinnes, le comité n'est pas en mesure de se mobiliser de façon coordonnée. Les premières interventions ont lieu au niveau domestique. Cette échelle permet aux banquiers centraux de s'appuyer, en situation d'incertitude et d'absence de coordination internationale, sur des réseaux qui leurs sont habituels et de ménager leur souveraineté monétaire. Chaque institution est ainsi libre de parer au plus pressé en utilisant les canaux de son choix. Face au problème financier international, c'est d'abord le cas par cas national qui s'impose. Les premiers temps de la crise des Euromarchés en octobre et novembre 1963 ne peuvent laisser présager les affaires vont se succéder pendant 18 mois. Les actions de communication des premiers jours de la Banque de France sont donc encore restreintes à des modalités familières et à des publics ciblés ; elles s'étendent ensuite à de nouveaux moyens, de nouveaux publics et s'intensifient.

En effet, la crise prend de l'ampleur au fur et à mesure que les défauts s'enchaînement et que la couverture médiatique des remous sur le marché s'étend. Le marché est ébranlé sur une période de 18 mois par quatre défauts majeurs. Trois d'entre eux, la crise Hugo Stinnes, la crise Allied Crude et Ira Haupt ainsi que l'affaire Sanyo Steel ont un véritable retentissement dans la presse. Le quatrième défaut est longtemps tenu secret par les acteurs qu'il concerne directement mais irrite au plus haut point la

Banque de France lorsqu'elle est mise au courant ; il s'agit de l'affaire Dupont de Nemours[116]. Cette dernière est très mal vue des agents de la Banque de France parce qu'elle leur fait entrevoir que certains acteurs bancaires ne tiennent pas compte de ses recommandations en matière de bonnes pratiques. La Banque de France ne peut savoir quels sont les acteurs touchés par un défaut que lorsque ces derniers lui en font part. Il est donc possible qu'elle ne découvre des affaires qu'assez tardivement lorsque, par exemple, les banques touchées doivent réclamer le droit de convertir des francs en devises pour couvrir leurs pertes, ce qui a un impact sur les réserves en devises de la France.

Les Euromarchés vivent sur la période octobre 1963 et avril 1965 un état de crise quasi-permanent. La crise en elle-même ne se limite pas aux périodes couvertes par chaque affaire mais s'étend aux périodes caractérisées par une forte couverture médiatique, par des controverses vives autour des pratiques du marché et par des contractions ou des ralentissements de ce dernier. L'incertitude alimentée par ces périodes de trouble est d'autant plus grande que les banques centrales du Comité ont du mal à caractériser ce qui relève d'une contraction ou d'un ralentissement du marché à cause de l'imprécision de leurs statistiques : l'arrêt ou le ralentissement brutal de l'expansion du marché caractérise déjà pour elles une crise. Tout cela alimente les controverses autour d'un marché encore naissant qui symbolise la libéralisation internationale des capitaux et où l'intervention directe des autorités est alors limitée. L'enjeu est alors de taille pour les développements de la finance internationale et pose la question des modalités d'intervention de la Banque de France.

1.3. La « neutralité bienveillante » de la Banque de France

Nous allons coupler les différentes modalités de communication au degré de maîtrise dont semblent jouir les banquiers centraux. Alors que les crises successives sur les Euromarchés donnent lieu à un état de crise permanent, la Banque de France prend progressivement en main la communication autour du marché. La banque centrale endosse deux rôles lorsqu'il s'agit de communiquer sur le marché. D'une part, elle se pose en oreille attentive lorsqu'elle est sollicitée ; d'autre part, elle se constitue en source d'énonciation concernant les pratiques légitimes liées au marché. En arbitrant de façon non-contraignante par l'intermédiaire de sa position publique sur le marché, la Banque de France pose les fondations de sa « neutralité bienveillante »[117]. Le degré le plus poussé de cette politique de communication est la menace de régulation directe sur tout le marché lorsque les effets escomptés ne sont pas atteints.

[116] Cf. chapitre 1.

[117] L'expression est d'André de Lattre, haut fonctionnaire issu de l'inspection des finances et sous-gouverneur de la Banque de France. (Lattre (de), 1971)

Cette « neutralité bienveillante » se fonde sur une politique de régulation au travers d'une communication dont les banquiers centraux tâchent de comprendre les effets. Les passages qui suivent ont pour objectif de rendre compte des différentes modalités de communication employées par la Banque de France afin de constituer et de rendre publique sa position sur les Euromarchés. Nous aborderons les différentes modalités en les couplant au degré de maîtrise dont jouissent les banquiers centraux. Quand la chose est rendue possible par les sources archivistiques, nous rendrons compte des tentatives des banquiers centraux de prendre la mesure des effets de leur politique de régulation non-contraignante par la communication.

Les milieux financiers sollicitent la Banque de France dès le début de la crise qui frappe les Euromarchés. Les agents de la banque centrale sont abordés au travers de modalités diverses telles que la correspondance, les conversations téléphoniques ou même lors de rencontres physiques – dans des cadres formels tels que des rendez-vous officiels ou plus informels, tels que des dîners -. Ces échanges, dont l'initiative ne revient pas à la Banque de France, sont l'occasion d'échanger des points de vue sur les développements récents du marché et ses pratiques. Ils permettent aussi aux agents de la Banque de France d'être mis au fait d'informations, qu'elles soient avérées ou à l'état de rumeurs. C'est dans le cadre de ces échanges que la Banque se place à l'écoute de banquiers français et internationaux ; elle façonne sa position au fur et à mesure des prises de contact et, si elle dispose d'une opinion, profite de ces sollicitations pour faire valoir son sentiment. Cette position est caractéristique de l'exercice de surveillance et de supervision des marchés par la Banque de France. En effet, cette dernière a l'oreille de certains banquiers influents mais aussi des oreilles dans les milieux financiers qui lui rapportent des informations diverses sur les agissements des acteurs sur les marchés et sur les actualités financières internationales. Le régulateur se maintient ainsi dans une position d'attentisme pendant les premiers temps de la crise et s'assure au quotidien d'être au fait des dernières questions financières.[118]

1.4. La Banque de France et ses lanceurs d'alerte

Parmi les différentes modalités de communications utilisées par les banquiers pour échanger avec la Banque de France sur la crise des Euromarchés, la correspondance tient une place à part dans les archives. C'est à la fois dû au format même de cette modalité, le papier, qu'au fait que les agents de la Banque de France maintiennent des liens de correspondance nourris. Leur correspondance peut être de nature informelle, amicale même, ou liée à des questions officielles. Cette correspondance mobilise des réseaux de correspondants nationaux et internationaux. Les agents de la Banque de France

[118] Cette attitude est différente de celle de la Banque d'Angleterre qui maintient des contacts encore plus proches avec ses banques. Le pantouflage y est très actif et son histoire institutionnelle la rend très proche des banques de la City (Kynaston, 2002).

correspondent à la fois avec des acteurs de la banque française mais échangent aussi régulièrement avec des acteurs bancaires étrangers dans le cadre de relations amicales ou lorsque ces derniers ont un ancrage en France par le biais de filiales. La parole peut y être assez libre et les échanges sont nourris. Certaines prises de contact spontanées avec la Direction Générale des Services Extérieurs (DGSE) à l'occasion de la crise ont été conservées dans les archives de la Banque de France. Elles permettent d'entrevoir que les agents de la DGSE sont à l'écoute de la position de banquiers français et étrangers sur le marché et sa régulation. Ils possèdent, en outre, un réseau d'information qui s'appuie tant sur des banquiers, des agences financières et le réseau diplomatique français qui leur permet de suivre le développement de certaines affaires.

Nous nous penchons ici en premier sur les prises de contact spontanées de banquiers qui apostrophent la Banque de France sur des questions liées à la crise des Euromarchés. Deux exemples assez caractéristiques de cette démarche peuvent être cités ici. Le premier est la communication par un banquier étranger des régulations internes qu'il compte appliquer au sein de sa banque, le second un avertissement sur les pratiques à risque qui ont cours sur le marché et la suggestion de la mise en place de nouveaux systèmes de suivi du risque. Ces apostrophes montrent que la Banque de France ne supervise pas en vase clos et porte une oreille attentive à l'opinion des banquiers avec qui elle correspond.

Le premier exemple est la lettre qu'Andrew L. Gomory écrit à J.-P. Kozsul depuis New York le 16 octobre 1963[119]. Gomory est le président exécutif du département international de la Manufacturers Hanover Trust Company ; il s'inquiète du fait que les chaînes de dépôts sur le marché empêchent sa banque de savoir quel est l'emploi effectif des fonds qu'elle a placés en dépôt. En outre, il suspecte certains emprunteurs de prendre des dépôts à court terme et de les renouveler systématiquement afin de financer des transactions sur le moyen et le long terme[120]. C'est l'un des points qui fait le plus polémique : les banques ont pour habitude, c'est une de leurs fonctions traditionnelles, de faire de la transformation bancaire sur les fonds qui sont placés chez elles. C'est à dire qu'elles s'appuient sur des fonds à court terme pour pouvoir financer des opérations à plus long terme. Sur les Euromarchés, qui incarnent alors un marché interbancaire international naissant, les réactions potentielles du marché à des chocs peuvent être brutales. Nombreux sont les banquiers et les économistes qui craignent alors que la transformation bancaire ne soit dangereuse en cas de panique et de non-renouvellement de dépôts à court terme.

[119] Correspondance entre Andrew L. Gomory et J.-P. Koszul. BdF_1495200501_578

[120] C'est le même mécanisme que celui qui a conduit à la crise Lehmann en 2008 quand la banque n'a pas pu renouveler ses dépôts à court terme alors qu'elle était solvable à long terme.

Face à ces risques, Gomory prend la décision de mettre sa banque à l'abri. Il transmet à la DGSE, deux jours après le dépôt de bilan de Hugo Stinnes[121], la lettre circulaire qu'il a transmise à toutes ses filiales londoniennes et à ses clients. Il y fait part de la décision de sa banque d'exiger de connaître le but de chaque transaction et de ne pas renouveler ses dépôts à échéance. Il souhaite ainsi s'assurer que les fonds déposés par sa banque et ses filiales ne visent à financer que des opérations à court terme afin de financer le commerce international. Gomory demande à J.-P. Koszul de lui faire part de sa réaction face à cette décision. L'opinion du banquier central français semble peser grâce à trois facteurs. Le premier est relatif aux liens d'amitié que les deux banquiers semblent entretenir. Le deuxième au fait que J.-P. Koszul est un expert des changes et de la finance internationale. Le troisième à son rôle institutionnel qui fait de lui un acteur de poids dans le cadre européen où se déploient les Euromarchés. Dans sa réponse du 23 octobre 1963[122], le directeur de la DGSE, J.-P. Koszul, est enthousiaste face à cette initiative. Il l'encourage et souhaite être mis au courant par Gomory des résultats qu'elle peut engendrer à l'international :

> « Mon cher Andrew,
>
> Je vous suis très reconnaissant d'avoir eu la bonne pensée de m'adresser le texte de la lettre circulaire que vous avez envoyée à vos différents correspondants au sujet de l'Euro-dollar et de la nouvelle politique qu'entend suivre, sur ce marché, la Manufacturers Hanover Trust Cy.
>
> Vous ne serez pas surpris, j'en suis sûr, de savoir que votre circulaire éveille ici des échos très sympathiques. Vous avez bien raison d'attirer l'attention sur la fragilité de la construction pyramidale du marché de l'Euro-dollar et la politique que vous vous proposez d'inaugurer sur ce marché n'a pas seulement le mérite d'être sage en elle-même ; elle ne peut manquer de faire tache d'huile et d'amener beaucoup d'autres banques à faire preuve de plus de prudence.
>
> Je serais heureux d'être tenu au courant, si cela vous est possible, des enseignements que pourra apporter la mise en œuvre de la nouvelle politique adoptée.

[121] Il n'est pas possible d'affirmer que l'initiative est inspirée directement du dépôt de bilan de la Stinnes. Peut-être est-ce effectivement le cas puisque les informations vont vite dans les milieux bancaires et la presse financière. En tout état de cause, les préoccupations liées à la transformation des échéances sur le marché et à sa « structure pyramidale » ne sont pas nouvelles à ce moment-là. La coïncidence est cependant trop heureuse pour ne pas croire que la crise y soit pour quelque chose.

[122] Correspondance entre Andrew L. Gomory et J.-P. Koszul. BdF_1495200501_578

Merci vivement de votre communication et croyez je vous prie, mon cher Andrew, à mon meilleur et très amical souvenir ». (lettre du 16 octobre 1963, J.-P. Koszul)

La réponse de Koszul montre bien l'intérêt qui est porté aux initiatives lancées par les banquiers, que ces derniers soient localisés sur le territoire national ou à l'étranger. Les banques centrales de l'époque se situent au sein de réseaux de correspondance qui ne sont pas restreints à leur domaine de souveraineté. Cette réponse souligne, en outre, les espoirs que portent à l'époque les banquiers centraux sur les effets de « tâche d'huile » et d'autorégulation. Par une réponse enthousiaste[123], la Banque de France signifie sa position en faveur de l'existence du marché tant que les risques sont maîtrisés. Elle ne se positionne pas en faveur d'une approche invasive et fait pourtant preuve d'une certaine vigilance concernant les nouvelles pratiques du marché. Les archives ne gardent pas de trace de la diffusion de cette initiative mais on peut imaginer, vu l'intérêt qu'y porte Koszul, que la DGSE (qualifiée d'« ici » dans sa réponse) a dû toucher mot de cette initiative à d'autres acteurs.

Le deuxième exemple de prise de contact spontané avec la DGSE, en l'occurrence ici encore, avec J.-P. Koszul, est à l'initiative de A. Avon, président de la Société Cotonnière Franco-Tchadienne sise à Paris. Il écrit à J.-P. Koszul le 23 novembre 1963 afin de lui faire part des inquiétudes des membres de l'Institut International d'Etudes Bancaires (IIEB) au sujet du développement des Euromarchés[124]. L'IIEB, qui existe encore de nos jours, regroupe alors des cadres dirigeants de grandes institutions européennes afin de discuter de finance. L'institut prend la forme d'un club où ses membres partagent leur opinion, à titre personnel, et ne se sentent pas liés à la position officielle de leur entreprise. Avon partage les inquiétudes de l'IIEB avec Koszul tout en insistant sur le fait que l'Institut cultive une véritable culture du secret. Il avoue que « pour la première fois depuis bien longtemps, j'ai trouvé mes collègues préoccupés et soucieux » (p.1). Le diagnostic qu'il pose sur la crise est le suivant :

> « Sur le plan économique, quelque chose est en train de changer en Europe Occidentale. Un examen de conscience s'impose et des mesures sont sans doute à prendre. […] Dans un ciel serein, l'annonce de la cessation de paiements de la BANQUE HUGO STINNES, de Mulheim, avait été un premier signe. Puis la campagne du Sunday Times au sujet de la situation du consortium KRUPP avait aggravé le malaise. […] » (*ibid.* p.2)

Après avoir souligné l'inquiétude des dirigeants bancaires de l'IIEB à l'égard des rumeurs dans la presse et des pratiques de prêts à court terme ayant cours sur le marché, Avon suggère plusieurs

---

[123] La réponse de Koszul se démarque, par son ton, des autres réponses qu'il peut apporter à des sollicitations. Elle ne prend pas la forme d'une réponse type empreinte de politesse mais fait preuve d'un véritable intérêt pour la proposition de Gomory.

[124] « 26ème Session de l'Institut International d'Etudes Bancaires à Kronberg-Taunus – les 15 et 16 novembre 1963 - », A. Avon, 23 novembre 1963, BdF_1495200501_576

réformes. Ces réformes ont trait tant à l'organisation interne des banques, afin de s'assurer que la surveillance des agents impliqués sur le marché est assez poussée, qu'à des réformes internationales puisqu'il suggère la mise en place d'une centrale européenne de risques ainsi qu'une intervention régulatoire afin d'influencer les pratiques[125].

La réponse de J.-P. Koszul n'est malheureusement pas conservée dans les archives mais il convient de remarquer que parmi ces suggestions, certaines rejoignent la position défendue par la Banque de France par la suite. L'importance même de l'interlocuteur, et notamment de l'organisation dont il se fait le porte-parole officieux, a dû rajouter du poids à son apostrophe.

1.5. Les oreilles de la Banque de France : un réseau d'informateurs pour surveiller les développements du marché

Nous venons de voir que les prises de contact spontanées par moyen de correspondance peuvent constituer des appels à l'intervention de la Banque de France, ou du moins, a minima, des suggestions en cas d'intervention. D'autres formes de prises de contact constituent un corpus non négligeable sur lequel s'appuie la Banque de France au moment de surveiller les développements de la crise sur les Euromarchés : il s'agit de transmission d'informations par l'intermédiaire de banquiers de la place de Paris. La Banque de France compte sur un réseau de banquiers dévoués qui la tiennent au fait de façon récurrente des questions confidentielles traitées en privé par les acteurs pris dans la crise. Elle s'appuie aussi sur des institutions privées ou publiques qui rassemblent et compilent des informations.

Les archives ne citent pas toujours la source qui informe la DGSE sur le marché. Parmi les banquiers qui servent d'informateurs à la Banque, certains sont donc anonymes dans les comptes rendus conservés. C'est notamment le cas de la note *Banqueroute de l'Allied Crude Vegetable Oil Refining Company*[126] (ACVRC) du 13 décembre 1963 rédigée par la section cambiste de la DGSE. Aucune source n'est citée nommément et la note précise bien que ce sont "des renseignements confidentiels qui viennent de [leur] parvenir".

---

[125] A. Avon a l'occasion d'insister sur sa position concernant la centrale des risques lorsque J.-P. Koszul lui transmet une copie de la lettre du Gouverneur de la Banque de France du 6 décembre 1963. A. Avon considère que si les banques ne peuvent pas s'appuyer sur un tel organisme, "malgré les précautions que pourront prendre les Banques dans le sens des recommandations de M. le Gouverneur de la Banque de France, elles risqueront toujours de travailler un peu dans la nuit". Lettre de A. Avon à J.-P. Koszul du 17 décembre 1963. BdF_1495200501_576

[126] La Banqueroute de l'ACVRC entraîne derrière elle les courtiers qui l'ont financée à partir des Euromarchés. Ira Haupt, une très ancienne maison anglaise, n'y survivra pas. C'est pour cela qu'il arrive que la crise soit directement surnommée crise Ira Haupt rétrospectivement par certains auteurs, effaçant le lien à l'ACVRC.

En étant tenue informée des négociations autour de la dette de l'ACVRC, la Banque est ainsi assurée d'estimer les pertes maximales que l'affaire peut impliquer pour les réserves de change de la France. La chose lui permet aussi de se tenir informée de la manière dont les banques françaises défendent leurs intérêts à l'international. Ces dernières doivent en effet tâcher d'obtenir le plus d'argent possible lors de la liquidation de leur créancier, et si le total n'est pas suffisant pour couvrir toutes les pertes, faire face ou s'allier à des banques étrangères dans la même situation[127]. La Banque de France suit donc en direct les procédures de résolution des crises sur le marché, tant pour les banques françaises que pour leurs concurrentes étrangères.

D'autres informateurs sont cités nommément. On peut imaginer que ces informateurs-là espèrent tirer des avantages de leur prolixité[128]. C'est le cas de Gilbert Cazes[129], du Crédit Lyonnais, et d'André de Talance[130], sous-directeur de la Banque de l'Union Parisienne[131] qui communiquent de manière récurrente avec la DGSE. Le premier semble privilégier des rencontres en face à face tandis que le second transmet ses informations par téléphone[132].

Certains banquiers profitent d'occasions spéciales pour aborder les banquiers centraux ; c'est notamment le cas des dîners de la chambre de commerce américaine à Paris qui apparaît à différentes

---

[127] C'est notamment le cas de la faillite de la banque Hugo Stinnes où les créanciers français font face à une procédure de liquidation et d'arbitrage particulièrement houleuse.

[128] Les agents de la Banque de France vérifient cependant certains dires, notamment quand les informations concernent au passage l'institution à laquelle appartient l'informateur.

[129] Les travaux réalisés par B. Desjardins, R. Nougaret et A. Plessis (2003) sur l'histoire du Crédit Lyonnais permettent de resituer Gilbert Cazes. Il ne faut pas confondre ce dernier avec son frère, Marcel Cazes malgré leur parcours similaire à certains égards. En effet, Marcel Cazes est directeur de la Haute Banque et des agences étrangères du Crédit Lyonnais dans les années 1950. Alors que celui-ci prend la direction générale de la banque au tournant de la décennie, c'est son frère, Gilbert, qui nous intéresse ici, qui prend sa place en tant que directeur de la Haute Banque et des agences étrangères. Gilbert passe ensuite à la division de l'international qui est créée en 1969 et devient directeur de la trésorerie et des changes. On comprend par ce parcours tourné vers les questions bancaires internationales, son intérêt ainsi que son expertise sur les questions liées aux Euromarchés. En outre, le personnage semble être un habitué de la sociabilité et des réseaux mondains. En effet, outre son expertise sur la banque, l'histoire retient aussi son goût pour la chasse. Si l'on en croît Pierre de Cossé, duc de Brissac, Gilbert Cazes proposait à ses invités au début des années 1960, dans son domaine du Petit-Coulon en Sologne, « des canards et des faisans beaux et bons à tirer » (*Le temps qui court (1959-1974)*).

[130] Les notes de la DGSE ne font référence qu'à M. de Talance. Ce dernier, si l'on s'appuie sur les travaux sur les banquiers français d'Hubert Bonin(2014), semble être André de Talancé. Il rejoint la Banque de l'Union Parisienne en 1952 et gagne en responsabilités. Il devient sous-directeur en 1958 et directeur adjoint en 1965.

[131] Le premier rencontre à plusieurs occasions des agents de la DGSE tandis que le second est à l'origine de plusieurs appels.

[132] Il reste deux traces des contacts téléphoniques de Talance avec la DGSE, le premier a lieu le 19 décembre 1963 (Note intitulée « Défaillance de la banque Hugo Stinnes », Marcel Théron, DGSE, BdF_1495200501_576) et le second le 14 janvier 1964 (Note intitulée « Liquidation de la banque Hugo Stinnes », DGSE, BdF_1495200501_576).

reprises dans les archives de la banque centrale. Ces rencontres sont l'occasion de glisser un mot de manière informelle aux agents de la Banque. Un des exemples qui s'applique à la crise des Euromarchés est le dîner organisé par l'*American Chamber of Commerce in France* le 22 janvier 1964. Le Vice-Président de la Morgan Guaranty Trust Cy. aborde J. Koszul pour lui communiquer la situation de sa banque, prise dans la faillite de l'ACVRC, et profite de l'occasion pour le tenir au courant des derniers développements de la crise – notamment de la position d'American Express qui promet de couvrir les pertes financées par sa filiale[133].

Parmi les autres sources d'informations qui se tournent vers la DGSE comptent des agences d'études financières, telle que FINACOR[134] qui transmet informations, notes et articles divers, ou le réseau diplomatique français par le biais des ambassades et de leurs chargés d'affaires économiques.

Le cas de Gilbert Cazes est intéressant à plusieurs égards. Cazes pointe du doigt les pratiques de ses concurrents sur le marché après avoir souligné la bonne tenue de sa propre banque et lance un appel à la régulation du marché. Le banquier du Crédit Lyonnais fait d'une pierre deux coups, il s'attire les bonnes grâces de la Banque de France – dont il est un interlocuteur et informateur habituel - et coupe les ailes de ses concurrents dans un domaine dans lequel sa banque n'est pas très investie – elle est engagée principalement au niveau domestique -. Dans sa note du 5 décembre 1963, Julien Koszul, qui a rencontré Gilbert Cazes, introduit la question comme suit :

> « Au cours d'un nouvel entretien, M. Gilbert Cazes nous a fait une suggestion qui n'est pas sans intérêt.
>
> Après avoir souligné que le Crédit Lyonnais était relativement fort peu engagé vis-à-vis de l'étranger (ce qui est exact), M. Gilbert Cazes s'est étonné que certaines banques moins puissantes que le Crédit Lyonnais n'hésitent pas à contracter vis-à-vis de l'étranger des dettes considérables.
>
> Il suggère qu'il serait désirable que soit imposé aux Intermédiaires Agréés (par une disposition prise dans le cadre de la réglementation du crédit ou de la réglementation des changes) ou simplement suggéré par une lettre de la Banque, que les engagements nets

[133] « Situation de l'American Express Cy », 23 janvier 1963, BdF_1495200501_576.

[134] Lettre du 5 décembre 1963 de Jacques Sidès, associé directeur de Finacor, destinée à J. Koszul. Les signatures et notes marginales permettent de voir que la lettre en question a circulé au sein de la DGSE. BdF_1495200501_576.

en devises étrangères d'un Intermédiaire Agréé ne doivent jamais excéder le double du montant cumulé de son capital et de ses réserves ». (J. Koszul, 5 décembre 1963).[135]

Cette suggestion est prise au sérieux puisque Julien Koszul la consigne dans une note administrative qu'il accompagne d'un tableau de sa main où est fait le rapport entre les engagements en devises et le montant cumulé du capital et des réserves des banques de la place parisienne. Ce tableau permet d'expérimenter des ratios et de jauger la capacité des banques à faire face à leurs engagements à partir de leurs ressources les plus liquides. Cette suggestion de mise en place de ratios à partir du bilan des banques est dans ses conceptions proche de ce qui sera discuté par la suite au sein du Comité de Bâle à partir des années 1970 et 1980. C'est une première étape dans la mise en place de normes prudentielles. On remarquera cependant que, dans cette note du 5 décembre 1963, Julien Koszul considère que les banques françaises et celles dont la maison mère se trouve à l'étranger ne doivent pas être logées à la même enseigne. Il plaide aussi pour une modulation des ratios en fonction des établissements. La règle, si elle est mise en place, opère un distinguo en fonction de la nationalité des banques et, chose habituelle à l'époque, en fonction de la mission de certains établissements.

La chose peut paraître saugrenue de nos jours puisque nous nous sommes habitués à l'idée, entérinée dans les années 1970 et 1980 par le comité de Bâle, que c'est le pays d'accueil, et non celui d'origine, qui régule et intervient en prêteur en dernier ressort. Ce n'est cependant pas le cas à l'époque. Dans le cas de la crise Hugo Stinnes, la maison mère d'American Express France, située à New-York, compense les pertes de sa filiale française directement depuis les Etats-Unis. Cette compensation est mise en place parce que la Banque de France fait comprendre aux dirigeants d'Amex qu'elle voit d'un mauvais œil la possibilité que ce soit la filiale française qui compense des pertes qui viendraient puiser dans les réserves en dollars de la France. C'est sans compter sur le fait que les dirigeants d'Amex avouent que la majorité des décisions d'investissement sont prises directement depuis New-York et engagent la maison mère. Cette distinction au sein d'un pays entre filiales de banques étrangères et banques dont le siège social est sur le territoire français s'estompe progressivement en France à partir des années 1970. La directive nº4 PB, dont il est cas dans le troisième chapitre de cette thèse, montre que la Banque de France tâche de faire appliquer les directives françaises et les normes comptables françaises aux banques internationales.

En outre, les propos de Cazes repris par Koszul montrent que les banques ne sont pas insensibles aux signaux non-contraignants que peuvent émettre les banques centrales. Il suggère explicitement que tant la contrainte comme la suggestion font partie de la palette d'action des banques centrales sur les

[135] Note du 5 décembre 1963 intitulée *Engagements des Intermédiaires Agréés en devises étrangères vis-à-vis de non-résidents*, Julien Koszul, BdF_1495200501_576. L'emphase est mise par Koszul lui-même.

marchés[136]. La Banque de France en est consciente et commence en décembre 1963 à prendre directement la parole sur le marché et à s'adresser à des publics de plus en plus larges. Information, suggestion et menace font partie de son action de supervision et de cadrage tout au long d'une crise qui dure au moins dix-huit mois. C'est finalement par une politique de communication jouant sur des répertoires non-contraignants que la Banque tâche de cadrer les pratiques sur le marché et d'en soutenir la légitimité.

2. La Banque de France : nouvelle source d'énonciation sur l'Euromarché

La position d'attentisme de la Banque de France prend fin à partir de décembre 1963 avec l'envoi d'une lettre circulaire à toutes les banques de la place parisienne impliquées sur les Euromarchés. Le gouverneur de la Banque de France menace alors de restreindre sévèrement les libertés qui leurs sont accordées par l'instruction nº854 du 20 mai 1960 si elles ne modifient pas leurs pratiques. C'est tout bonnement l'interdiction d'opérer sur les Euromarchés qu'il agite à cette occasion[137]. Cet avertissement, qui s'accompagne de conseils élémentaires à l'intention des banques, marque un tournant pour la Banque de France puisqu'elle commence à communiquer ouvertement son opinion sur le marché. Par le seul biais de la communication, elle recadre les banques et rend explicite le fait qu'elle surveille étroitement le marché.

---

[136] Je n'ai pas retrouvé de traces de la mise en place de cette proposition dans les archives de la Banque de France. Suite à sa lettre du 6 décembre 1963, la DGSE convoque cependant certains banquiers et les reçoit en entretien. On peut imaginer, vu l'enthousiasme de J. Koszul, que certaines recommandations orales faites par la DGSE aux banquiers ont pu se rapprocher de la mise en place de ratios mais rien ne peut le prouver en l'état. Peut-être la proposition est-elle reprise dans le cadre d'autres questions qui ne sont pas traitées dans les fonds que j'ai pu consulter. Il est cependant intéressant de voir que cette proposition de ratios contraignants, sans préjuger de son résultat final, peut aussi émerger d'un acteur privé. Les acteurs privés sont des acteurs à part entière de la régulation.

[137] Catherine Schenk (1998) fait référence à la lettre du gouverneur Brunet à travers les traces qu'en conservent les archives de la Banque d'Angleterre (BE EID 10/22). Schenk en tire la conclusion que le gouverneur engage les banques à « réduire drastiquement leurs affaires en Eurodollars » (Schenck, 1998, p.237). L'interprétation qu'elle en tire est, je crois, influencée par des documents postérieurs de la Banque d'Angleterre puisque cette dernière semble croire que la Banque de France souhaite réduire de trois quarts la taille du marché. Outre le fait que la lettre du 6 décembre 1963 ne fait aucune référence à la volonté du gouverneur de voir les banques réduire drastiquement leur volume d'affaire - il n'appelle qu'à des pratiques plus prudentes et menace de réguler- les archives de la Banque de France ne semblent conserver aucune trace de la volonté de la DGSE de réduire l'implication des banques sur le marché des trois quarts. Aucune référence postérieure à la chose n'est d'ailleurs faite et la publicité que la Banque de France fait du marché par la suite semble contredire l'idée même qu'elle aurait désiré prendre une mesure aussi drastique. Tout au plus peut-on croire que la Banque de France a laissé circuler des rumeurs laissant entendre qu'elle prendrait des mesures drastiques afin d'inciter les banques à rentrer dans le rang ; rumeurs prises au pied de la lettre par la Banque d'Angleterre. Rien ne peut cependant, en l'état, venir étayer une telle hypothèse.

La non-intervention par des instruments contraignants ne tient qu'au bon comportement des acteurs bancaires et à l'observation des signaux envoyés par la banque centrale. Dans les mois qui suivent, elle s'érige publiquement en source d'énonciation sur les pratiques légitimes en Eurodevises, participe aux débats sur les développements du marché et défend la légitimité de ce dernier dans le cadre du mouvement général de libération des mouvements internationaux de capitaux. Bien que non-contraignante dans sa forme légale, la communication de la Banque de France engage tout de même, de l'avis de ses agents, les banques de la place parisienne. Ne pas suivre les recommandations de la Banque implique de s'exposer à des sanctions et de perdre la confiance du régulateur.

Alors que la régulation précise a priori les comportements illégitimes et les sanctions qui s'y appliquent, la communication comme forme de cadrage laisse le flou autour des possibilités d'intervention - quitte à laisser imaginer le pire, c'est à dire l'interdiction pure et simple de participer au marché -. La Banque de France entretient donc l'incertitude concernant son action en cas de non-respect de sa volonté tout en tâchant de lever les doutes qui pèsent sur la stabilité et le futur du marché.

La Banque de France produit donc deux types de discours sur les Euromarchés. Le premier vise à influencer les pratiques des banques, afin de réduire les risques qui se développent sur le marché. Le second, vise à légitimer le marché et à calmer les publics qui s'inquiètent des crises qu'il traverse. Alors que le premier type de discours vise les agents qui interviennent directement sur le marché, c'est à dire les banques, et entretient l'incertitude sur les actions du régulateur en puissance, le second vise un public de plus en plus large et vise à informer et rassurer sur la pérennité du marché. Ce second type de discours est destiné à un public de banquiers inquiets, à la presse spécialisée et généraliste et, par l'intermédiaire de cette dernière, à l'opinion publique. C'est l'objet des deux sous-sections qui suivent d'expliciter les deux dimensions de la communication de la Banque de France qui visent à cadrer le marché, les pratiques qui y ont cours et à en légitimer l'existence.

2.1. Suggérer et punir

La crise des Euromarchés porte atteinte au climat de bonne entente et de coopération avec les banques dont les agents de la DGSE se congratulent au début des années 1960. Il faut rappeler ici le fait que les rapports qu'entretient la DGSE aux banques de la place parisienne ne sont pas linéaires et que l'histoire des Euromarchés est faite de soubresauts, de retournements et de situations dont il est impossible de déterminer l'issue à l'avance. La relation du régulateur au marché est loin d'être stabilisée. Il est donc difficile de mobiliser des considérations idéologiques ou de faire de la routine administrative les facteurs qui expliquent exclusivement les pratiques de surveillance et de régulation de la Banque de France.

Les considérations idéologiques sont loin d'être arrêtées et cohérentes puisqu'elles se constituent au fur et à mesure de la pratique et des événements. Il convient d'ailleurs de souligner qu'au

sein même de la DGSE, et des échelons hiérarchiques les plus élevés de la Banque, il n'y a pas de consensus prédéterminé sur les actions à réaliser. Interventionnisme et libéralisme se côtoient et les agents de la Banque ont des visions contrastées, loin d'être dogmatiques ; les marges de négociation existent et sont parfois appréciables dans les notes marginales où chaque lecteur appose son opinion. C'est sans compter sur le fait que, comme nous l'avons montré plus haut, la DGSE est très à l'écoute d'autres arènes à travers ses informateurs, les entrepreneurs d'opinion (Bergeron et al., 2013), qui prennent contact avec elle et, bien entendu, à travers la presse. Un parallèle intéressant peut être dressé avec les dernières recherches liées au *Dictionnaire historique des inspecteurs des finances, 1801-2009* (2014). Ces dernières montrent qu'au sein même de l'Inspection des Finances, il est illusoire de vouloir caractériser une tendance idéologique commune à tous les acteurs. Il n'y a pas d'esprit du temps mais une myriade d'opinions qui traduisent à la fois un compromis idéologique entre libéralisme et interventionnisme et qui, loin d'être figées, évoluent. Eric Monnet (2018), en ce qui concerne la Banque de France, et plus particulièrement la question de la politique de crédit, met en garde le chercheur : les opinions des agents de la Banque de France ne sont pas gravées dans le marbre et évoluent ; ces derniers n'étant pas rétifs à l'expérimentation.

Le début des années 1960 est, pour la DGSE, celui de nombreuses interrogations et expérimentations en vue de déterminer la meilleure approche de communication auprès des banques. Alors que l'année 1962 et une bonne partie de l'année 1963 tendent vers l'expérimentation d'un modèle de coopération entre les banques et la banque centrale ; la crise des Euromarchés entraîne un tournant où la banque centrale manie à la fois la carotte et le bâton sans pour autant avoir recours à des instruments légalement contraignants. La méfiance et le renforcement de la surveillance des banques côtoient la volonté de ne pas mettre en place une approche réglementaire trop intrusive. Cette approche est ensuite maintenue malgré la difficulté de la Banque de France à évaluer l'impact sur le comportement des banques de sa politique de communication basée sur le maintien d'une certaine ambigüité concernant des sanctions potentielles.

Dès les premières enquêtes statistiques sur les Euromarchés en 1962, les rapports de la DGSE s'interrogent sur la relation de la banque centrale aux banques de sa place et sur les moyens les plus efficaces pour communiquer et échanger avec ces dernières. Les questionnements portent alors sur les différents moyens à disposition de la DGSE pour obtenir des informations auprès des banques au sujet des Euromarchés. C'est avant tout un climat de coopération que les agents de la DGSE cherchent à favoriser en préférant des options qui ne supposent pas trop de contraintes matérielles et réglementaires pour les banques. Ils appellent de leurs vœux, dans les cas de *reporting*, à substituer « le principe de telles collaborations [peu contraignantes et concertées] au concept autoritaire issu du contrôle des

changes »[138] (p4). La DGSE espère alors ouvertement que « le bureau des statistiques pourrait en espérer le développement d'une coopération déjà féconde avec les intermédiaires agréés français » (*ibid).*

Cet esprit de coopération en bonne intelligence entre les banques et leur régulateur va de pair avec la certitude que les banques se contraignent par elles-mêmes et font preuve de prudence. Une note du 20 septembre 1962, si elle souligne les risques potentiels liés au marché, avance avec confiance que « il y a tout lieu de croire que les Intermédiaires Agréés français, en dépit de la concurrence très vive des banques étrangères, témoignent dans ces opérations de leur prudence habituelle. […] Ainsi la participation des Intermédiaires Agréés français au marché des Euro-devises, pour importante qu'elle soit, ne paraît pas présenter dans les circonstances actuelles de grands dangers, ni soulever de graves problèmes»[139].

Cette confiance s'émousse cependant à mesure qu'empire la crise du marché aux mois de novembre et décembre 1963[140]. Des tensions apparaissent alors entre le désir de mettre en place une approche basée sur la suggestion et la collaboration - confiante en la bonne foi des directions bancaires et dans leur capacité à mesurer les conséquences potentielles de leurs actions - et le désir de taper du poing et recadrer les pratiques et marquer les esprits.

2.2. La lettre circulaire : objet de coopération ou de coercition

La lettre circulaire du 6 décembre 1963 marque un tournant et installe un nouveau modèle de coopération entre la Banque de France et les banques impliquées sur le marché. En outre, elle constitue un document original, permettant d'apprécier la démarche de tâtonnement qui est celle de la Banque au moment de reprendre la main sur le marché. Ce tâtonnement est appréciable à deux égards. En premier lieu, l'étude du document en lui-même révèle que la lettre circulaire ne relève pas de l'arsenal contraignant habituel de la Banque mais s'inscrit dans le cadre d'une démarche régulatoire nouvelle basée sur la coopération avec les banques. En second lieu, les projets de lettre conservés dans les archives permettent de voir que la position de la DGSE concernant cette coopération et ses fruits se durcit à mesure des brouillons – passant de la suggestion à la menace directe -.

Les lettres circulaires sont un objet passé jusqu'ici inaperçu dans les recherches que les historiens ont pu mener dans les archives de la Banque. En effet, elles semblent avoir connu une

---

[138] « Statistiques sur les Euro-devises », DGSE, Bureau des Statistiques, décembre 1962, BdF_1495200501_602.

[139] « Les banques françaises et le marché de l'Euro-dollar » (p.20 et 21), DGSE, Statistiques et Balance des Paiements, 20 septembre 1962, BdF_1495200501_577.

[140] Nous l'avons vu plus haut en ce qui concerne les brouillons de la lettre-circulaire que le gouverneur adresse aux banques le 6 décembre 1963. Le ton se durcit considérablement à mesure que des versions se succèdent ; du simple rappel bienveillant le ton se transforme finalement en menace d'intervention.

existence éphémère et mes recherches n'en ont porté que trois à ma connaissance[141]. Elles se distinguent des circulaires de la Banque de France à plusieurs égards. La première tient à leur genèse et leur fonction. Les circulaires de la Banque de France disposent de façon contraignante du fonctionnement de la Banque elle-même et de celui de la banque française en général. Leur portée peut concerner tous les domaines de la pratique bancaire et financière[142]. Les lettres circulaires, elles, s'inscrivent dans une relation de coopération non-contraignante tant juridiquement qu'administrativement. Elles visent le partage d'informations et de données et s'adressent à des établissements particuliers avec qui cette relation est préalablement négociée.

Les deux premières lettres circulaires[143] sont ainsi basées sur une relation de coopération entre la banque centrale et les banques. La relation n'est pas univoque mais engage les deux parties : l'exemple le plus clair est que les données fournies par les banques dans le cadre de cet échange sont traitées par la Banque de France et communiquées au plus vite aux banques participantes à l'échange. Le projet de seconde lettre circulaire laisse même place à une enquête auprès des Banques concernées afin de sonder leur avis sur la question et de recueillir leurs commentaires sur les modalités potentielles de collecte de données[144].

Cette approche, comme nous avons pu le voir un peu plus haut, est le résultat d'une volonté de la DGSE de s'éloigner du « concept autoritaire issu du contrôle des changes »[145]. Elle s'émousse

---

[141] Dans le cadre de mes recherches concernant les lettres circulaires, j'ai pu compter sur l'aide précieuse des archivistes de la Banque de France. Nos démarches semblent confirmer le statut original de la lettre circulaire en tant qu'objet. Trois lettres circulaires ont été identifiées sur la période couvrant 1962 à 1965. Peut-être y en a-t-il eu de postérieures mais elles dépassent le cadre du travail exposé ici. Il convient de souligner que contrairement aux circulaires, consciencieusement consignées dans les registres et répertoires permettant d'y faire référence systématiquement (boîtes 1060201205/71 ; 1060201205/72 ; 1060201205/73 ; 1060201205/180 ; 1060201205/181), les lettres circulaires ne sont pas incorporées dans les compilations de règlementations.

[142] Des années 1960 aux années 1980, les circulaires sont organisées autour de 6 titres, à savoir : organisation et administration (titre I) ; personnel (titre II) ; caisses (titre III) ; comptes courants, dispositions, comptabilité. Contentieux. Coffres forts (titre IV) ; relations avec le Trésor Public (titre V) ; escompte, encaissement. Chèques et effets de commerce (titre VI). La grande majorité concernent la Banque de France et ses filiales et certaines concernent aussi les banques françaises ; dans ce dernier cas, les banques sont mises dans la boucle.

[143] A savoir la lettre du 7 septembre 1962 concernant la demande de renseignements concernant les pays « mauvais débiteurs » et la lettre d'avril 1963 concernant les opérations de prêts et de dépôts en devises à vue et à court terme avec les banques étrangères (BdF_1495200501_576). La lettre du 7 septembre est citée comme précédent dans les documents préparatoires de celle d'avril 1963.

[144] *Observations recueillies auprès de diverses banques (C.L, S.G., B.N.C.I, C.N.E.P, B.F.C.E., C.I.C., B.U.P.) sur le projet de circulaire relatif aux opérations de prêts et de dépôts de devises à vue et à court terme avec les banques étrangères,* DGSE, Statistiques et Balance des Paiements, Avril 1963. BdF_1495200501_576.

[145] « Statistiques sur les Euro-devises », DGSE, Bureau des Statistiques, décembre 1962, BdF_1495200501_602.

cependant au cours de la crise et les mesures prises par la DGSE à partir de la lettre circulaire du 6 décembre 1963 montrent une approche qui se durcit. La coopération reste un objectif, puisque c'est le format de lettre circulaire qui est retenu. Cette coopération s'inscrit cependant dans un cadre cerné par la menace de représailles – l'interdiction d'avoir accès à des devises pour compenser les pertes - et de régulation – allant jusqu'à la fermeture du marché en France -.

La Banque de France souhaite obtenir des données ainsi que des explications circonstanciées sur le comportement des banques sur le marché. Elles sont invitées à se dénoncer d'elles-mêmes en cas de risque de pertes ; c'est sûrement en cela que la DGSE assimile sa démarche à une approche par la coopération. Les banques peuvent, en effet, prendre le risque de ne pas annoncer à l'avance leurs risques de pertes dans l'espoir d'en effectuer le recouvrement sans alerter la Banque de France. En coopérant volontairement, elles peuvent espérer une réaction bienveillante de la part de la banque centrale. La fonction de la lettre circulaire est donc particulière : elle s'inscrit dans une démarche d'expérimentation de nouvelles relations avec les banques, s'applique à des questions circonscrites à l'échange d'informations et de données et à certains acteurs seulement. Non-contraignante et basée sur des démarches d'échange et de consultation pour ce qui est des deux premiers précédents, elle devient ensuite un instrument particulier de cadrage des pratiques. Tout en restant non-contraignante par sa nature, elle pose les fondements d'une relation nouvelle à la surveillance des banques où ces dernières sont mises face à leurs responsabilités sans cadre régulatoire précis. Elle reste cependant tâtonnante car elle se construit et se précise au fur et à mesure des événements et des contacts avec les banquiers.

2.3. De l'art de menacer

La lettre circulaire du 6 décembre 1963 est un objet charnière de l'approche non-contraignante par la communication que met en place la Banque de France. Trois moments constituent les pivots de son efficacité. Le premier est lié à la réflexion que la Banque de France mène sur le ton de la lettre en question. Le deuxième est lié à la réception des banques de la lettre en question et aux efforts que certaines déploient pour informer la Banque de France de leurs agissements. Le troisième est lié à l'évaluation de l'impact de la lettre circulaire par les agents de la DGSE.

Le deux premiers brouillons[146], de fin novembre 1963, montrent que la DGSE cherche initialement à faire passer un simple avertissement. Elle enjoint les banques à faire attention au risque créditeur et aux échéances des prêts et leur fait comprendre qu'en cas de problème, elle sera forcément au courant de leurs déboires puisque toute conversion de francs en devises pour éponger des pertes à

[146] Les différentes versions préliminaires de la lettre du 6 décembre peuvent être retrouvées dans le carton BdF_1495200501_576. Ils s'intitulent *Projet (n°) de lettre-circulaire aux Intermédiaires Agréés* et ont pour objet les emprunts et les prêts en devise. Ils datent principalement de fin novembre.

l'étranger implique une autorisation[147]. En rappelant qu'elle se trouve en mesure de refuser aux banques la conversion nécessaire pour que ces dernières puissent faire face à leurs obligations, elle leur fait comprendre – implicitement - qu'elle peut les pousser à se trouver dans une situation de défaut partiel ou, a minima, à connaître des difficultés pour s'approvisionner en devises. Une telle situation pourrait nuire gravement à leur réputation internationale. Les banques se retrouvent donc entre le choix de prendre le risque de résoudre secrètement leurs déboires, quitte à se retrouver au pied du mur, ou à faire part de leurs difficultés à la Banque de France par anticipation et espérer des mesures clémentes pour obtenir des devises dans le cas où le recouvrement des créances serait impossible. Dans ces premiers brouillons, la DGSE cherche à trouver la formulation qui permettra aux banques de comprendre le plus clairement possible l'avertissement qu'elle lance ; elle développe des formulations de plus en plus explicites sur les risques qu'encourent les banques, tout en laissant l'incertitude sur la résolution que la banque centrale pourra donner aux sollicitations :

> « Nous vous rappelons que les achats de change que rend nécessaire la couverture de semblables pertes requièrent une autorisation spéciale des services de contrôle des changes ; la manière dont les intermédiaires auront conduit leurs transactions ne manquera pas d'être appréciée à cette occasion » (projet nº1)

> « Il ne vous échappera pas toutefois que la couverture des pertes subies éventuellement à l'occasion de telles opérations ne saurait être assurée par des achats en devises contre francs sans une autorisation spéciale des services de contrôle des changes. L'examen de la demande d'autorisation fournira l'occasion d'apprécier les conditions dans lesquelles l'intermédiaire Agréé aura fait usage de la latitude laissée par l'Instruction nº854 » (projet nº2)

> « Nous soulignons d'ailleurs à cet égard qu'une autorisation spéciale devra être demandée aux services chargés du contrôle des changes, lorsqu'il y aura lieu de procéder au règlement final de ces opérations, et particulièrement de rembourser les prêteurs ou déposants étrangers, alors que les devises qui leur auront été empruntées apparaîtront comme définitivement perdues. Il va de soi que ces demandes ne recevront pas automatiquement satisfaction, que des explications seront exigées, et que des conditions seront posées » (projet nº3)

[147] Une telle conversion vient en effet réduire les réserves officielles de la France.

Le ton se durcit donc dans les versions successives alors que la crise Allied Crude gagne en ampleur et est discutée dans les journaux grand public. La lettre finalement envoyée le 6 décembre par le Gouverneur de la Banque de France est une véritable lettre de menaces aux banques de la place parisienne[148] et pas seulement un simple avertissement comme les premières versions de la lettre auraient pu le laisser entendre.

Outre le fait que la lettre n'émane pas de la DGSE directement, comme on aurait pu l'espérer au vu des deux précédentes lettres circulaires de 1962 et 1963, mais du gouverneur lui-même – ce qui renforce l'importance de la lettre circulaire -, le contenu de cette dernière passe explicitement de l'avertissement à la menace. La lettre passe d'une à deux pages et utilise un ton très sec.

Alors que les trois premiers projets ne font référence qu'à des « incidents » sur le marché, la lettre définitive multiplie les apostrophes envers les banques et insiste sur leur responsabilité directe dans les pratiques que la Banque de France dénonce. Elle souligne donc que « certains intermédiaires agréés n'avaient pas fait preuve de la prudence nécessaire » (p.1) et même que ces imprudences « ne sont pas seulement fâcheuses pour les maisons intéressées, mais [risquent] de se traduire, tôt ou tard, par des prélèvements sur les réserves officielles de change ». Ce qui est présenté comme problème individuel dans les versions préliminaires, on dirait aujourd'hui micro-prudentiel, est ici érigé en véritable problème public puisque les pertes peuvent avoir un impact sur les réserves en devises de la France.

Le régulateur n'attend plus seulement que les banques prennent contact avec lui, mais qu'elles fournissent des « informations complètes […] dûment présentées » (p.1). La lettre comprend une page entière consacrée aux questions prudentielles - alors que les projets préliminaires ne contiennent qu'un paragraphe tout au plus – et finit sur une phrase lapidaire et menaçante : « Si ces recommandations élémentaires, mais essentielles, sont perdues de vue, il est clair que les libertés qu'offre actuellement l'Instruction nº854 devront être sévèrement restreintes » (p.2).

Bien que non-contraignante, puisque la lettre circulaire est par nature basée sur la coopération et fait appel à la bonne foi des banques ; la lettre claque comme un coup de tonnerre. Elle appelle à une modification profonde des pratiques et signale ouvertement que la Banque de France peut prendre des mesures. La nature précise de ces mesures est cependant impossible à anticiper pour les banques puisque la Banque de France prend bien soin de cultiver une certaine incertitude autour de l'arsenal qu'elle peut choisir de mettre en place : toutes les portes sont encore ouvertes, de la clémence en cas de transparence du côté des banques, à la fermeture du marché par modification de l'Instruction nº854. Si la lettre n'a

[148] Les différents brouillons de la lettre du 6 décembre précèdent vraisemblablement l'entretien entre Koszul et Cazes, il ne semble donc pas y avoir de lien de cause à effet entre les deux. En revanche, le contexte a dû favoriser la réception de la suggestion de Cazes auprès de la DGSE.

pas de valeur contraignante légalement ou administrativement, elle n'en demeure pas moins un moyen d'intervention très clair où des menaces de sanctions sont présentes.

2.4. Les raisons de la colère

La stratégie de communication de la Banque de France porte-t-elle les fruits escomptés ? Les archives permettent d'entrevoir que plusieurs banques prennent la lettre circulaire très au sérieux et sollicitent des entretiens avec les agents de la DGSE. Elles profitent de ces rendez-vous pour transmettre à la DGSE les raisons de leurs imprudences. On remarque, cependant, que les cadres dirigeants des banques tâchent de s'affranchir de toute responsabilité en la reportant sur les agents cambistes de leur banque.

Au mois de mai 1964, les agents de la DGSE essaient de percevoir dans les statistiques qui leur parviennent des signes chiffrés de la prudence accrue des banques[149]. Alors que certains croient voir dans la diminution des transactions un signe de la prudence des banques, d'autres, contestent le lien de cause à effet et n'y voient qu'un ralentissement lié à la variation des taux d'intérêts. La DGSE reste donc dans le flou sur les effets concrets de sa politique de communication sur les banques dans leur ensemble. Elle peut cependant apprécier une certaine augmentation de la sollicitude de certains établissements qui viennent d'eux-mêmes signaler leurs difficultés et tâcher d'y remédier sans impact sur les réserves de la France.[150]

Un camouflet vient cependant porter une ombre à ce tableau : certaines banques ne semblent pas modifier suffisamment leurs pratiques sur le marché pour éviter les pertes. C'est le cas de Worms & Cie qui se laisse piéger par une affaire qu'elle tâche d'étouffer dans un premier temps (cf. chapitre 1). La DGSE est d'ailleurs furieuse d'apprendre au cours du mois de juin 1964 que cette dernière se trouve empêtrée depuis plusieurs mois dans une affaire qui implique la famille Dupont de Nemours et Samuel Bronston[151]. Cette affaire montre que toutes les banques ne se plient pas au jeu de la Banque de France.

---

[149] « Evolution de l'activite des 30 principales banques françaises sur le marché de l'Euro-dollar et des Euro-devises (Livre, DM, FS et FL*)* », DGSE, Statistiques et Balance des Paiements, 20 mai 1964, BdF_1495200501_602.

[150] L'American Express Cy. en est un exemple lorsqu'elle doit essuyer des pertes au cours de l'affaire Stinnes qui succède de peu celle de l'Allied Crude où elle est directement impliquée.

[151] Un membre de la famille Dupont de Nemours se porte caution des prêts contractés par Samuel Bronston et se trouve dans l'incapacité de faire face à ses promesses après la faillite de ce dernier. S. Bronston est à l'époque un réalisateur connu à Hollywood pour ses films monumentaux. Il a réalisé, entre autres, *John Paul Jones*(1959), *King of Kings* (1961), *El Cid* (1961), *55 Days at Peking* (1963) et *The Fall of the Roman Empire* (1964).

2.5. Modalités et degré de maîtrise de la communication

La Banque de France s'engage progressivement auprès du marché dans une démarche non-contraignante basée sur une politique de communication active auprès de nombreux acteurs attachés au marché. Cette démarche de communication mobilise des institutions bancaires commerciales, des institutions internationales, des banquiers et des associations, la presse, des entreprises ou encore certains particuliers. Elle permet à la Banque de France de constituer sa position sur certains des problèmes soulevés sur le marché puis de faire valoir cette position de façon insistante mais non-contraignante.

Nous avons vu que la maîtrise que les banquiers centraux ont de leur communication est très variable. Cette maîtrise se caractérise par le degré de certitude qu'ont les banquiers centraux que leur message sera compris, qu'il touchera effectivement le public ciblé en priorité, et ne perdra pas de sa force et de son intégrité lors de sa diffusion à des sphères plus larges. Elle est aussi fonction de la nature de la relation de communication qui est établie - selon qu'elle est informelle, formelle, ponctuelle ou récurrente - ainsi que de l'initiative de l'énonciation – selon que les banquiers centraux sont à l'origine de l'énonciation ou non-. Le degré de maîtrise qu'ont les banquiers centraux de leur communication est donc fonction de la modalité de communication retenue, du public qu'elle vise et de ses capacités de diffusion. L'initiative à l'origine de la communication est cependant tout aussi structurante ; elle est essentielle pour déterminer la position de régulateurs et d'experts qu'endossent les banquiers centraux. La perception des publics envers le régulateur est amenée à varier selon que la banque centrale ne fait que répondre à des initiatives lancées par d'autres acteurs en se plaçant en retrait ou qu'elle participe activement à la communication sur le marché.

La maîtrise de la communication et l'impact de cette dernière sur les acteurs du marché n'est donc pas la même selon que les banquiers centraux doivent répondre à une apostrophe ou prennent l'initiative de communiquer. Au début de la crise, force est de constater que les banquiers centraux sont pris à partie tant par les banquiers que par la presse. Ils jouissent alors d'une maîtrise limitée de la communication autour des Euromarchés puisqu'ils ne cadrent pas activement les débats des premiers temps. Les contacts sont sporadiques et ne participent pas d'une démarche d'ensemble. Parce qu'ils ne prennent pas l'initiative de la communication et se placent dans une position d'attentisme, les banquiers centraux laissent le marché se développer sans afficher d'hostilité notoire tant que les transactions ne contreviennent pas aux cadres régulatoires déjà existants.

Cette situation change au fur et à mesure que la crise du marché prend de l'ampleur à la suite de plusieurs défauts retentissants. La Banque de France s'empare progressivement de la communication autour du marché. Les banquiers centraux estiment qu'une prise en main des informations circulant sur le marché est nécessaire à sa bonne tenue. Elle permet, en outre, une forme d'intervention régulatoire peu invasive et compatible avec le désir de voir la libération des capitaux prendre de l'ampleur. Cette

libération des mouvements de capitaux apparaît comme positive tant qu'elle ne met pas en danger l'équilibre financier domestique. La coexistence des deux résulte, cependant, d'un équilibre fragile ; c'est ce que montre le cas des Euromarchés où la compartimentation domestique et internationale des activités est difficile à maintenir à cause de la porosité des activités financières.

C'est à travers la mise en place d'une politique de communication de plus en plus systématique sur les évolutions du marché que la Banque de France finit par afficher publiquement sa « neutralité bienveillante »[152]. La Banque de France se hausse alors au statut de source d'énonciation et d'expertise. Le tableau ci-dessous recense les différentes modalités de communication conservées dans les archives que j'ai pu retrouver à la Banque de France et qui sont relatives aux Euromarchés sur la période 1963-1965. Elles permettent d'entrevoir que le travail de supervision et de régulation n'est pas un exercice solitaire. Les modalités de communication sont très diverses, elles varient selon les supports employés (correspondance, téléphone, telex, télégramme, rapport, article de presse, entre autres) ou le cadre dans lequel elles se déroulent (activités de loisirs, dîners, conférences et interventions, rendez-vous et visites).

[152] Rappelons ici que le terme de « neutralité bienveillante » est d'André de Lattre, second puis premier sous-gouverneur de la Banque de France de 1966 à 1974. Il l'utilise a posteriori pour qualifier l'attitude de la Banque de France dans les années 1960.

	Modalité de communication	Public ciblé en priorité	Diffusion
Forte maîtrise	Dîners	Associations / clubs / homologues et représentants institutionnels	Restreinte à modérée selon que la conversation est privée ou qu'il y a prise de parole publique
	Loisirs	Homologues / relations privilégiées	Restreinte aux présents
	Rendez-vous	Homologues et représentants institutionnels / banquiers	Restreinte aux présents et aux destinataires des notes internes
	Correspondance amicale	Amitiés	Restreinte aux destinataires
	Correspondance officielle	Homologues / banquiers / sollicitations ponctuelles	Restreinte aux destinataires, circulation institutionnelle
	Conversation téléphonique	Varié	Restreinte aux destinataires
	Télégrammes	Varié	Bilatérale / groupes d'acteurs
	Rapports confidentiels ou internes	Homologues et institutions publiques ou internationales	Restreinte
Maîtrise modérée	Interventions à des conférences	Associations, Clubs	Restreinte s'il n'y a pas de reprise dans la presse
	Interventions dans la presse professionnelle ou généraliste	Professionnels ou grand public	Modérée pour la presse spécialisée à large pour la presse généraliste
Faible maîtrise	Rapports publics ou publiés par des intermédiaires	Varié	Modérée à large
	Prises d'acte, fuites dans la presse et rumeurs	Varié	Large diffusion

II. Une communication coordonnée depuis la BRI pour légitimer les Euromarchés

Les premières affaires qui déclenchent une crise des Euromarchés, les faillites de Hugo Stinnes et Ira Haupt, éclatent à la mi-octobre 1963[153] et se prolongent pendant l'année 1964. Après une période de flottement de quelques mois, le Comité et la BRI développent une stratégie de communication inédite. Dix banques centrales, la BRI, les représentants des Etats-Unis, superpuissance financière des années 1960, et le FMI, garant des accords de Bretton Woods, se réunissent à Bâle et participent aux discussions.

Pour la première fois, les institutions monétaires centrales des principaux pays capitalistes prennent l'initiative de coordonner leur communication au niveau international afin d'intervenir sur un marché financier émergent et assurer son développement. La mise en œuvre de cette stratégie inédite leur fait prendre conscience de leur influence sur les marchés internationaux alors en plein développement. Ce processus de mise en place n'est pas linéaire mais suit un processus itératif qui débouche sur une coordination internationale depuis Bâle. Cette coordination renforce l'influence des banques centrales sur les questions financières internationales.

À l'issue de ce processus, la stratégie de communication autour des Euromarchés des institutions rassemblées à la BRI publicise leur volonté de ne pas intervenir par des mesures contraignantes. C'est à la fois un événement fondateur régulation des Euromarchés au niveau international et un moment charnière de l'établissement d'une sphère internationale. Cela implique un renoncement aux mesures contraignantes et un cadrage par des instruments non-contraignants. Ce sont là les racines des cadres prudentiels internationaux qui sont développés dans les années 1970 et 1980 par le Comité de Bâle.

Nous montrerons donc que la communication des banquiers centraux à partir des travaux du comité cristallise trois ambitions qui se font jour progressivement au cours des négociations et du suivi de ses effets. La communication est à la fois un véritable instrument d'influence, puisqu'elle cherche à influencer les comportements sur le marché et les anticipations des agents qui y sont impliqués ; un instrument à portée régulatoire internationale, puisqu'elle signifie expressément la liberté des pratiques situées dans la sphère internationale, et un instrument de légitimation de l'emprise et de l'expertise des banquiers centraux sur le marché.

[153] La banque Hugo Stinnes suspend ses paiements le 13 octobre 1963.

Ces trois fonctions, d'influence, régulatoire et légitimatrice de la communication sont essentielles à la compréhension des raisons qui ont poussé les experts et la BRI à s'emparer publiquement des Euromarchés ; elles permettent aussi de rendre compte de la richesse du répertoire de communication mis en place par les banques centrales.

Grâce à leur communication autour des Euromarchés, les banquiers centraux impliqués dans le comité et à la BRI mènent une véritable expérience autour des effets de leur prise de parole sur des publics divers. Bien que le processus soit itératif et non linéaire, nous nous pencherons sur deux étapes charnières qui caractérisent cette entreprise de communication. En premier lieu, les négociations autour de la forme et des modalités de communication sont l'occasion pour les experts d'essayer d'anticiper les effets potentiels de leur prise de parole sur des publics divers. En second lieu, les archives gardent la trace du travail de constatation des effets de la prise de parole depuis Bâle.

1. Un appel à l'intervention internationale relié par la presse

1.1. L'émergence d'un discours inquiet dans la presse

Les affaires Stinnes et Ira Haupt de 1963 secouent le marché et marquent l'émergence d'un discours inquiet dans la presse et les milieux bancaires. La crise marque un véritable tournant où la question de l'avenir du marché se pose dans la presse tant d'un point de vue économique que régulatoire. Nous venons de voir que les premières réactions à la crise se font au niveau national et que le comité d'experts de l'Eurodollar et la BRI ne se trouvent pas, initialement du moins, dans une position d'autorité sur le marché. Alors que c'est à l'échelon national que les premières mesures sont prises en 1963 et au début de l'année 1964, la BRI et le comité s'érigent progressivement en autorité internationale sur le marché en 1964 et 1965. Nous verrons que ce renversement de situation est lié à la prise de conscience des banquiers centraux et de la BRI du pouvoir que la communication coordonnée peut avoir sur la régulation et la légitimité des Euromarchés. C'est une nouvelle manière pour les banques centrales d'agir et de communiquer qui apparaît à partir de la crise des Euromarchés.

Face aux demandes insistantes de la presse et des milieux bancaires, les banques centrales et la BRI expérimentent le pouvoir de leur prise de parole et se placent au niveau international dans une position d'autorité et de légitimité. Les banques centrales et la BRI gagnent au niveau international, grâce à leur coordination et à la réceptivité de leurs publics, une marge de manœuvre qu'elles n'ont pas forcément au niveau national. Les premiers temps de ce processus, du début de la crise en octobre et novembre 1963 au mois de mars 1964, sont marqués par la prise en compte progressive par les experts et la BRI des appels à une coordination internationale depuis la presse et les milieux bancaires.

1.2. La presse, une source fiable ? De l'utilité des annotations

Les coupures de presse et les annotations marginales des membres de la DGSE des archives de la Banque de France laissent penser que les premiers échos d'une demande d'intervention coordonnée viennent de la presse. Les agents de la DGSE constituent une chemise où ils compilent tous les articles qu'ils lisent en rapport avec la crise ; ils annotent les articles et les font circuler au sein des services. Dès les premiers jours de la crise de 1963, la presse internationale se fait le relai de rumeurs et d'appels explicites en vue d'un rôle accru de la BRI et de son comité [154] sur le marché. Le premier appel à l'intervention de la BRI vient de Londres et surprend les agents de la DGSE puisque les travaux du comité ne sont pas censés être connus du public. Une note manuscrite du 13 novembre [155] (figure 16), que l'on peut croire agacée, souligne que « les journalistes anglais paraissent toujours aussi bien et rapidement informés de ce qui se passe – confidentiellement – à la BRI… ».

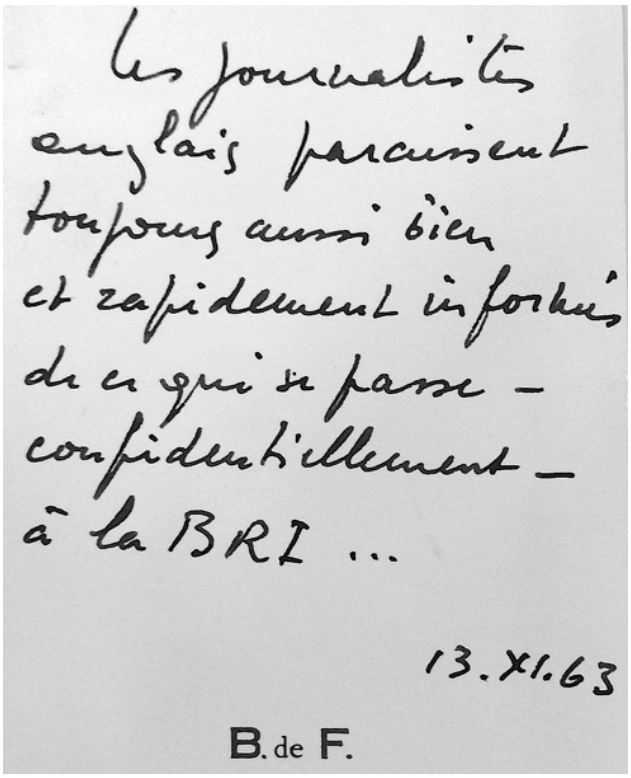


Figure 16: note manuscrite du 13 novembre 1963

En effet, la presse fait écho de certains travaux du comité quelques jours à peine après la tenue de la dernière réunion qui se clôt le 11 novembre. Parmi les informations reprises dans la presse, certaines constituent des appels à l'intervention ou s'appuient sur des rumeurs. C'est généralement les rumeurs et les appels à l'intervention qui retiennent l'attention des lecteurs au sein de la banque ; ils soulignent les phrases les plus importantes, entourent certaines expressions et apposent parfois leurs commentaires en marge des articles. La presse constitue pour la DGSE, au même titre que la correspondance avec certains banquiers, un moyen de sonder les opinions des journalistes et, indirectement - tant par le lectorat des journaux que les sources des articles - le marché en lui-même.

[154] Les deux sont confondus dans la presse, la thèse réintègre la distinction pour insister sur la différence entre le secrétariat de la BRI et le comité lui-même.

[155] Note manuscrite agrafée à un article de l'AGEFI du 13 novembre 1963 reprenant un article du Times du même jour, BdF_1495200501_576.

Dans son éditorial de la City, le *Times* du 13 novembre 1963, se fait l'écho des appels des banquiers à une intervention de la BRI et des difficultés que rencontre le comité :

> « Après des interventions répétées de banques qui n'ont pas dissimulé leur inquiétude, la B.R.I vient d'accepter d'entreprendre des recherches, en vue de déterminer l'ampleur du marché. Les conclusions de cette enquête ne seront vraisemblablement pas décisives ; de nombreuses Banques Centrales sont en effet dans l'impossibilité de préparer des statistiques détaillées des engagements des établissements placés sous leur surveillance » (*Times*, 13 novembre 1963)[156]

L'éditorial du *Times* est repris par l'*AGEFI* (quotidien financier de langue française) du même jour. Les nouvelles relatives à la finance circulent rapidement dans la presse de l'époque et la crise sur les Euromarchés ne laisse pas de grande place financière européenne indifférente. C'est en réaction à la circulation des informations provenant de Londres qu'un agent de la DGSE écrit la petite note manuscrite vue en ouverture de cette sous-partie et qui souligne la vitesse à laquelle circulent des informations confidentielles.

L'éditorial du *Times* suggère que l'émotion dans les milieux bancaires suite à la crise est telle que ce sont les banques qui ont requis des banques centrales d'entreprendre en novembre 1963 l'enquête sur les Euromarchés et leur taille. Si nous savons, au vu du chapitre premier, que ce n'est pas à l'initiative des banques, ni à la suite de la crise Stinnes, que l'enquête est lancée ; il est important de noter que les banques entretiennent bien des relations fournies avec leurs banques centrales dans les premiers temps de la crise. Nous avons vu plus haut qu'il est possible d'affirmer que la DGSE entretient des correspondances nourries avec les banques de la place parisienne et même avec l'étranger. Elle reçoit aussi régulièrement des banquiers dans ses locaux. L'article du Times se méprend sur l'origine du comité mais il a le mérite de souligner les liens, officiels ou informels, que les banquiers entretiennent avec les banques centrales.

En outre, ce n'est pas tant de déterminer ce qui est vrai ou faux qui est ici important mais de souligner ce que les banquiers centraux font des discours et des rumeurs relayés dans la presse.

1.3. Une fenêtre d'opportunité ouverte par un public réceptif

Dans le cas des Euromarchés, c'est tout d'abord une réaction de surprise qui caractérise la première réponse des banquiers centraux. La surprise laisse ensuite place à une certaine alarme face à

[156] L'article en question fait partie, dans sa version traduite par les services de la Banque de France, des documents mis de côté par les agents de la DGSE, BdF_1495200501_576.

la persistance de la crise et aux demandes pressantes des acteurs bancaires et de la presse. Cette alarme se transforme par la suite en fenêtre d'opportunité (Kingdon, 1984) pour la mise en place d'une stratégie de communication des travaux du comité et de la BRI.

Nous l'avons vu, les premières réactions se caractérisent par la surprise des membres de la DGSE et des remarques agacées sur le fait que la situation du comité est en partie éventée. Alors que l'article du *Times* du 13 novembre soulève la question de la portée et de l'efficacité de l'action coordonnée des banques centrales depuis la BRI - en soulignant le fait que les travaux du comité patinent - un article du 19 novembre du *Frankfurter Allegemeine Zeitung* va plus loin. Ce dernier, après avoir rappelé que le marché n'est soumis à aucun contrôle ni surveillance, relaie les appels à la coordination du marché depuis la BRI de façon insistante :

> « Il n'existe aucun contrôle ni aucune surveillance des mouvements de capitaux sur le marché de l'Euro-dollar. Il a été récemment proposé que la B.R.I. assume les fonctions d'organisme de contrôle du marché de l'Euro-dollar. Cette institution a d'abord entrepris une étude dans le but d'avoir un aperçu de l'ampleur et des fonctions du marché de l'Euro-dollar. Pour qu'un contrôle soit efficace, les banques commerciales et les entreprises privées devraient s'engager, dans les pays participant aux transactions sur Euro-dollars, à fournir à la B.R.I. tous renseignements nécessaires. En même temps, les banques devraient avoir la possibilité de prendre connaissance de ces indications, afin d'être en mesure de se prémunir contre tout danger. Un tel système sera difficile à mettre au point. Les chances d'aboutir à une surveillance du marché de l'Euro-dollar sont donc faibles » (*Frankfurter Allegemeine Zeitung*, 19 novembre 1963)[157]

L'article en question a l'intérêt de soulever la question de la mise en place d'un contrôle et d'une surveillance du marché piloté depuis la BRI. Il part du constat de l'absence régulatoire et pose ce vide comme un espace que la BRI est appelée à investir. L'absence d'intervention régulatoire au niveau international est alors de notoriété publique mais elle n'est pas institutionnalisée ; elle se pose simplement comme un état de fait. Ce qui se trouve en jeu pour les différents acteurs institutionnels concernés par la crise Stinnes c'est de déterminer si cette absence doit rester un état de fait, être entérinée par une institution, ou être investie afin d'instaurer des mesures de contrôle plus ou moins contraignantes. En somme, la question se pose de savoir si le marché doit être livré à lui-même au niveau international tout en restant cadré au niveau domestique ou pris en main par la BRI au niveau international.

[157] L'article en question fait partie, dans sa version traduite par les services de la Banque de France, des documents mis de côté par les agents de la DGSE, BdF_1495200501_576.

Le *Frankfurter Allegemeine Zeitung* répond à ces questions en proposant une intervention de la BRI peu invasive d'un point de vue régulatoire : la mise en place d'une centrale des risques. Une centrale des risques a pour objectif d'agréger des informations sur des emprunteurs afin de permettre aux prêteurs de pouvoir estimer le risque que comporte une opération de prêt potentielle. Ce type d'infrastructures n'est pas généralisé à l'époque au niveau national ; la France est l'un des quelques pays à disposer d'une centrale de risques domestique. La mise en place d'une centrale des risques au niveau international dans le cadre des Euromarchés est une proposition novatrice et assez ambitieuse. Elle suppose que c'est la qualité de l'information sur les risques qui permet de réguler efficacement un marché.

Ces propositions, la mise en place d'une politique de contrôle et de surveillance depuis la BRI et l'institution d'une centrale des risques internationales, suscitent une réaction tranchée de la part d'un des lecteurs de la Banque de France qui a l'article entre les mains. Le lecteur souligne que pour ce qui est de la première proposition, « il n'en a encore jamais été question » et tance la deuxième, c'est à dire la centrale des risques, d'« utopique ».

Les annotations marginales et le travail de compilation des articles de presse menés par les agents de la DGSE donnent donc de précieux indices sur la réceptivité de ces derniers aux informations relayées par la presse au sujet de la BRI. Les agents en prennent bonne note, puisque les articles sur la question sont parfois traduits puis lus, mis en circulation et annotés par divers membres des services. Leur sensibilité aux rebondissements de la crise est évidente mais les réponses qu'ils y apportent sont avant tout nationales et ne placent pas le comité de la BRI au premier chef de leurs préoccupations. La situation change dans le courant de l'année 1964 alors que subsistent de nombreuses inquiétudes sur le marché. Après avoir fait l'expérience de la sensibilité de la presse et des banquiers aux signaux provenant depuis la BRI, la BRI en tant qu'institution et les membres du comité se lancent dans une nouvelle stratégie de communication concernant les Euromarchés.

2. Pourquoi et comment prendre parole sur un marché déstabilisé ?

Les années 1964 et 1965 marquent un véritable tournant dans l'implication de la BRI et du comité de l'Euro-dollar en termes de communication sur le marché. Cette période voit l'émergence de questionnements du comité sur ses propres capacités à prendre la parole et à publier des informations sur les Euromarchés. La mise en place de cette réflexion met sur la table la possibilité d'une coopération qui ne se veut plus seulement technique mais qui vise à produire des effets sur un public. Alors que la réunion du comité de novembre 1963 n'a pas abouti sur une action coordonnée depuis la BRI mais a des actions nationales de la part de chaque banque centrale, le comité discute d'une raison d'être additionnelle à partir de 1964. Il s'agit pour les experts de réfléchir à la possibilité d'agir sur les Euromarchés par le biais d'une politique maîtrisée de communication. Nous nous focaliserons ici sur la

première problématique que soulèvent les experts : il s'agit des objectifs que ces derniers souhaitent donner à leur prise de parole.

Composition du comité et profil des participants aux réunions de 1964 et 1965

Les réunions des 6 et 7 juin 1964 dont la moitié de l'ordre du jour concerne la publication d'informations sur les Euromarchés rassemblent 23 participants représentant les banques centrales de Belgique, Canada, Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Suisse, Suède ainsi que des experts américains du Federal Reserve Board, de la FED de New York et de celle de Philadelphie. Le FMI est représenté par O. Altman, reconnu pour son rapport sur les Euromarchés de 1961-1962. La BRI est représentée, elle, par trois experts. La réunion de février 1965 dont le sujet concerne exclusivement la publication d'informations sur les Euromachés est de caractère plus restreint. Elle rassemble 11 participants, chefs de services, de division ou conseillers des gouverneurs des banques centrales de Belgique, Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Suisse, Suède et 3 représentants de la BRI.

2.1. La communication en tant que devoir

Le renversement de situation peut sembler assez paradoxal au regard de ce que nous avons vu précédemment sur la gêne des banquiers centraux lors des premiers temps de la crise Stinnes et le lancement des premières interventions depuis le niveau domestique. Ce retournement est en fait lié à l'enracinement de la crise dans le temps et aux nouvelles inquiétudes exprimées par gouverneur de la Banque d'Angleterre, Lord Cromer. La crise dont l'ampleur est alors difficile à mesurer s'ancre dans la longueur et le 31 mars 1964, le gouverneur Cromer envoie au président Holtrop de la BRI ainsi qu'à ses confrères - Français, Allemand, Italien, Belge, Suisse et Suédois – une lettre où il propose d'examiner la possibilité de communiquer sur les travaux menés depuis la BRI.

> « Nous avons réfléchi aux questions générales relatives à ce marché à la lumière de l'attention qu'il a attiré à cause des épisodes Stinnes et Ira Haupt. Comme vous le savez, la BRI, avec notre collaboration à tous, a collecté des informations d'ordre général sur ce marché et nous nous demandons s'il n'y a pas quelque chose d'autre qui pourrait, ou qui devrait, être fait pour augmenter la confiance publique sur la composition du marché et les pratiques qui y ont cours […]. Je pense encore qu'il serait utile, […] que le public, et en particulier les banques, soient tenues au courant […]. » (Lord Cromer, 31 mars 1964)[158]

[158] Lettre de Lord Cromer du 31 mars 1964 adressée au président Holtrop de la BRI et envoyée en copie aux gouverneurs des banques centrales française, allemande, anglaise, italienne, belge et suédoise, le 31 mars 1964. La phrase soulignée l'a été au crayon par un lecteur à la Banque de France et non par l'envoyeur. BdF_1495200501_602.

La lettre de lord Cromer marque un tournant dans l'attitude des gouverneurs à l'égard de la crise qui affecte le marché. Kazuhiko Yago(2012), lorsqu'il retrace la réunion du comité des gouverneurs à la BRI du 23 janvier 1964, discerne un certain optimisme chez ces derniers puisqu'ils ne semblent pas s'inquiéter outre mesure de l'impact de la crise sur le marché. Nous avons observé, cependant, que cet optimisme cède pourtant la place à l'inquiétude de la Banque d'Angleterre à partir du mois de mars alors que l'impact de la crise se fait encore sentir. La banque d'Angleterre envisage d'ailleurs, dans cette même lettre, de mettre en place à Londres un système de *reporting* afin de pouvoir suivre les opérations des banques en Eurodevises de plus près et agir en amont auprès des banques qui pourraient se trouver en délicatesse dans la City. Cette appréhension anglaise face à la persistance de la crise est très vraisemblablement liée au fait que Londres est la première place où se négocient les euro-dollars et que le marché permet de replacer la City au centre de la finance internationale après une période de perte de vitesse (Burn, 1999; Helleiner, 1996; Schenk, 1998).

La demande de lord Cromer ouvre une nouvelle voie pour le comité puisqu'elle propose de passer d'une coopération technique entre banques centrales à un modèle de coopération où la communication coordonnée vient se surajouter aux objectifs techniques. Le vœu du gouverneur de la Banque d'Angleterre est que cette politique de communication influence la confiance publique dans les Euromarchés. La vocation de cette communication est donc principalement régulatrice puisqu'il suggère un exercice de communication qui doit augmenter la confiance que le public a dans les acteurs du marché et dans les différentes pratiques qui y ont cours[159]. Du point de vue de la Banque d'Angleterre, la communication sur le marché doit avoir pour objectif de le renforcer et de le légitimer aux yeux d'un public qui inclut à la fois les banques et un public plus large qui regroupe vraisemblablement la presse et, par son biais, l'opinion publique.

Lord Cromer présente, en outre, cette nouvelle politique de communication non seulement comme une possibilité mais aussi quasiment comme un devoir pour tous les gouverneurs rassemblés à la BRI. Alors que les premières réunions du comité en 1962 se posaient la question même de l'existence du marché, il apparaît ici comme devant être préservé par une action volontariste des banques centrales. C'est potentiellement, là aussi, un véritable retournement, si l'initiative est approuvée par les autres gouverneurs. La communication est érigée par Cromer en nécessité et en pilier de l'avenir du marché. L'initiative est lancée et le secrétariat de la BRI, sous l'autorité de Milton Gilbert qui est assez

[159] La formule employée dans la lettre de lord Cromer est assez vague concernant les pratiques dont il est question. Est-ce une allusion aux différentes Eurodevises ou le gouverneur a-t-il aussi à l'esprit les dernières pratiques employées sur le marché et qui prêtent à controverse ? La période 1963-1964 voit en effet l'apparition des premiers prêts à moyen et long terme en Eurodevises sous la forme de bonds. On les qualifie à la fin des années 1960 d'Eurobonds. Outre l'allongement de la période de dépôt, ces bonds adossent à la transaction des pratiques juridiques jusqu'alors inusitées sur les Euromarchés. Il n'est pas possible de trancher la question en l'absence de plus d'indications archivistiques.

enthousiaste, réalise des propositions de données potentiellement publiables afin que le comité des experts puisse discuter de la question lors des réunions du 6 au 7 juillet 1964.

2.2. A quoi sert la communication d'une banque centrale ?

Bien que l'initiative soit lancée et portée tant par la Banque d'Angleterre que le secrétariat de la BRI, les objectifs de la communication voulue par Lord Cromer et encouragés par la BRI sont loin de faire l'unanimité au sein du comité. Les différents acteurs concernés par la publication, c'est à dire à la fois la BRI en tant qu'organisation et les représentants des banques centrales au sein du comité, ne s'accordent pas sur l'utilité de l'exercice et sur ses objectifs. Les discussions s'allongent considérablement entre mars 1964, date de l'intervention de Cromer, et le mois de mars 1965. Le processus de négociation n'est pas linéaire et connaît de nombreux rebondissements ainsi que des retours en arrière jusqu'au mois de mars 1965 où un consensus a minima est atteint à travers la publication de quelques données d'ordre général issues des travaux du comité dans le 35e rapport de la BRI.

Les historiens et les économistes qui se penchent sur les Euromarchés utilisent les premiers rapports de la BRI sur le marché comme une ressource factuelle d'où extraire des données (Palan, 2006; Helleiner, 1996; Kane, 1983). Ce faisant, ils ne remettent pas ces productions dans leur contexte de production puisqu'ils ne retranscrivent pas les intentions qui ont présidé à leur publication. Ces intentions sont clés dans la compréhension des rapports issus de la BRI et elles sont le fruit d'un processus cahoteux de négociation au sujet de l'impact potentiel de la communication sur le marché.

Les rapports de la BRI : plus qu'une source statistique

Les rapports annuels de la BRI sont retenus comme modalité de communication autour des Euromarchés à l'issue du processus conduit depuis Bâle. Ces rapports, parce qu'ils sont largement diffusés et commentés dans la presse, jouent un rôle structurant dans la légitimation du marché en temps de crise. C'est tant l'existence du marché que sa régulation par le biais de cadres internationaux non-contraignants qui est justifiée. Alors que les économistes et les historiens prennent les rapports de la BRI sur les Euromarchés comme une source décrivant uniquement la réalité chiffrée des Euromarchés (Palan, 2006; Helleiner, 1996; Kane, 1983), nous proposons de les replacer dans le contexte de leur conception pour souligner les attentes dont ils sont l'objet et la portée de leurs effets.

Nous tâcherons de montrer que les rapports de la BRI sont un véritable instrument de cadrage pour les experts du comité de l'Eurodollar et le secrétariat de la BRI. À l'issue du processus de négociation, ils ont vocation à rassurer les marchés, à signifier la régulation des Euromarchés, par le biais de cadres non-contraignants au niveau international et à asseoir la BRI et les experts des banques centrales comme les intervenants les plus légitimes sur le marché par le biais de leur expertise et de leur coopération.

En effet, si les experts s'accordent tout au long du processus sur le fait qu'une prise de parole de leur part ne serait pas neutre, ils ne partagent pas le même avis sur l'impact potentiel que peut avoir leur communication. Ils oscillent entre le désir de ne pas prendre la parole - de peur de causer plus de peur que de bien sur le marché -, celui de communiquer *a minima* – afin d'avoir un impact maîtrisé - et celui de communiquer le plus de données possibles. Dans les cas où la nécessité de communiquer est partagée par les experts, les objectifs de cette communication ne sont, eux, pas partagés par tous. Tandis qu'il s'agirait pour certains de rassurer les publics et de légitimer le marché, il s'agirait plutôt pour d'autres de rendre les pratiques plus prudentes ou encore d'encourager le développement du marché.

Les premières propositions faites par le département économique de la BRI aux membres du comité entre avril et juin 1964 sont critiquées. Elles ne passent pas l'épreuve de la réunion du comité du 6-7 juin 1964 où les discussions semblent animées et les critiques envers ces propositions semblent assez sévères – bien qu'il soit délicat d'essayer d'apprécier à partir de notes administratives l'état d'esprit qui règne lors d'une réunion -. Les comptes rendus réalisés par la BRI, lorsqu'ils sont disponibles, sont lisses et les prises de position y sont euphémisées. Ces documents cherchent en effet, à travers un processus de validation des participants, à établir un consensus le plus large possible ou du moins à établir les prises de position de manière neutre. Il en est autre chose des notes réalisées par la DGSE ; même si ces dernières restent très correctes il est possible d'y déceler des marques d'ironie, d'agacement ou des critiques tranchées. Les annotations marginales viennent parfois illustrer ou commenter les propos au fur et à mesure que le document circule au sein de la Banque de France.

Deux notes de la DGSE permettent de restituer la position française face aux premiers projets de communication. La première, rédigée depuis Bâle les 6 et 7 juillet par Robert Floc'h, chef de division cambiste de la DGSE, et Gabriel Lefort, inspecteur détaché à la DGSE, permet d'observer que les français ne partagent pas les objectifs de Lord Cromer sur l'impact que devrait avoir une prise de parole officielle depuis la BRI. Une annotation marginale rédigée par Julien Koszul (Figure 17), le directeur général de la DGSE, à l'intention de Bernard Clappier, sous-gouverneur de la banque, remarque au sujet de l'intention anglaise de communiquer afin d'augmenter la confiance du public vis-à-vis du marché et de ses pratiques :

> « Ceci est bien britannique – du côté français nous avons plutôt tendance à dire qu'une meilleure connaissance du marché devrait rendre les usages plus prudents ».[160]

[160] BdF 1495200501_578

Ce commentaire illustre le fait que pendant la phase de réflexion sur le contenu de la communication et sur l'impact de cette dernière, les positions des experts sont différentes. En effet, les experts peuvent être d'accord sur le fait de communiquer mais ne pas s'accorder sur les objectifs de la démarche de communication. C'est ce qui permet de penser que les négociations autour de la question de la prise de parole depuis le comité constituent une véritable expérience qui met au jour les incertitudes que les banquiers centraux ont sur leurs propres pratiques. L'enjeu est d'autant plus grand pour les experts qu'ils n'ont pas simplement pour objectif de transmettre des données quantitatives mais à avoir un effet sur le marché. La question des effets que pourrait avoir une publication provenant du comité inquiète d'ailleurs la DGSE qui tâche d'anticiper l'impact que pourrait avoir une communication mal maîtrisée.

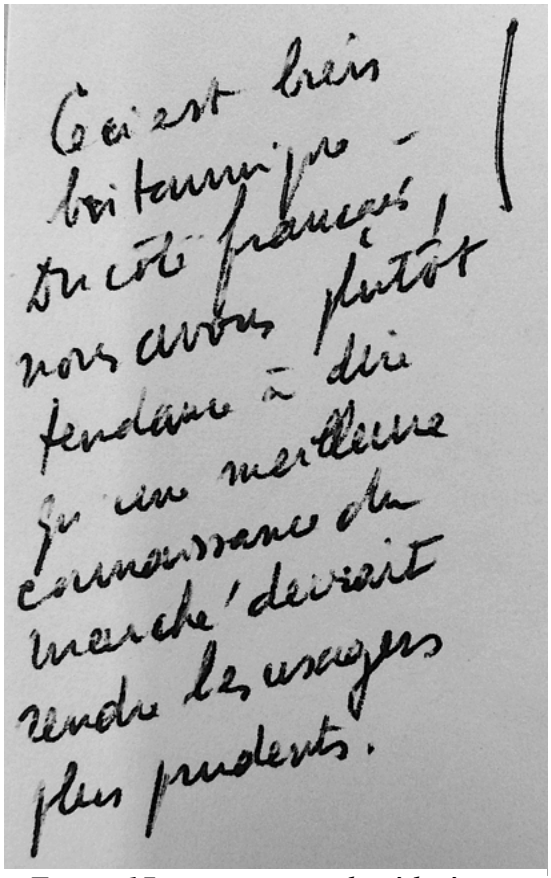

C'est bien britannique ce côté français ! nous avons plutôt tendance à dire qu'une meilleure connaissance du marché devrait rendre les usagers plus prudents.

Figure 17: note marginale rédigée par Julien Koszul.

2.3. La question des publics

La deuxième note de la DGSE[161] qui permet d'illustrer les craintes des experts de la Banque de France est, elle aussi, rédigée par Floc'h et Lefort. Elle retrace les impressions que les deux experts ont tiré des réunions tenues les 6 et 7 juillet et précisent les critiques françaises sur l'exercice de communication voulue par Lord Cromer et porté de manière insistante par Milton Gilbert, du département économique de la BRI. L'ambiance semble tendue lors de la réunion et le représentant du département économique de la BRI semble perdre patience face aux réticences des experts alors qu'il défend sa position « avec une certaine chaleur ». Quand les experts reprochent aux propositions de la BRI d'être trop imprécises, ce dernier avance l'argument suivant :

« Les renseignements, tels qu'ils sont présentés, sont nécessairement imprécis et ne peuvent manifestement pas satisfaire les experts, auxquels ils ne sont d'ailleurs pas destinés puisqu'ils les possèdent de façon détaillée et précise dans les états trimestriels fournis par la Banque des Règlements Internationaux » (Floc'h et Lefort)

[161] BdF 1495200501_578

La note permet de comprendre que les relations entre les experts du comité appartenant à des banques centrales et ceux employés par la BRI sont tendues au sujet de l'exercice de communication. Elle montre aussi une conception fondamentalement différente de l'exercice entre la BRI et certains des experts du comité puisqu'ils ne visent pas les mêmes publics, et par là-même, les mêmes objectifs. En effet, la BRI ne nourrit pas la même idée du public que les experts les plus techniques, comme peuvent l'être Floc'h et Lefort, respectivement cambiste et inspecteur. Milton Gilbert insiste sur le fait que les tableaux proposés « qui paraissent lui tenir à cœur » pour la publication sont imprécis parce qu'ils résultent de données agrégées et que les méthodes employées ont leurs limites. Malgré tout, il défend l'intérêt des données qu'il propose de publier en vue de toucher un public assez large, moins soucieux selon lui des aspects les plus pointus. La note de la DGSE rend centrale la problématique du ou des publics visés par l'exercice en soulevant la question de la réception potentielle des données sur le marché :

> « Il a été répondu à ces arguments que si la mise à la [sic] disposition du public de renseignements sur le marché de l'euro-dollar et des euro-devises était bien destinée, selon le vœu de Lord CROMER, à « augmenter sa confiance », une présentation aussi globale pourrait plutôt l'alarmer d'avantage » (ibid.)

Le choix est fait, à l'issue de la réunion, de ne pas publier les données du comité et de prendre le temps de refondre la proposition de la BRI dans un format qui soulève moins de réticences pour les autres experts du comité. La question des publics, parce qu'elle est très liée aux objectifs que se donnent les experts, passe alors au centre de tous les débats. Les débats se détournent des objectifs à proprement parler pour se recentrer sur les notions de publics visés. En conséquence, après ces débats, l''efficacité et les impacts de la communication sont pour le comité subordonnés au public visé. La décision de publier des données issues des travaux du comité n'est d'ailleurs vraiment entérinée qu'une fois cette question éclaircie. Parce que les données du comité sont reconnues par les experts et par la BRI comme forcément imparfaites, la priorité ne devient pas tant de les parfaire mais de s'assurer que leur réception par le public sera, elle, maîtrisée et prévisible.

3. Vers la construction d'un lecteur modèle

Les experts du comité, parce qu'ils tâchent d'anticiper les effets de leur communication sur les Euromarchés, s'interrogent sur les différentes variables qui peuvent influencer la réception de leur prise de parole. À partir des réunions du 6 et 7 juillet et jusqu'au mois de mars 1965, les discussions soulèvent deux problématiques principales. La première question qui revient systématiquement dans les discussions est relative au lecteur modèle (Eco, 1985) : les experts s'interrogent sur les capacités du

public qu'ils visent directement ou indirectement. Cette problématique soulève la question de l'importance relative de ce qui est dit par rapport à ce qui peut être lu et à ce que le public souhaite interpréter. Cela revient à se poser la question de la qualité et de l'exhaustivité des informations communiquées et de l'importance relative des conditions de réceptivité du lectorat. La deuxième question qui accapare les experts a trait à la chaîne d'énonciation qu'empruntent les informations communiquées par le comité et à son impact sur le public. Les experts du comité s'interrogent sur la source idoine de l'énonciation et sur les intermédiaires à favoriser pour faire circuler l'information et assurer les effets désirés par les experts du comité.

3.1. Le ciblage du lectorat : de la crainte du lecteur « superficiel »

Les discussions qui vont de juillet 1964 à mars 1965 mettent donc la question du public au centre des discussions. Les différentes notes produites par la DGSE dans le cadre des travaux du comité mobilisent à plusieurs reprises un public peu habitué à l'interprétation de données que les experts considèrent comme complexes. Il n'est donc pas rare de voir les experts du comité qui sont cités et les auteurs des notes eux-mêmes s'inquiéter des interprétations du « lecteur superficiel »[162] ou d'un lecteur manquant de compétences. Les experts du comité s'attèlent donc à la construction d'un lecteur modèle (Eco, 1985) qui puisse leur permettre de calibrer les informations communiquées en fonction du lectorat ciblé. La tâche semble cependant d'autant plus difficile pour les experts que le lectorat qu'ils souhaitent toucher regroupe à la fois la presse et les banques.

La presse est le public sur lequel les experts ont le plus de mal à s'accorder. Ils s'interrogent à la fois sur les compétences de lecture des journalistes et sur leurs interprétations. Alors qu'il ne déplairait pas au délégué italien, M. Masers, que les informations issues de la BRI soient largement publiées[163], le délégué néerlandais, P.C. Timmerman, craint que l'on courre « le risque que les journalistes considèrent ces chiffres superficiellement, et peut-être leur donnent une interprétation fausse ou trop pessimiste »[164]. Du côté de la Banque de France, l'attitude est aussi très précautionneuse puisque les notes provenant de la DGSE préconisent que dans le cas où une diffusion des informations à la presse serait retenue, c'est autant que possible une presse spécialisée qu'il faudrait cibler. Aussi, une note souligne-t-elle que « il ne pourrait s'agir que d'une presse très spécialisée ; il semble difficile, même pour un journal de caractère économique (AGEFI, Information, Vie Française, etc…), de publier des tableaux dont la

[162] « 3ème réunion des experts sur l'Euro-dollar », R. Floc'h et G. Lefort, DGSE, 6 et 7 juillet 1964, BdF_1495200501_578.

[163] « Réunion des experts des banques centrales tenue le 8 février 1965 à la B.R.I en vue d'étudier la question de la publication des statistiques sur les euro-devises », B.R.I. – Département Monétaire et Economique, non daté, p.3. BdF_1495200501_602

[164] ibid. p.2

compréhension nécessite déjà des notions assez précises sur le marché des changes. […] D'aucuns pourraient même y déceler des motifs d'alarme, à l'encontre du but recherché »[165]. Le ciblage du public et la compréhension de ses compétences apparaissent donc pour les experts comme un facteur clef pour le succès de leur potentielle entreprise de communication. Un mauvais ciblage pourrait produire le contraire de l'effet escompté ou une diffusion trop restreinte. Les experts sont donc partagés entre une large diffusion non-discriminante et une diffusion très ciblée.

3.2. Des données absconses

Cependant, en tant que moyen de diffusion de l'information, la presse est systématiquement comparée aux banques. Là aussi, les positions varient entre une grande prudence vis-à-vis des compétences des banques et une confiance relative en leurs capacités d'interprétation. Le représentant belge, P. André, souligne ainsi que « le nombre des personnes capables de comprendre les tableaux n'étant pas très élevé, il sera plus facile de les donner aux banques qu'aux journalistes »[166]. La Banque de France est plus dubitative, à la fois parce qu'elle est réticente face à une entreprise de communication qu'elle trouve hâtive, et parce qu'elle se méfie de la capacité des banques à tirer des conclusions des données agrégées à la BRI. G. Bouchet, représentant de la Banque de France[167], se montre très précautionneux en soutenant que « des renseignements venant de la B.R.I. ne doivent être donnés aux banques et à la presse qu'avec beaucoup de prudence »[168]. La réticence de la DGSE n'est pas fondée sur une vision intrinsèquement négative des capacités d'interprétation des banques. Une note souligne, en effet, que c'est surtout en raison de la dimension internationale des données présentées que des doutes sont possibles. La lecture de données détaillées ne portant que sur la France « n'offre aucune difficulté […], il n'est malheureusement pas possible d'adopter la même conception pour les tableaux de la B.R.I. qui portent sur plusieurs pays et ne donnent que des chiffres globaux ».

La question est rendue plus complexe par ces dernières considérations puisque la DGSE relève le fait qu'un lectorat a priori compétent peut être pris de court par des données dont la clarté et l'exhaustivité n'est pas assurée. C'est la question suivante qui se pose aux experts tout au long du processus : comment anticiper les effets d'une communication dont le contenu est abscons sur un public dont les compétences et les intentions ne sont pas données ?

---

[165] Note intitulée « Communication à la presse et aux banques françaises des statistiques Eurodevises établies par la B.R.I », DGSE – Statistiques et Balance des Paiements -, 5 février 1965, p.4. BdF_1495200501_602

[166] *ibid. p.2*

[167] Au sein de la DGSE, G. Bouchet est inspecteur délégué dans les fonctions de direction de service du service Cabinet – Accords Monétaires – Réglementation des changes – Organismes internationaux.

[168] *ibid. p.2*

3.3. Qu'importent les données pourvu qu'il y ait signal

Outre les questions relatives aux compétences du lectorat, les experts considèrent que certains lecteurs sont avides de débusquer des signaux dans la communication des banquiers centraux. Les archives permettent d'apprécier que les experts sont conscients que leur communication est perçue par le lectorat en qualité de signal et non seulement comme source technique. A titre d'exemple, la note Floc'h et Lefort de juin 1964[169] s'inquiète des tendances du lectorat à trouver des signaux d'action coordonnée dans les communications issues de la BRI. C'est le cas notamment de la question de la centrale des risques, dont nous avions pu voir plus haut qu'elle était appelée des vœux de la presse dès le début de la crise. Anticipant les attentes du public, la note s'émeut donc que la publication de certains tableaux « pourrait être interprétée – fallacieusement – comme le début d'une sorte de centrale des risques ». Certains experts au sein du comité semblent donc convaincus que leur communication est l'objet d'anticipations ; les lecteurs tâcheront d'y voir des signes de coopération internationale ou d'institutionnalisation.

Si l'anticipation de la réception des informations produites depuis la BRI est si difficile à prévoir, pourquoi les experts ont-ils finalement accepté de publier des données qui sont, de leur aveu, incomplètes et dont les fondements ne font pas l'unanimité ? C'est dans le décalage entre les données publiées, l'intention des experts qui préside à la publication et ce que peuvent en comprendre les lecteurs que réside la réponse. Pour les experts, il semble qu'à l'issue du processus de discussions autour de la publication des données du comité, la qualité même des données en vient finalement à importer moins que l'effet qu'elles peuvent avoir sur le public. Le public est pensé comme faillible dans son expertise et les experts sont conscients du fait qu'ils ne peuvent pas anticiper cette variable. Ils semblent cependant convaincus que dans leur situation l'intérêt technique des informations est moins important que ce que le public voudra bien en faire. C'est ce qui explique le constat suivant, assez amer que l'intérêt technique des informations considérées pour la publication est limité.

> « Ces renseignements, qui ne sont qu'une photographique d'une situation passée d'un système bancaire considéré en bloc, n'ont d'intérêt que pour les historiens ou les économistes ; ils ne présentent guère d'utilité pratique pour des banquiers pour lesquels les risques ne peuvent être appréciés que s'ils sont personnalisés. »[170]

Puisque malgré ces limites, les experts décident de procéder à la publication de certaines données qu'ils n'hésitent pas à désavouer, c'est que l'intérêt de la communication ne se matérialise pas uniquement par son contenu intrinsèque mais par ce qu'il en est fait par les lecteurs. Les experts se

---

[169] « 3ème réunion des experts sur l'Euro-dollar », R. Floc'h et G. Lefort, DGSE, 6 et 7 juillet 1964, BdF_1495200501_578.

[170] *Ibid.* Cette remarque revient d'ailleurs à deux reprises dans des notes différentes de la DGSE.

projettent constamment dans la réception et les usages potentiels que les banquiers, la presse, les historiens et les économistes feront de leurs données. Ils sont conscients du fait qu'ils n'ont pas de prise directe sur la bonne lecture de leurs travaux et que ce n'est pas tant l'exhaustivité du contenu qui compte que la force des signaux qui sont envoyés. L'information en elle-même n'est donc pas désignée comme la variable par excellence, qui assure une bonne réception de la communication autour des Euromarchés, mais comme une problématique avec laquelle il faut composer au mieux

4. Eriger les banques centrales en source d'énonciation sur les développements de la finance internationale

4.1. Rôle de la source d'énonciation dans la force de prescription de la communication

Nous venons de voir que les experts des banques centrales - s'ils ne se sentent pas toujours à l'aise à l'idée de publier des informations et des données qui leur semblent absconses et peu exhaustives - comprennent qu'un signal de leur part ne réside pas seulement dans le contenu de leur communication mais dans ses formes de transmission. Aussi, loin de se limiter aux questions purement techniques liées au marché, les experts cherchent à influencer la réception de leur communication en jouant sur deux variables qui peuvent l'influencer : la question de la source d'énonciation et celle de sa chaîne de diffusion.

La question des moyens de diffusion des informations du comité est abordée tout au long du processus de négociation mais connaît plusieurs péripéties. En effet, la décision de publier est différée à plusieurs reprises. La période située entre mars 1964, date de l'intervention de Lord Cromer, et juillet 1964, voit la suspension de la volonté de communiquer par méfiance à l'égard du contenu même de la communication. Nous l'avons vu plus haut, ce n'est alors pas tant la question des moyens de transmission qui se pose que celle de la nature même de la communication. La période qui se situe entre août 1964 et février 1965 connaît, elle, une nouvelle suspension qui n'est pas due à la question du contenu même de la communication mais à des questionnements liés aux modalités de transmission et à la source institutionnelle à favoriser. Vu l'intérêt que les experts portent à la question des intermédiaires par lesquels sont diffusées les informations, il est possible de croire que ces derniers pensent que la source et l'intermédiaire qui diffusent l'information sur le marché ont un impact direct sur sa réception et sur la force de prescription du message diffusé.

Les banques et la presse sont alors à la fois perçues comme un public à part entière et comme des intermédiaires potentiels de la communication élaborée depuis la BRI et le comité. Les premières négociations entre experts penchent pour une communication technique de format trimestriel où les banques sont vues comme un intermédiaire de choix. A mesure que les négociations mobilisent des responsables plus haut placés dans les banques centrales, le format de communication discuté est moins

technique et c'est une solution intermédiaire qui est finalement retenue le 16 mars 1965, après un dernier retournement en février 1965, par le comité des Gouverneurs réunis à la BRI. La communication sur les Euromarchés sera annuelle, se fondera sur la coopération entre le comité et la BRI, sera réalisée par l'intermédiaire du rapport annuel de la BRI et ne présentera pas les données les plus techniques et sensibles du comité qui prenaient la forme de tableaux. Ce format de communication est retenu au dernier moment et entérine un véritable retournement par rapport à ce qui était envisagé par les experts jusqu'au mois de février. C'est la question de la source d'énonciation qui explique que ce soit finalement la BRI qui est retenue comme institution vouée à prendre la parole sur la question des Euromarchés.

4.2. La BRI : un pare-feu en cas de raté

En effet, la source d'énonciation est à la fois un moyen de légitimité et une soupape de sécurité en cas de raté. Les discussions de février 1965 à Bâle ne mobilisent pas les experts habituels du comité mais des responsables et chefs de services. Elles ne tournent plus autour de la question de la technicité de la communication mais concernent le canal que doit emprunter la communication autour des Euromarchés. Les banques centrales doivent-elles les publier au sein de leur territoire en leur nom propre ? Doivent-elles seulement servir de relai de la BRI auprès de leurs banques domestiques et de la presse ? Est-ce à la BRI de publier directement ? Les débats montrent que les hauts responsables mobilisés sont d'abord réticents à faire circuler les données au nom de leur propre banque centrale ou de servir de relai à la BRI. Deux raisons expliquent cette réticence. La première, est la réticence à déroger aux habitudes de communication de chaque banque centrale ; la deuxième, plus sensible, concerne la responsabilité liée à la publication. Servir d'intermédiaire ou apposer le nom d'une banque centrale revient à assumer au niveau national, tant face au public qu'aux autres institutions étatiques, une part de responsabilité directe dans ce qui a été négocié et publié au niveau de la BRI. La question semble assez sensible pour être posée à demi-mot par le représentant français aux experts représentant la BRI. La réponse de l'un d'eux, M. Macdonald, est sans équivoque :

> « M. Macdonald considère que si la publication est faite au nom de la Banque, les banques centrales se trouvent dégagées, dans une certaine mesure, de leur responsabilité directe en ce qui concerne les données publiées »[171]

Une publication au nom de la BRI permet donc à la fois de s'assurer que la communication aura une portée significative, puisque les appels à une intervention au niveau international sont pressants, et permet aussi de mettre en place une assurance en cas de raté. Si l'impact de la communication s'avérait

[171] Note intitulée *Réunion des experts des banques centrales tenue le 8 février 1965 à la B.R.I en vue d'étudier la question de la publication des statistiques sur les euro-devises*, B.R.I. – Département Monétaire et Economique, non daté, p.4. BdF_1495200501_602

négatif, les banques centrales s'assurent de ne pas être inquiétées directement à domicile alors même qu'il est de notoriété publique qu'elles participent à l'exercice.

4.3. L'alliance entre la BRI et ses banques centrales

La BRI, en tant qu'organisation, est très favorable à la publication du plus grand nombre possible de données. Elle cherche alors à gagner en visibilité en tant qu'organe de la finance internationale et les Euromarchés en sont le prétexte idéal. Lors des différentes négociations, les experts de la BRI font même pression afin que les statistiques publiées dans le cadre de la communication sur les Euromarchés englobent aussi d'autres aspects de la finance internationale. Les discussions montrent que la BRI voit dans la coordination depuis le comité une occasion de récolter des chiffres agrégés sur tous les aspects de la finance internationale de l'époque.

Les intérêts entre la BRI, en tant qu'organisation, et les banques centrales faisant partie du comité ne sont pas forcément alignés. Les réflexions du comité sur la communication s'allongent trop au goût des représentants de la BRI ; ces derniers n'hésitent pas à passer en force en publiant dans le 34e rapport annuel de la Banque une section de 19 pages – soit un dixième du rapport- dédiée au « marché des « Euro-devises » ». La Banque de France, dans un premier temps, se formalise de ce passage en force mais finit par se ranger du côté de la BRI. L'alliance entre la BRI en tant qu'institution et les banques centrales du comité, mise à mal par la publication non concertée du 34e rapport de la Banque, est scellée autour de la communication internationale sur les Euromarchés au sein du 35e rapport.

En décidant que la source de la communication est la BRI en tant qu'institution, toutes les parties engagées dans les négociations s'assurent une issue compatible avec leurs intérêts. Les frontières entre ce qui relève de la BRI entre institution internationale et ses actionnaires sont alors assez floues pour permettre à la fois d'utiliser la Banque comme un pare feu tout en profitant de la légitimité que lui donnent les banques centrales et son statut international. Les membres du comité s'assurent ainsi que le signal sera entendu par un public demandeur d'une initiative coordonnée au niveau international et que ce signal sera renforcé par la légitimité conjointe de la BRI et de ses banques centrales. En cas de problème ces dernières seront cependant en mesure de se défausser.

Les banques centrales et la BRI ont tout à y gagner en cas de succès : elles s'érigeraient de façon coordonnée en voix légitimes et en source d'expertise sur le marché le plus en vue de la finance internationale. Cette stratégie leur offrirait l'occasion de concurrencer les institutions internationales telles que le FMI, l'OCDE. D'institutions trop muselées au niveau domestique, les banques centrales passeraient alors à devenir un acteur visible et reconnu, quoique par l'intermédiaire de la BRI, de la finance internationale. Nous allons voir, par l'analyse des conditions de réception de la communication sur les Euromarchés issue de la BRI, que cette initiative a été en partie couronnée de succès.

5. Une entreprise couronnée de succès par la presse

5.1. Un « demi-succès » convoité par la presse

Nous avons vu que deux types de publics sont principalement visés par la communication de la BRI et des membres du comité ; il s'agit des banques et de la presse. En ce qui concerne les banques, les archives de la Banque de France et de la BRI ne gardent pas de traces de leur réaction. En ce qui concerne la presse, l'analyse de sa réaction à la politique de communication initiée depuis la BRI est rendue possible par les quelques traces qui subsistent dans les archives de la Banque de France et par l'habitude que prendront de certains journaux de reprendre les conclusions des rapports annuels de la BRI. Les agents de la DGSE ont mis de côté plusieurs articles annotés ; des recherches additionnelles dans les archives du *Financial Times,* du *Times*, de *The Economist* and d'*Euromoney* pour la période allant de 1962 à 1980 montrent que la presse, lorsqu'il s'agit de citer des données concernant les Euromarchés, prend l'habitude d'utiliser celles provenant des rapports annuels de la BRI et des rapports trimestriels (*quaterly reports*) de la Banque d'Angleterre.

Un article publié le 5 février 1964, qui résulte de fuites, permet de confirmer que la presse est attentive à ce qui se passe au sein du comité avant même la publication du premier rapport mentionnant les Euromarchés. Il s'agit du deuxième cas de fuites dans la presse conservé dans les archives. Cette deuxième fuite montre aussi que les banquiers centraux, français dans le cas présent, portent une attention spéciale à ce qui se dit, sur le comité, dans la presse.

L'article est intitulé « Les dangers de l'euro-dollar – un avertissement de la B.R.I. » et est publié par le journal *The Guardian.* Il présente l'intérêt d'avoir attiré l'attention de plusieurs lecteurs de la DGSE, dont l'un qui le signale à son supérieur hiérarchique, M. Théron :

> « Après la défaillance d'entreprises allemandes et américaines et les pertes subies par un certain nombre de banques du Royaume-Uni et du continent, la B.R.I. avait été chargée de faire une enquête sur le fonctionnement du marché des euro-monnaies.
>
> Les résultats de cette enquête ont été communiqués, dit-on, aux banques centrales et à d'autres organismes intéressés.
>
> La B.R.I. ne fait aucune objection de principe au fonctionnement de ce marché monétaire international, qui s'est développé à l'abri de tout réglementation ces dernières années. Elle recommande en revanche aux prêteurs d'observer des critères plus stricts.
>
> En dépit de ses relations très étroites avec les banques centrales les plus puissantes, la B.R.I. s'est trouvée dans l'impossibilité de recueillir des renseignements précis sur le volume des opérations traitées. Ce demi-succès n'a rien de surprenant car il s'agit d'un

marché international au sens propre des termes, à l'intérieur desquels les fonds se déplacent facilement d'une place à l'autre ce qui rend les duplications d'écritures inévitables.

Ces déplacements échappent dans une certaine mesure à la surveillance des autorités monétaires ; ils contribuent, par conséquent, à atténuer les effets des restrictions de crédit.

Après avoir adressé cette critique au système, la B.R.I. estime, dit-on, que ce marché est devenu un trait permanent de la scène financière internationale et qu'il a de bonnes chances de se développer. »[172] *The Guardian*, 5 février 1964, BdF_1495200501_576.

Trois couleurs de crayon se succèdent sur l'article (cf. figure 18). Un des lecteurs est surpris par le titre de l'article, auquel il accole un point d'interrogation bleu, l'autre en entoure une partie d'un geste vif, en rouge. Le lecteur au crayon rouge est celui qui signale l'article à son supérieur hiérarchique puisqu'il indique, toujours en rouge, « M. Théron, pour en parler ». Une dernière annotation est visible sur l'article et mentionne « fait ». L'article, traduit au préalable par les services de la Banque de France, circule au sein de la Banque et suscite donc des discussions. Il ne subsiste pas de trace plus précise, dans les archives de la Banque de France, des questionnements liés à l'article mais on peut imaginer qu'il a surpris ses lecteurs pour deux raisons : la première est le fait qu'au moment de sa publication aucun « avertissement » n'est encore lancé de façon officielle depuis le comité ; la seconde est qu'aucun *satisfecit* n'est, non plus, donné par ce dernier au marché. C'est sans compter sur le fait que l'article ne fait pas mention du comité mais de la BRI en tant qu'organisation ; les travaux réalisés depuis la BRI donnent une certaine visibilité à cette dernière sans que le travail des banques centrales ne soit directement mentionné (elles sont ici réduites à leur rôle de commanditaire de l'enquête).

On remarque que cet article, qui a tout l'air d'une fuite - vu la surprise des lecteurs et ce que nous savons de la confidentialité des travaux qui entourent le comité – est issu de la presse anglaise. On peut donc imaginer que la source en est soit la BRI elle-même, qui chercherait à mettre ses travaux en avant (« ce demi-succès ») alors que certaines banques du comité sont encore frileuses à l'idée de communiquer, soit la Banque d'Angleterre qui, nous l'avons vu, considère qu'il est dans le devoir des banques centrales de rassurer les acteurs sur le marché. Il est difficile, vu les archives à disposition, de préciser cette idée. Le journaliste transmet cependant un message qui a dû encourager la BRI à publier son premier rapport sur les Euromarchés puisqu'il rend publique la volonté de cette dernière de ne pas édicter de règles contraignantes (« elle recommande »). Alors que se posait, dans les premiers temps du

[172] « Les dangers de l'euro-dollar – un avertissement de la B.R.I. », *The Guardian*, 5 février 1964, BdF_1495200501_576

comité, la question de la survie du marché ; il est ici présenté comme « un trait permanent de la scène financière internationale ».

-M.S.-

DIRECTION GENERALE DES ETUDES
ET DU CREDIT

Direction des Etudes

5 FEVRIER 1964

RESUME DE LA PRESSE ETRANGERE

QUESTIONS INTERNATIONALES

Les dangers de l'euro-dollar - Un avertissement de la B.R.I.
- Guardian, 5 Février 1964 -

Après la défaillance d'entreprises allemandes et américaines et les pertes subies par un certain nombre de banques du Royaume-Uni et du continent, la B.R.I. avait été chargée de faire une enquête sur le fonctionnement du marché des euro-monnaies.

Les résultats de cette enquête ont été communiqués, dit-on, aux banques centrales et à d'autres organismes intéressés.

La B.R.I. ne fait aucune objection de principe au fonctionnement de ce marché monétaire international, qui s'est développé à l'abri de toute réglementation ces dernières années. Elle recommande en revanche aux prêteurs d'observer des critères plus stricts.

En dépit de ses relations très étroites avec les banques centrales les plus puissantes, la B.R.I. s'est trouvée dans l'impossibilité de recueillir des renseignements précis sur le volume des opérations traitées. Ce demi- succès n'a rien de surprenant, car il s'agit d'un marché international au sens propre des termes, à l'intérieur desquels les fonds se déplacent facilement d'une place à l'autre, ce qui rend des duplications d'écritures inévitables.

Ces déplacements échappent, dans une certaine mesure, à la surveillance des autorités monétaires ; ils contribuent, par conséquent, à atténuer les effets des restrictions de crédit.

Après avoir adressé cette critique au système, la B.R.I. estime, dit-on, que ce marché est devenu un trait permanent de la scène financière internationale et qu'il a de bonnes chances de se développer.

Figure 18 : traduction d'un article du Guardian réalisée par la Banque de France.

5.2. Des « statistiques vitales » pour la compréhension de la finance internationale émergente

L'intention qui préside à la constitution des dossiers d'archives semble découler de deux facteurs : la nouveauté du phénomène des Eurodevises puis la succession des crises qui mettent le marché naissant en danger. Si l'actualité des Euromarchés est un sujet brûlant pour les banquiers centraux au début de la période étudiée et pendant le contexte de crise, elle perd en intérêt au fur et à mesure que le marché s'installe dans le paysage institutionnel. Avec le reflux de la crise, la nécessité de communiquer se fait moins pressante et les traces de la communication se font plus rares dans les archives. La BRI continue cependant de publier dans son rapport annuel une section dédiée aux Euromarchés jusqu'en 1975 ; à partir de 1976 la section est remplacée par une autre section intitulée « les marchés internationaux de crédit et de capitaux ».

Lorsqu'il s'agit d'évaluer l'impact de la communication initiée depuis la BRI, il est nécessaire d'avoir à l'esprit le fait que la première section concernant les Euromarchés du rapport est publiée sans l'approbation de la plupart des membres du comité. Tandis que cette section est publiée en temps de crise par le département économique, la deuxième l'est avec l'assentiment des membres du comité qui se résignent à publier des données en continuité avec le 34ème rapport. Cette résignation à publier des données est possible grâce à la réception enthousiaste de la presse de la toute première section.

Nous avons vu, dans la sous-section précédente, que l'article du journal *The Guardian* érige l'entreprise statistique initiée à la BRI en « demi-succès » ; il présente la BRI en autorité reconnue sur la question des Euromarchés et souligne son intention de ne pas intervenir de façon contraignante sur le marché. Un autre article, publié par le *Financial Times*, le 17 juin 1964 et intitulé « Focus sur les statistiques vitales du commerce en Euro-dollars » (*Light on the Vital Statistics of the Euro-Dollar Traffic*) vient confirmer l'idée que la presse érige la BRI en nœud d'expertise sur les Euromarchés :

> "Il semble que des réponses assez fiables sont enfin disponibles concernant deux des questions que se posent les personnes concernées par le fonctionnement du système financier international et qui étaient de plus en plus inquiètes ces dernières années – quelle est la taille qu'a atteint l'activité mondiale en Euro-dollars et autres types de flux spéculatifs [hot money] et combien sont manipulés par les institutions bancaires britanniques ? En effet, par une heureuse chance, les résultats des investigations menées par la Banque des Règlements Internationaux et la Banque d'Angleterre portant sur ce phénomène relativement nouveau ont été publiées à quelques jours d'intervalle […].
>
> Bien que les deux institutions préviennent que leurs calculs doivent être traités avec une certaine réserve, ces derniers rendent possible pour la première fois l'obtention d'une

image assez claire des statistiques vitales concernant cet importante activité » [173] *Financial Times*, 17 juin 1964.

La BRI est ainsi consacrée, avec la Banque d'Angleterre, en tant que principale source d'expertise et de données sur les Euromarchés. La réception enthousiaste de la presse donne une visibilité accrue à la BRI qui s'appuie sur le développement du marché pour gagner en légitimité. Elle devient une source d'énonciation sur les développements de la finance internationale et légitime le marché en prenant ouvertement position. Le *New York Times*, dans un article datant du 30 juin 1964, souligne d'ailleurs qu'« en fait, la B.R.I. donne un satisfecit au marché de l'euro-dollar »[174].

[173] Lombard editorial, *Financial Times*, 17 juin 1964, BdF_1495200501_576

[174] « Révision en hausse des estimations relatives au marché de l'euro-dollar », *New York Times*, 30 juin 1964, BdF_1495200501_576. Traduction des services de la Banque de France.

Conclusion

Les banquiers centraux ont favorisé une approche par la communication plutôt que l'intervention par le biais de mesures légales ou administratives parce qu'ils sont convaincus que le cadrage par la communication a de véritables effets sur les cours du marché et sur les pratiques qui y ont cours.

Nous avons vu que cette approche de la régulation par la communication voit l'imbrication de deux échelles : une échelle domestique où chaque banque centrale communique au sein de sa propre place financière et une échelle internationale où l'action de communication est conjointe. Les Euromarchés, loin d'être dérégulés, sont profondément investis par les banques centrales. Les banques centrales et la BRI maintiennent un vaste réseau de relations et s'attachent à capter un public intéressé par les Euromarchés. Les banquiers centraux et la BRI s'engagent entre 1963 et 1965 dans une véritable expérience en vue d'estimer le pouvoir de leurs mots au niveau international. Cet exercice est une nouveauté parce qu'il institutionnalise et entérine aux yeux du public le non recours au niveau international des banques centrales à des moyens légaux ou administratifs sur les Euromarchés.

La BRI émerge en 1964 et 1965 comme le lieu le plus indiqué pour la prise de parole des banques centrales sur les questions relatives à la finance internationale dans un contexte de concurrence institutionnelle entre autorités monétaires et financières, tant au niveau domestique qu'international. Communiquer sur les Euromarchés devient un moyen pour les banques centrales et la BRI de s'ériger publiquement en autorités reconnues sur les questions techniques relatives à la finance internationale. C'est pour elles un moyen peu invasif de s'affirmer face à la concurrence des institutions économiques internationales (FMI, OCDE, notamment), des gouvernements ou de leurs Trésors sur les questions monétaires internationales.

Parce que la coordination des politiques de communication au niveau international est plus aisée que la mise en place d'un cadre régulatoire harmonisé, les banques centrales gagnent sur deux tableaux. Elles s'accordent plus de liberté d'action au niveau domestique et ne s'exposent pas à l'intervention invasive des autres autorités monétaires telles que les Trésors. Les Euromarchés sont constitués progressivement en pré-carré des banques représentées à la BRI ainsi qu'en symboles de la finance internationale d'une nouvelle ère.

Cette expérience sur les Euromarchés incarne aussi un préalable technique et institutionnel au développement et à la reconnaissance que rencontrent dans les années 1970 et 1980 les comités du G10 réunis à la BRI : le Comité de Bâle - spécialisé dans la régulation bancaire et reconnu pour ses normes prudentielles non-contraignantes -, et le Comité des Eurodevises, aujourd'hui connu sous la désignation de Comité sur le système financier mondial. Le Comité de Bâle est aujourd'hui reconnu comme une

institution majeure de la régulation financière mondiale : au sein de l'Union Européenne, par exemple, les règles édictées par le Comité sont intégrées à la législation européenne.

CHAPITRE 3 : AUX FRONTIERES DES EUROMARCHES. LA POSITION DE CHANGE ET LES FRONTIERES COMPTABLES DE LA FRANCE

La thèse étudie la socio-genèse de la régulation des Euromarchés et les partages souverains qui ont abouti à la mise en place d'une compartimentation entre des espaces domestiques régulés et des espaces internationaux régulés selon de nouvelles modalités. Les deux chapitres précédents forment un diptyque autour de la question de la coordination et de la supervision multilatérale par les banques centrales. Ils ont notamment défini les nouvelles modalités de régulation mises en place par les banques centrales pour cadrer les Euromarchés et les donner à voir. Ces modalités nouvelles s'appuient sur le développement d'instruments statistiques qui qualifient les Euromarchés (chapitre 1) et sur la mise en place de politiques coordonnées de communication cherchant à influencer les pratiques sur les marchés et à prévenir, voire juguler, les crises financières (chapitre 2).

A travers leurs travaux sur les Euromarchés, la BRI et ses banques centrales instaurent une nouvelle modalité de régulation par les nombres de la finance internationale. Ces deux premiers chapitres montrent que les Euromarchés, loin d'être hors de portée de toute intervention étatique, sont investis au niveau national et international par les banques centrales des principales places d'Eurodevises dans les années 1960. L'intervention des banques centrales sur le marché ne prend cependant pas la forme d'actions juridiques ou administratives mais se matérialise par une politique de communication active. Cette politique devient un moyen pour les banques centrales et la BRI de s'ériger publiquement en autorités reconnues sur les questions considérées comme techniques et relatives aux derniers développements de la finance internationale.

L'intervention des banques centrales à travers une communication non-contraignante et depuis une institution internationale permet aux banquiers centraux de ménager les souverainetés nationales tout en faisant émerger une nouvelle modalité de régulation par les nombres au niveau international. Cette utilisation de la communication comme moyen de régulation non-contraignante des marchés est une nouveauté parce qu'elle institutionnalise et entérine aux yeux du public le non recours à des moyens légaux ou administratifs contraignants.

Le présent chapitre, entre dans le vif des modalités de gouvernement des banques par les nombres qui deviennent caractéristiques de la période étudiée. Il montre en quoi un dispositif comptable, la position globale de change, originellement pensée comme un moyen privilégié de contrôle, voire de restriction, de l'utilisation des capitaux par les banques, met en place, en réalité, un compromis qui permet aux banques de s'impliquer pleinement dans les activités internationales liées aux Euromarchés.

Entièrement compatible avec les cadres esquissés depuis la BRI ainsi qu'avec ceux de la comptabilité nationale, la position globale de change permet à la Banque de France de durcir les frontières françaises en opérant une distinction entre ce qui relève directement du territoire financier français et les transactions qui se situent hors de ce périmètre. En effet, la mise en place par la Banque de France de la position globale de change redéfinit les cadres territoriaux et comptables du système bancaire français. En redéfinissant les frontières financières françaises, elle exclut officiellement les Euromarchés du cadre d'intervention de l'Etat[175].

Les auteurs rattachés au champ interdisciplinaire de l'*international political economy* utilisent la notion d'*offshore* pour décrire le fonctionnement des Euromarchés (Burn, 1999; Palan, 2006). Les arguments mobilisés par l*'international Political Economy* passent quasiment sous silence la question des pratiques comptables qui sous-tendent le marché et le donnent à voir. Seuls les travaux de Ronen Palan (1998) et de Gary Burn (1999) se penchent brièvement sur les questions comptables. Ils avancent que les procédés comptables employés pour rendre compte des transactions effectuées sur les Euromarchés ne sont qu'une fiction, une virtualité, élaborée et mobilisée par des acteurs cherchant à *offshoriser* volontairement certains pans de l'économie en créant des « enclaves spatio-juridiques » hors d'atteinte de la régulation étatique.

Il faut appréhender la comptabilité comme un ensemble de pratiques calculatoires assemblées de manière *ad hoc* en réponse à des problématiques et des questions localisées (Miller, 1998). Les pratiques comptables affectent de manière dynamique tant les identités des acteurs que le champ des possibles (Callon, 1998; Miller, 1998). Nous verrons que la comptabilité nationale, qui est développée et diffusée au niveau international à partir des années 1950, modifie profondément la manière dont les Etats considèrent les espaces et les acteurs économiques. En réorganisant et en créant ce qui peut être vu, la comptabilité et ses chaînes de traductions conditionnent l'action à distance (Quattrone, 2009; Robson, 1992). La comptabilité ouvre notamment de nouvelles possibilités d'intervention étatique et renforce l'emprise des Etats sur leur système financier.

La comptabilité est centrale dans la compréhension de la notion d'*offshore* parce que les Etats l'utilisent à la fois comme un moyen de formalisation de leur économie et comme un outil d'action à distance sur les acteurs qu'ils entendent contrôler. Loin de mettre les Euromarchés hors de portée de l'action étatique, la comptabilité – que ce soit la comptabilité nationale ou les initiatives d'harmonisation comptable - est un instrument mis en place par les Etats pour contrôler un territoire financier à géométrie variable. Ce territoire financier est appréhendé par l'intermédiaire de représentations comptables qui placent certaines activités en dehors du giron immédiat des autorités étatiques. L'*offshore* est le résultat

[175] Exception faite du cas de l'euro-franc.

de processus calculatoires à l'occasion desquels les Etats tracent des frontières financières qui laissent certaines activités libres de se développer sans intervention étatique directe.

La place de Paris est à la fin des années 1960 le principal marché d'Eurodevises après Londres (Einzig, 1971) et l'implication précoce des banques françaises sur le marché s'est accommodée d'un cadre législatif et réglementaire qui a sensiblement varié au cours des années 1960[176].

> "Tout en demeurant depuis l'origine vigilantes et attentives au développement et aux implications du phénomène euromonnaies, les autorités françaises ont adopté à son égard une attitude que l'on peut qualifier de neutralité bienveillante" (Lattre (de), 1971, p. 181).

Cette « neutralité bienveillante » n'est possible que lorsque les transactions sur les Euromarchés n'impactent pas la politique monétaire française ou lorsque ces mêmes transactions sont considérées comme ne comportant pas de risque pour la stabilité du système bancaire français. Le développement des Euromarchés en France est rendu possible par le fait que le ministère des Finances et la Banque de France considèrent que certaines transactions des Euromarchés ne contreviennent pas aux politiques monétaires et financières françaises et permettent le développement de l'activité des banques françaises. L'*offshore* n'est donc possible que parce que les autorités financières laissent certaines activités libres de se développer sans contrôle étatique direct.

Pourtant, le système financier français fait figure de cas particulier des années d'après-guerre jusqu'aux années 1980 (Quennouëlle-Corre, 2005) parce qu'il est caractérisé par le rôle central de l'appareil étatique dans la définition des politiques économiques. La tutelle de l'Etat est très forte et rapproche ainsi les centres de décision économique : « la politique ne se fait pas à la corbeille »[177], mais au ministère des Finances qui, dans le cadre de la politique monétaire, collabore étroitement avec la Banque de France. L'étude présente a pour objectif de replacer les pratiques comptables, qui fondent et donnent à voir tant les Euromarchés que l'*offshore*, dans ce contexte en partant de l'étude d'un des pans du processus de régulation des transactions financières internationales par les autorités monétaires françaises en 1971.

Nous étudierons ici les mesures prises par le ministère des Finances et la Banque de France dans les années 1960 et 1970 pour contrôler les flux financiers entre la France et l'étranger à travers un instrument : la position de change. Après la Seconde Guerre mondiale, la France établit un système de contrôle des changes qui a pour objectif d'éviter que les graves troubles monétaires des années de

---

[176] L'implication précoce des banques françaises sur le marché est soulignée à plusieurs reprises dans les archives de la Banque de France (dossier 1495200501_577). L'évolution très sensible du cadre règlementaire est appréciable dans les archives du ministère des Finances (dossier B-0006827).

[177] Propos du général De Gaulle tenus lors d'une conférence de presse à l'Elysée le 28 octobre 1966, à propos de l'influence des marchés financiers - de la bourse, plus spécifiquement - sur les décisions politiques françaises.

l'entre-deux guerres ne se reproduisent. Le contrôle des changes consiste à limiter les échanges financiers entre le territoire national et l'étranger pour éviter, notamment, des mouvements spéculatifs sur le franc. Ce contrôle s'appuie en partie sur la position de change qui compartimente le territoire financier en déterminant quelles sont les transactions financières qui risquent de déstabiliser la monnaie nationale ou de fragiliser les banques françaises. Alors que les Euromarchés sont dans les années 1960 et 1970 un motif d'inquiétude croissant pour les autorités monétaires qui craignent leur capacité à faire circuler des flux spéculatifs à court terme, les autorités françaises, qui prônent un contrôle des changes strict par rapport à leurs voisins, affichent une « neutralité bienveillante » (Lattre (de), 1971) à l'égard des Euromarchés. La position de change, qui inscrit comptablement les frontières financières françaises, est construite de telle façon que certaines transactions internationales sont interdites, d'autres encadrées et certaines autres, enfin, comme les transactions en Eurodevises, laissées libres.

Dans quelle mesure la position de change légitime-t-elle l'implication des banques françaises sur les Euromarchés ?

Nous verrons dans un premier temps, que la comptabilité nationale est une comptabilité territorialisée qui intègre progressivement les opérations financières dans le courant des années 1960. Nous verrons dans un deuxième temps que les autorités monétaires mettent en place de nouveaux instruments, la position de change puis la position globale de change. Ils définissent un territoire financier national par l'intermédiaire de la notion de résidence. Ces instruments ont pour vocation de protéger le franc des vagues spéculatives et de mettre en place un système de surveillance des banques alors que ces dernières réalisent de plus en plus d'opérations internationales. Notre étude portera, dans un dernier temps, sur la campagne d'inspections bancaires menée par la Banque de France auprès de 50 établissements. Cette campagne fait entrevoir aux autorités monétaires que la régulation ne porte pas sa propre efficacité puisque malgré les déclarations des banques, de nombreuses anomalies sont décelées. Si le concept de résidence pénètre difficilement les milieux bancaires, c'est parce que la comptabilité nationale et la comptabilité bancaire ne sont pas cadrées selon les mêmes principes. La mise en place de la position globale de change et la campagne d'inspections qui s'ensuit ont cependant un impact sur les pratiques bancaires : les transactions entre non-résidents, bien qu'effectuées depuis les livres de comptes de banques situées sur le territoire français, ne rentrent pas officiellement dans le champ de la régulation. L'implication des banques françaises sur les Euromarchés est ainsi confortée et des stratégies d'*offshorisation* sont mises en place par ces dernières.

I. Le territoire national du point de vue de la comptabilité nationale

1. La comptabilité nationale française et les opérations financières

La comptabilité nationale française, en plein essor après la Seconde Guerre mondiale, a pour objectif de répondre aux préoccupations de politique économique portant sur la création de richesse au sein de la Nation, c'est-à-dire sur le produit national, ainsi que sur les questions relatives à l'emploi (Vanoli, 2002). Dès les années d'après-guerre, les travaux du Service des études économiques et financières (SEEF)[178] mettent l'accent sur l'analyse des processus à l'œuvre au sein de l'économie nationale et sur les flux dérivant de l'activité économique de la Nation.

Le SEEF met en place un modèle des opérations économiques des agents nationaux. L'objectif de ce modèle est d'isoler les opérations effectuées par les agents nationaux, de déduire les conséquences des actions de ces derniers et de représenter par ce biais l'économie française dans son ensemble. Dans la pratique, les agents économiques nationaux sont groupés en « catégories homogènes et utiles du point de vue de l'analyse économique » : les entreprises, les ménages, les administrations et les institutions financières (Camp, 1964). À cette classification par catégories d'agents est aussi combinée une classification par la nature des opérations en jeu qui correspondent, elles aussi, à un schéma théorique : les opérations sur biens et services, les opérations de répartition et les opérations financières. L'objectif affiché de cette répartition en catégories homogènes est de « permettre une appréhension de certaines lois économiques [; il] relève partiellement de l'arbitraire et est contingent d'une certaine vue du monde » (Delange, 1969).

Cependant, l'une des contraintes qui pèse sur le modèle développé est la mise en cohérence de statistiques nationales qui ne sont ni homogènes ni pensées à cet effet, comme le souligne l'un des agents de la Division de l'extérieur du ministère des Finances :

> "dans la pratique, le comptable national est esclave de ses sources. Il ne peut faire autrement que d'agréger les transactions d'après les informations dont il dispose [...] il doit procéder à des

[178] Le SEEF est créé au sein de la direction du Trésor en 1953 de la fusion du bureau de statistiques et d'études financières (BSEF) et du groupe de travail « comptabilité économique nationale ». Ses objectifs sont l'établissement des comptes économiques, la responsabilité des budgets économiques, la participation à l'élaboration du Plan et la conduite d'études. Le SEEF travaille avec l'INSEE (créé en 1946) et avec le Commissariat général au plan (créé en 1947). En 1965, le SEEF devient une direction autonome, la direction de la prévision. Source : ministère de l'économie, des finances et de l'emploi, https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/caef/Documents/Archives/aef/pages/08/08-03.html, consulté en cache le 04/09/2019.

reconstitutions délicates, à partir de sources hétérogènes et de qualité très différentes. Les équations comptables d'une part, la connaissance qu'il a de la vie économique d'autre part, lui servent d'étais pour édifier une construction qui doit non seulement être cohérente avec le reste des comptes mais donner une représentation rationnelle de la réalité économique"[179]

Cette problématique d'agencement de sources hétérogènes est tout particulièrement ressentie dans le cas des questions financières parce que la comptabilité nationale et les questions financières ne sont pas, à l'origine, traitées de concert. La comptabilité nationale et les études menées par le ministère et le Trésor s'ignorent presque complètement jusqu'à l'adjonction dans les années 1960 d'un Tableau des opérations financières (TOF) à la comptabilité nationale[180]. Jusqu'alors, donc, la comptabilité nationale n'intègre les questions financières qu'à la marge. Deux raisons peuvent être invoquées pour expliquer cette absence des questions financières dans les premières moutures de la comptabilité nationale. Selon Denizet[181] (1955), les statisticiens chargés de la comptabilité économique sont par leur formation peu orientés vers les questions financières. En outre, elles leur semblent peu pertinentes d'un point de vue théorique pour expliquer le fonctionnement de l'économie française :

> « Indépendamment de cette formation personnelle, les premières recherches sur le produit et le revenu national étaient fortement marquées de mépris pour les phénomènes financiers […]. Les opérations financières n'apparaissent […] que comme une superstructure édifiée sur le fond des véritables phénomènes, ceux de la production et de la consommation. Peu importait alors la complexité des placements, des crédits, des remboursements » (Denizet, 1955).

2. La comptabilité nationale : une comptabilité territorialisée

Parce qu'elle suit les préceptes de la comptabilité en partie double, la comptabilité nationale se doit de présenter des comptes équilibrés. Dans le cadre d'une économie ouverte, cela implique qu'il faut introduire des catégories qui tiennent compte des relations économiques entretenues avec l'extérieur. Trois principaux instruments modélisent, à l'époque, les relations de la France avec l'extérieur. Le premier est la balance des paiements, entièrement dédiée à la représentation des flux d'actifs, monétaires ou financiers entre la France et l'extérieur ; le deuxième est le tableau économique, synthétisant

---

[179] « Le compte de l'extérieur & l'analyse économique » Jean R. Bernard, division de l'Extérieur, janvier 1966. (Ministère des Finances ; B-0052403 ; page 5)

[180] Cette convergence entre les problématiques liées aux questions financières et aux cadrages de la comptabilité nationale s'effectue pourtant de manière assez précoce en France puisque les systèmes de comptabilité économique normalisés préconisés par les organisations internationales dans les années 1950 n'enregistrent pas les opérations financières (Denizet, 1955).

[181] Jean Denizet (1914-1991) est un économiste spécialiste de la théorie économique du financement et de la monnaie. Il écrit par ailleurs sur la place du dollar dans le système financier international et sur les Eurodollars.

l'ensemble des opérations réalisées par les agents de l'économie française entre eux et avec l'extérieur ; le troisième est le tableau des opérations financières, synthétisant les opérations financières entre les agents de l'économie française et avec l'extérieur.

Parce que leur objectif est avant tout de modéliser l'économie française, le tableau économique et le tableau des opérations financières disposent seulement d'un compte d'agent qualifié de « compte extérieur » ou « compte du reste du monde » (Le Port, 1977; Denizet, 1955). La balance des paiements, elle, est tout entière dévolue à la question des relations avec l'extérieur et est, par ailleurs, établie de manière autonome par rapport au système des comptes.

Comment expliquer l'hétérogénéité des instruments de la comptabilité nationale qui modélisent les relations de la France avec l'extérieur ? Nous avons vu que les différents instruments qui décrivent les relations de la France avec l'étranger n'ont ni mêmes origines ni les mêmes objectifs. Cependant, après la convergence des dispositifs issus des réflexions du SEEF et du ministère des Finances et du Trésor, on observe dans les archives qu'au moment d'établir les données financières relatives à l'extérieur, c'est la balance des paiements qui apparaît comme la source principale, irriguant tous les autres dispositifs. En effet, les données financières de la balance des paiements sont traduites par des tableaux de passage vers les cadres propres au tableau des opérations financières (Le Port, 1977), qui, à son tour, sert de support aux autres éléments de la comptabilité nationale pour les questions financières. Cette centralité de la balance des paiements en termes d'opérations financières place donc *de facto* la Banque de France, qui est chargée de son élaboration en la matière, au centre du dispositif de contrôle et de formalisation des relations financières avec l'extérieur.

La catégorie conceptuelle principale autour de laquelle s'articule la comptabilité nationale française est le concept de « résidence ». En effet, elle se fonde sur une conception territoriale des comptes qui irrigue tous les instruments qui en découlent. C'est l'un des principes qui la distingue de la comptabilité privée, qui ne tient pas compte des frontières étatiques mais qui distingue seulement les organisations entre elles. Cette conception territoriale, qui dérive, entre autres, des postulats théoriques qui structurent l'analyse comptable nationale, est centrale à toute réflexion sur l'économie nationale dont elle délimite les contours et les acteurs. Jean R. Bernard, du Service de l'Extérieur, indique que dans les années 1960 :

> « En France, la conception territoriale des comptes exige […] le critère matériel de la présence sur le territoire. Notons que la balance des paiements, de même que les organisations internationales, adoptent en général le critère de résidence : est résident, tout agent économique rattaché de façon durable à l'économie française. Il existe des agents intérieurs non-résidents ; il existe des agents résidents absents du territoire »[182].

[182] « Le compte de l'extérieur & l'analyse économique », Jean R. Bernard, division de l'Extérieur, janvier 1966. (Ministère des Finances ; B-0052403 ; pages 5 et 6)

Ce critère de résidence ne va pas de soi pour les opérations financières. Comment la comptabilité nationale inscrit-elle les frontières financières de la France ?

II. La position de change et la position globale de change : des instruments de protection du franc et de surveillance des banques

1. Protéger le franc en cas de crise : la position de change comme barrage aux vagues spéculatives

Les services de la Banque de France contrôlent les dispositifs qui formalisent les frontières financières de la France. En effet, dans les années 1960 et 1970, la banque centrale française est chargée par le ministère des Finances de mettre en place la position de change, un dispositif dont l'objectif est d'apprécier l'implication des banques françaises dans les flux financiers internationaux. Il s'agit de surveiller l'ouverture progressive de la finance française aux marchés internationaux mais aussi de donner aux autorités financières françaises un moyen de punir les banques qui contreviendraient au contrôle des changes.

La position de change renvoie à la position d'une banque vis-à-vis de l'étranger dans une monnaie particulière. Une banque est qualifiée de débitrice ou de créditrice selon qu'elle doit ou non des devises à des entités étrangères. Il s'agit donc d'apprécier si la banque en question, et la France par son intermédiaire, doit des fonds à l'étranger ou en est prêteuse :

> « La réglementation des changes est essentiellement conçue pour empêcher les prises de position contre le franc.
>
> Ainsi, la position de change d'une banque se détermine en comparant, examinés en francs, l'ensemble de ses actifs en devises à l'ensemble de ses dettes en devises, que les créances soient au comptant aussi bien qu'à terme. Lorsqu'un établissement possède plus de devises qu'il n'en doit, il est en « position de change créditrice » ; dans le cas contraire, il est en « position de change débitrice ». Que le franc vienne à se déprécier, il réalise un gain dans le premier cas, une perte dans le second »[183].

Au début des années 1960, dans un contexte où les taux de change sont fixes, la France maintient un contrôle des changes strict afin de protéger le franc de possibles mouvements spéculatifs. Comme le

[183] « Risques de change encourus par les banques françaises », DGSE, 26 avril 1974, BdF_1495200501_862.

souligne la citation ci-dessus, maintenir une position de change, qu'elle soit débitrice ou créditrice, revient à parier sur les variations du cours du franc. En effet, une banque, si elle anticipe une chute du franc, se protège en cumulant des devises, si elle anticipe une hausse du franc, se débarrasse de ses devises pour conserver du franc. Aussi, les banques ne peuvent pas, à moins de disposer d'autorisations particulières, entretenir des positions de change en devises. Elles doivent maintenir stable leur position avec l'étranger, devise par devise et au quotidien, tout en justifiant leur situation une fois par mois auprès de la Banque de France à l'aide d'un formulaire, l'annexe 18[184].

La France fait alors partie des pays les plus stricts en la matière. L'Italie permet à ses banques de compenser les prises de position en une devise par des prises de position contraire dans une autre devise – c'est ce qu'on appelle une « position de change globale »- ; les Pays-Bas n'ont pas de texte réglementaire qui encadre les mouvements de leurs banques avec l'étranger mais s'appuient sur un *gentlemen's agreement* avec leurs banques qui s'engagent à ne pas détériorer leur position par rapport à l'étranger ; la Belgique n'a pas de réglementation en la matière mais demande aux banques d'informer mensuellement le Contrôle des changes tandis que la Suisse et la République Fédérale d'Allemagne laissent les banques libres de prendre les positions de change qu'elles veulent[185]. Si, en France, les consignes sont strictes[186][187], les services de la Banque de France soulignent que « dans la pratique quotidienne normale, il faut bien convenir qu'il est difficile aux intermédiaires agréés [ie. les banques autorisées à entretenir des relations avec l'étranger] de s'en tenir strictement à la lettre de la réglementation »[188]. Dans les faits, la Banque de France tolère quelques aménagements au cas par cas tant que les dépassements ne sont pas permanents et qu'ils sont d'un montant relativement faible. Nous verrons cependant que toutes les banques ne sont pas logées à la même enseigne et que le pouvoir discrétionnaire de la Banque est assez important.

La position de change est un dispositif qui connaît sur la période 1960 à 1978 plusieurs refontes. Elle alterne entre des périodes où, adossée au contrôle des changes, elle devient un instrument de

---

[184] « Dans quelle mesure pourrait-on permettre aux intermédiaires agréés de conserver des positions de change au comptant et à terme ? », R. F., Section cambiste, DGSE, 27 mars 1961, BdF_1495200501_862.

[185] « Dans quelle mesure pourrait-on permettre aux intermédiaires agréés de conserver des positions de change au comptant et à terme ? », Section cambiste, DGSE, 22 janvier 1962, BdF_1495200501_862.

[186] Instruction 858 aux Intermédiaires Agréés, Ministère des Finances et des Affaires Economiques, 23 juillet 1960, BdF_1495200501_862.

[187] Cela n'implique pas que les banques aient interdiction de réaliser des opérations en devises pour le compte de leurs clients. Dans le cadre du contrôle des changes les banques s'appuient sur certains dispositifs qui permettent aux exportateurs et importateurs français d'échanger dans des conditions cadrées avec l'international (les comptes E.F.A.C, le nivellement de la position de change en fin de journée, etc.).

[188] Note du 30 janvier 1962 intitulée *Convient-il d'autoriser les intermédiaires agréés à conserver des positions de change ?* établie par la DGSE – Section cambiste (BdF_1495200501_862).

contrôle des banques visant à protéger le franc et des périodes où elle s'apparente à une logique de « liberté surveillée » (Drach, 2016) quand les politiques de libéralisation s'accompagnent d'un renforcement, ou du moins d'un maintien, des appareils statistiques. On peut définir deux grandes phases : celle de la mise en place de la position de change sous sa forme originelle, où le dispositif est, sur le papier du moins, le plus contraignant, et celle de la mise en place de la position globale de change, qui doit donner plus de latitude aux banques mais qui s'accompagne d'une surveillance plus poussée, avec notamment des campagnes d'inspections.

Le système de contrôle par la position de change est levé une première fois, lors de l'abolition du contrôle des changes en 1966. Cette abolition du contrôle des changes, qui permet aux capitaux de circuler librement, s'accompagne d'une réforme du système statistique en 1967 « dans un esprit de simplification et de libéralisme, pour répondre au désir des banques de voir alléger leurs servitudes administratives et leur permettre d'opérer sur les marchés d'Euro-devises avec la même souplesse que leurs partenaires étrangers ». Si elle ne supprime pas les obligations déclaratives qui la concernent, cette situation enlève temporairement à la position de change son statut d'instrument de protection de la position du franc aux mains de la Banque de France.

C'est du moins le cas jusqu'à ce que la crise de 1968 ne fasse craindre aux autorités monétaires françaises une vague spéculative sur le franc. Elles rétablissent alors le contrôle des changes et l'obligation pour les banques françaises de niveler à nouveau leur position de change. Les autorités financières rétablissent ponctuellement le contrôle des changes du 31 mai au 4 septembre 1968. Elles emploient par la suite la position de change comme instrument de surveillance des banques, à compter du 24 novembre 1968 et du décret n°68-1022. Ce dernier, accorde aux autorités monétaires françaises le pouvoir de réglementer la position des banques envers l'étranger, pouvoir qui est dans la pratique délégué à la Banque de France. En outre, il sert de base à un texte d'application, la lettre nº1 PB du 3 décembre 1968 qui règlemente la position de change des banques et plafonne le montant global de leurs prêts de francs à l'étranger.

La position de change est pour une décennie le dispositif qui définit quelles sont les transactions qui relèvent du territoire français et celles qui en sont exclues. Elle accompagne les politiques de libéralisation et d'internationalisation du secteur financier français dans une logique décrite par des politistes comme « freer markets, more rules » (Schneiberg and Bartley, 2008; Vogel, 1996). C'est, en outre, par son intermédiaire que le concept de résidence est finalement appliqué au sein des banques dont la comptabilité n'est alors pas territorialisée.

2. De la position de change à la position globale de change

Nous avons vu que dans les années d'après-guerre, les politiques monétaires ont pour objectif, outre de permettre un retour progressif à la libre convertibilité des monnaies (Helleiner, 1996), d'isoler

l'économie domestique des chocs extérieurs et d'assurer la stabilité des prix. Pour ce faire, les autorités françaises s'appuient sur deux dispositifs (Lattre (de), 1971); d'une part, le contrôle des changes, dont la rigueur varie considérablement selon les évènements, d'autre part, le plafonnement de la position de change des banques.

Le schéma ci-après synthétise les différentes périodes où la position de change et la position globale de change sont mises en place. A ces périodes correspondent différents objectifs des autorités monétaires.

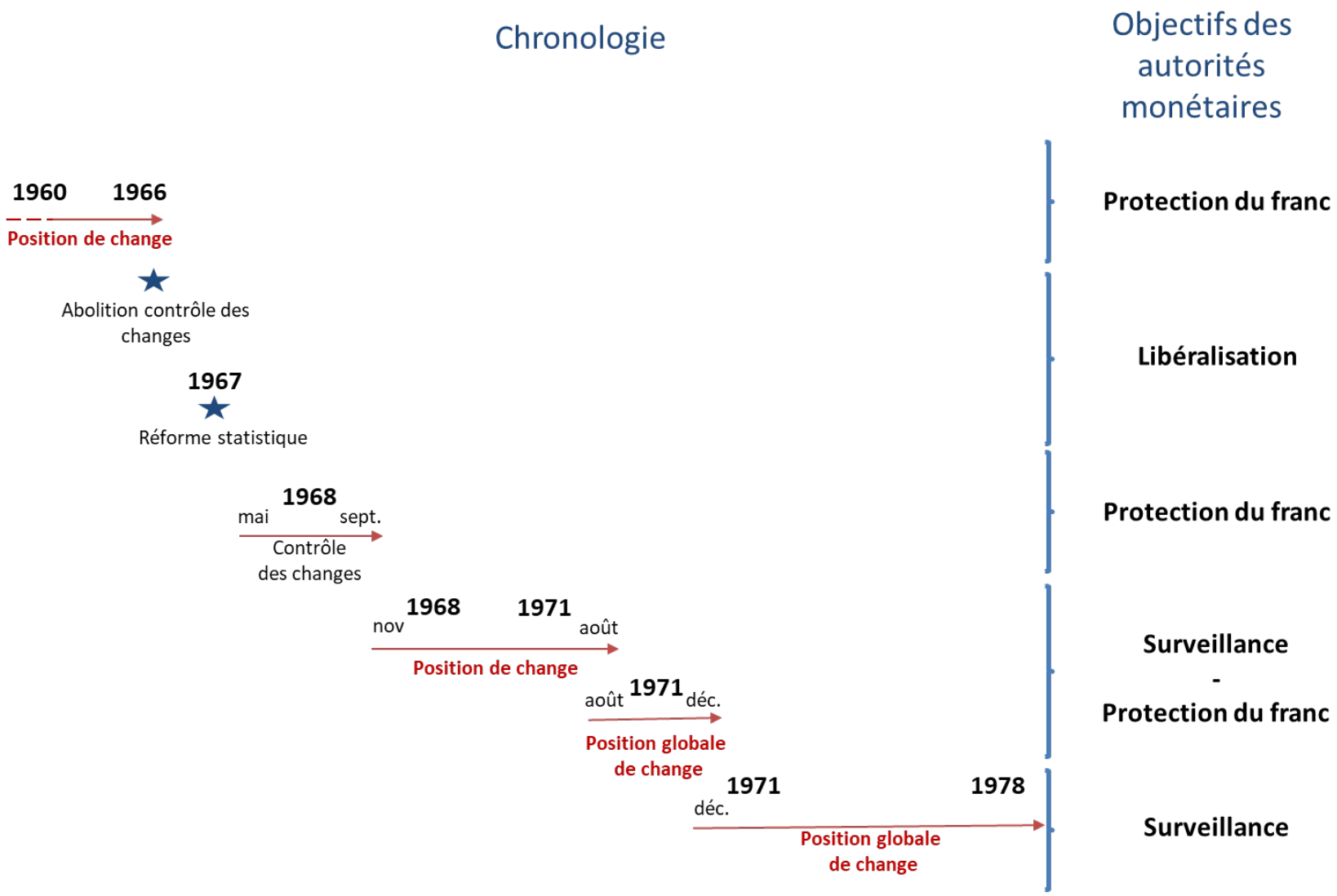


Figure 19 : chronologie de la mise en place de la position de change et de la position globale de change

La position globale de change connaît à partir de 1966 plusieurs refontes. Celles-ci ne s'expliquent pas uniquement par l'impact des crises économiques mais s'insèrent dans un contexte où les autorités financières françaises s'interrogent sur le poids de leur appareil statistique. Sous sa forme initiale on retrouve dans les archives au moins deux tentatives de réforme de la part du ministère des Finances et de la Banque de France entre 1960 et 1966.

Dans le premier cas, il s'agit, dans un contexte de libéralisation tâtonnante, pour la Banque de France de « rajeunir »[189] la règlementation française par rapport à celle des autres pays et d'éviter que les règles ne soient systématiquement contournées. La Banque de France reconnaît les limites de sa réglementation puisque les informations qui lui sont transmises par le biais des situations mensuelles (les annexes 18) ne sont pas toujours parlantes parce que les banques s'arrangent en fin de mois pour maquiller l'ampleur de leurs mouvements. Quand elle le juge nécessaire, elle mandate des inspections inopinées qui procèdent à des vérifications sur place et sur pièce[190]. Se pose donc la question, pour la Banque de France, de décider d'alléger la réglementation ou de la maintenir en l'état[191].

La Banque de France voit son projet rejeté par le ministère des Finances en février 1962. Il est difficile de savoir, pourquoi. On peut imaginer que la revendication suivante a pu froisser le ministère ; en effet, la Banque de France réclame d'être « chargée de régler le problème par mesures individuelles ; toujours modifiables à sa discrétion, et confidentielles. Il s'agit de technique »[192]. La refonte de la position de change et la mise en place de limites individuelles aux banques renforcerait donc le pouvoir discrétionnaire de la Banque de France.

Dans le second cas, il s'agit, pour le ministère des Finances, d'aller plus loin en levant les restrictions qui empêchent les banques d'acheter des devises pour leur propre compte et d'en faire ce qu'elles souhaitent. Cependant, le projet du ministère des Finances se heurte à l'opposition de la Banque de France en novembre 1962. Il est repoussé parce qu'il est considéré comme contrevenant au contrôle des changes en cours, à la politique du crédit et du marché monétaire[193]. Tandis que le projet de la Banque

---

[189] « Convient-il d'autoriser les intermédiaires agréés à conserver des positions de change ? », Section cambiste, DGSE, 30 janvier 1962, BdF_1495200501_862.

[190] Lettre du 14 juin 1962 de Marcel Théron au Dr. J.F. Köver qui répond aux questions de ce dernier inspirées par un article de presse sur l'Euro-dollar.

[191] « Convient-il d'autoriser les intermédiaires agréés à conserver des positions de change ? », Section cambiste, DGSE, 30 janvier 1962, BdF_1495200501_862.

[192] « Convient-il d'autoriser les intermédiaires agréés à conserver des positions de change ?», Section cambiste, DGSE, compilant les avis des MM. Koszul, Calvet et Théron, 30 janvier 1962, BdF_1495200501_862.

[193] « Approvisionnement des banques agréées en devises », G. Bouchet, annotée par J. Koszul et P. Calvet, 14 novembre 1962, BdF_1495200501_862.

de France est sûrement jugé trop favorable au pouvoir de cette dernière, celui du ministère des Finances est jugé trop libéral.

Il faut attendre la crise liée aux événements de mai 1968 pour observer un véritable tournant. La Banque de France se voit déléguer dans la pratique, depuis le 24 novembre 1968 et le décret nº68-1022, le pouvoir de réglementer la position des banques envers l'étranger en vue de mettre obstacle aux risques liés aux mouvements de capitaux à court terme. Ce décret sert ensuite de base aux textes d'application, les lettres circulaires nº X PB, réglementant la position de change des banques et les montants globaux des prêts en francs à l'étranger en fonction du contexte économique. La Banque arrache donc le pouvoir qu'elle espérait obtenir dès 1962 de procéder à des arbitrages à sa discrétion sur l'implication des banques sur les marchés internationaux de devises.

La position globale de change, elle, est appliquée d'août 1971 à décembre 1971[194] de manière contraignante comme instrument de contrôle des banques et de protection du franc et est maintenue comme outil de surveillance de décembre 1971 jusqu'en 1978, année où elle est refondue pour la dernière fois. C'est sur l'emploi de ce dernier dispositif, le plafonnement de la position de change globale des banques, au cours des cinq derniers mois de l'année 1971, plus précisément du 3 août au 17 décembre, que porte notre analyse plus détaillée.

Le plafonnement de la position de change globale est un dispositif synthétisant la position en devises et en francs des banques par rapport à l'étranger. Il est originellement mis en place par la lettre nº1 PB du 3 décembre 1968 et est ensuite adapté par des lettres circulaires successives en fonction des besoins des autorités monétaires. Deux autres lettres circulaires de la Banque de France viennent réglementer la position de change des intermédiaires agréés, la n°2 PB – qui force les banques à déposer auprès du Fonds de stabilisation des changes leurs excédents en devises pour renforcer les réserves publiques de change[195] - et la n°4 PB[196], du 3 août 1971, qui retiendra ici notre attention parce qu'elle s'accompagne d'une campagne généralisée d'inspections auprès des intermédiaires agréés[197].

---

[194] La synthèse sur le dispositif mis en place par la nº4 PB et les enquêtes qu'il a suscité est dressée par le rapport du 23 février 1972 intitulé « Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire nº4 PB de la Banque de France » établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121).

[195] « La position des banques françaises à l'égard de l'étranger », *Bulletin trimestriel de la Banque de France*, septembre 1973

[196] La synthèse sur le dispositif mis en place par la nº4 PB et les enquêtes qu'il a suscité est dressée par le Rapport du 23 février 1972 intitulé *Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire n°4 PB de la Banque de France* établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121).

[197] Il n'y a pas de trace, dans les dossiers exploités, d'une lettre circulaire nº3PB.

III. Traduire la comptabilité bancaire dans les cadres de la comptabilité nationale : la lettre circulaire n°4 PB

1. Une campagne d'inspections auprès de 50 établissements bancaires

Les inspections auxquelles a donné lieu la mise en place de la lettre circulaire n°4 PB ont révélé de nombreux problèmes d'articulation entre la comptabilité nationale et la comptabilité relative aux opérations financières internationales, dont les Eurodevises constituent l'une des composantes.

Cette lettre circulaire est mise en place alors que le dollar et le système monétaire international de taux de changes fixes de Bretton Woods traversent une crise sans précédent. La crise monétaire internationale de 1971, qui force le président états-unien Nixon à lever la convertibilité du dollar en or et à enterrer le système de Bretton Woods le 15 août 1971, a pour conséquence une fuite face au dollar et un afflux massif de capitaux vers les devises considérées comme fortes ; c'est notamment le cas du franc. Par la circulaire nº4 PB, les autorités monétaires cherchent à agir directement sur la position des banques afin de maintenir la parité du franc et d'éviter des variations brutales des comptes de la balance des paiements liées à des pratiques spéculatives.

Le rapport de synthèse sur l'application de la lettre circulaire nº4 PB présente ainsi les raisons pour lesquelles ce texte d'application a dû être mis en place :

> « dans une situation […] où la France devait être tenue, autant que possible, à l'abri d'un afflux de capitaux liquides provenant essentiellement du marché des euro-dollars, la lettre nº4 PB du 3 août 1971 a interdit aux banques de se prêter à des transferts de cet ordre en laissant se détériorer leur position globale nette en devises et en francs à l'égard des non-résidents » [198].

La lettre circulaire est principalement portée par deux services de la Banque de France : le bureau de l'Inspection et celui de la Balance des Paiements. La collaboration étroite établie entre ceux deux départements souligne la double problématique portée par la lettre circulaire. En effet, la nº4 PB affiche comme objectif de geler la position des banques vis-à-vis de l'étranger afin d'enrayer les mécanismes de spéculation sur le franc et l'entrée massive de capitaux. En outre, elle implique le renforcement des obligations statistiques mensuelles que les banques doivent remplir pour le compte de la Banque de

[198] Rapport du 23 février 1972 intitulé *Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire nº4 PB de la Banque de France* établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du ministère des Finances ; B-0022121 ; pages 1 et 2).

France. Elle constitue, de l'avis des économistes du Service de la balance des paiements, « par sa rigidité […] une innovation dans le domaine de la réglementation bancaire »[199].

Pour suivre la mise en place des mesures de contrôle, le ministre de l'Economie et des Finances, par une lettre du 20 août 1971, demande au gouverneur de la Banque de France d'organiser des contrôles auprès de cinquante banques[200]. Les cinquante établissements concernés incluent, outre les trois banques nationales, la B.F.C.E, la Caisse Nationale de Crédit Agricole et la Caisse centrale des Banques Populaires ainsi que vingt-cinq établissements, succursales ou filiales de banques étrangères et dix-neuf autres établissements de crédit[201]. Les enquêtes de l'inspection de la Banque de France auprès des banques opérant en devises étrangères s'étendent de la fin du mois de septembre jusqu'au début du mois de décembre 1971 et révèlent de nombreux dysfonctionnements comptables ainsi que les difficultés auxquelles font face les banques lors de l'application des mesures dont dispose la lettre circulaire.

Au total, sur la période couverte par la lettre circulaire nº4 PB, une trentaine de banques ont été en infraction pour des montants supérieurs à un million de dollars. Soixante-deux inspecteurs et adjoints de la Banque de France procèdent aux vérifications des comptabilités des banques concernées et rédigent des comptes rendus et des recommandations sous forme de rapports détaillés en cas d'infractions importantes ou de tableaux comptables récapitulatifs dans les cas les moins problématiques[202].

2. La position globale de change d'un intermédiaire agréé et la position extérieure de la France

Nous allons expliciter le fonctionnement de la position globale de change. Nous allons nous appuyer sur l'exemple du tableau ci-après (figure 20), intitulé « Détermination de la position nette en devises d'une banque et de ses « contreparties » », tiré de l'article « La position des banques françaises à l'égard de l'étranger », lui-même extrait du *Bulletin trimestriel de la Banque de France* de septembre 1973[203].

---

[199] « Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire nº4 PB de la Banque de France », service de la Balance des Paiements de la Banque de France, 23 février 1972, (Archives du ministère des Finances ; B-0022121 ; pages 1 et 2).

[200] La lettre en question figure en annexe II du rapport de synthèse du 23 février 1972. (Archives du ministère des Finances ; B-0022121).

[201] Le périmètre de l'enquête et des amendes infligées est dressé dans le « Bilan pratique de l'application de la circulaire nº4 PB », service de la Balance des Paiements de la Banque de France, 8 mars 1972 (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121).

[202] Les documents résultant de l'enquête et les rapports d'évaluation du dispositif mis en place par la nº4 PB sont accessibles dans les archives du Ministère des Finances sous les cotes B-0022121 et B-0022122.

[203] « La position des banques françaises à l'égard de l'étranger », *Bulletin trimestriel de la Banque de France,* 8 septembre 1973, p. 51

Le tableau synthétise les différents postes comptables que la position globale de change intègre pour déterminer la position d'une banque à l'égard de l'étranger. L'objectif est de déterminer si la banque en question et sa clientèle ont une position créditrice (on leur doit de l'argent) ou débitrice (ils doivent de l'argent) avec l'étranger. L'étranger est ici entendu au sens de la balance des paiements, c'est-à-dire en fonction du critère de résidence, qui distingue les acteurs qui exercent leur activité sur le territoire national (entreprises, ménages, banques, administrations publiques) de ceux qui exercent leur activité à l'extérieur du territoire national.

La détermination de la position globale de change permet à la Banque de France de connaître les risques pris par l'intermédiaire agréé sur les marchés internationaux. Il s'agit pour la Banque de déterminer le risque de change encouru par l'intermédiaire agréé, c'est-à-dire de mesurer l'exposition d'une banque à une dévaluation ou à une appréciation monétaire. Il s'agit aussi de déterminer si la banque participe au phénomène de transformation bancaire internationale, qui consiste à financer des transactions de long terme par des ressources à court terme. Ce dernier phénomène est très fréquent sur les Euromarchés, où les banques empruntent à court terme et renouvellent leurs emprunts pour prêter à leur tour à moyen, voire long terme. Enfin, la position globale de change permet aux autorités monétaires d'apprécier le comportement de l'intermédiaire agréé au regard du franc. Le tableau est composé de trois colonnes principales et les données sont en millions de francs.

DETERMINATION DE LA POSITION EXTERIEURE EN DEVISES D'UNE BANQUE ET DE SES « CONTREPARTIES »

(chiffres en millions de F)

Position à l'égard de l'étranger

CREANCES		ENGAGEMENTS	
- Or	—		
- Billets étrangers	4 248		
- Correspondants	275 965	- Correspondants	338 834
- Clients	130 832	- Clients	29 700
- Effets reçus en pension	—		
- Effets escomptés	533		
TOTAL	411 578	TOTAL	368 534
POSITION CREDITRICE NETTE	+ 43 044		

Situation équilibrée par incorporation de la position de change

1 - Bilan-devises (au comptant)

ACTIF		PASSIF	
- Or	—		
- Billets étrangers	4 248		
- Correspondants étrangers	275 965	- Correspondants étrangers	338 834
- Clients étrangers	130 832	- Clients étrangers	29 700
- Effets reçus en pension de non-résidents	—		
- Valeurs en portefeuille tirées sur non-résidents	533		
- Correspondants français	75 406	- Correspondants français	211 964
- Clients français	117 278	- Clients français	4 564
- Tous autres comptes débiteurs	78 125	- Tous autres comptes créditeurs	66 332
	682 387		651 394

2 - Position à terme

Devises à recevoir		Devises à livrer	
- des correspondants étrangers	593 000	- aux correspondants étrangers	1 102 000
- des correspondants français	1 070 000	- aux correspondants français	601 000
- des clients	40 000	- aux clients	4 000
	1 703 000		1 707 000

3 - Position de change

- position créditrice (créances > engagements)	26 993
TOTAL	2 385 387
TOTAL	2 385 387

« Contreparties » de la position extérieure

Le signe + s'applique aux « contreparties » qui concourent à l'apparition d'une position créditrice nette à l'égard de l'étranger. Le signe — aux « contreparties » qui tendent à amenuiser cette position.

	+	—
- Emprunts nets aux correspondants français	136 558	
- Prêts nets aux clients français		112 714
- Divers (net)		11 793
devises achetées (+) ou vendues (—) en couverture d'opérations de change à terme		
- net à livrer aux correspondants étrangers	509 000	
- net à recevoir des correspondants français		469 000
- net à recevoir des clients		36 000
- position de change créditrice (avoirs propres de l'intermédiaire)	26 993	
- TOTAL	672 551	629 507
« CONTREPARTIES » NETTES EGALES A LA POSITION EXTERIEURE NETTE		+ 43.044

Figure 20 : tableau de détermination de la position extérieure en devises d'une banque et de ses contreparties

La première colonne permet de déterminer la position à l'égard de l'étranger dans une définition restreinte qui ne tient compte que des relations que l'intermédiaire agréé entretient avec des non-résidents à un moment donné. Elle ne tient pas compte des opérations entre résidents (qui peuvent réaliser des opérations qui influenceront la situation de l'intermédiaire agréé par rapport à l'étranger) ni des positions prises à terme par l'intermédiaire agréé, c'est-à-dire des opérations financières que celui-ci s'est engagé à dénouer dans le futur mais qui n'apparaissent pas encore dans son bilan.

Cette première colonne regroupe tous les postes comptables qui impliquent par leur nature même un lien avec l'étranger. Par exemple, les billets de banque étrangers détenus par l'intermédiaire agréé sont un actif que ce dernier détient sur l'étranger, puisque les billets représentent une créance sur le bilan d'une banque centrale étrangère (ils figurent au passif de la banque centrale étrangère, puisque c'est un argent qu'elle doit). Les postes qui sont représentés dans la colonne « créances » représentent une dette que l'étranger a contracté avec la banque, les postes représentés dans la colonne « engagements » représentent ce que la banque doit à des acteurs étrangers. Les différents postes renvoient aux acteurs auxquels la banque a affaire : les correspondants auxquels elle a recours pour réaliser ses opérations à l'étranger, les clients pour lesquels elle réalise des opérations, entre autres. La différence entre ce qui est dû à l'intermédiaire agréé et ce que ce dernier doit à l'étranger constitue la position à l'égard de l'étranger. Si l'intermédiaire agréé doit de l'argent à l'étranger, sa position sera débitrice, si de l'argent lui est dû, sa position sera créditrice. Dans le tableau figurant en exemple, la position de l'intermédiaire agréé est créditrice de 43 044 millions de francs par rapport à l'étranger.

Parce que la première colonne est principalement structurée autour des acteurs non-résidents avec qui la banque entretient des relations, elle ne tient pas compte de toutes les opérations qui peuvent avoir une influence sur les créances et les engagements de la banque avec l'étranger. En effet, des opérations réalisées avec d'autres intermédiaires agréés peuvent avoir une influence sur la position de l'intermédiaire agréé à l'égard de l'étranger. La deuxième colonne permet de déterminer la position globale de change entendue comme :

> « l'ensemble des créances et des engagements en devises et en francs qui, à un moment donné, sont détenus ou contractés par les banques vis-à-vis de non-résidents, à la suite d'opérations qu'elles ont effectuées au comptant ou à terme, pour compte de tiers ou pour leur propre compte » [204]

Il s'agit ici d'une définition globale de la position de l'intermédiaire agréé à l'égard de l'étranger. Elle tient compte des opérations entretenues avec des non-résidents (la position restreinte à l'égard de l'étranger), des opérations entre résidents qui influencent la situation de la banque par rapport à

[204] « La position des banques françaises à l'égard de l'étranger », *Bulletin trimestriel de la Banque de France,* 8 septembre 1973, p.49

l'étranger et des positions prises à terme, qui engagent la banque dans le futur. Y figurent donc des postes comme « correspondant français » puisque la banque peut réaliser des transactions avec d'autres banques françaises qui ont un effet sur sa position. Par exemple, la banque peut prêter des devises à une autre banque française. Ce prêt figurera à l'actif de son bilan de devises ; l'opération inverse, l'emprunt de devises, figurerait au passif du bilan de devises.

Cette position est, en outre, dite globale parce qu'elle a été conçue comme un indicateur synthétique de la position de chaque banque par rapport à l'étranger. En effet, comme le précise le rapport de synthèse sur l'application de la lettre circulaire :

> « le plafonnement séparé de chacun des éléments de la position globale aurait fait peser sur les banques un carcan très rigide. Au contraire, la réglementation globale se révèle plus souple, puisqu'elle n'interdit pas, pourvu qu'ils se compensent, des aménagements entre les diverses composantes de la position. […] Cette souplesse tient à la variété des opérations qui influent sur la position globale, un grand nombre d'autres […] n'ayant d'ailleurs au contraire aucune incidence. Il importe donc que les trésoriers des banques distinguent clairement les premières des secondes et adaptent en conséquence leurs décisions »[205].

Les autorités monétaires, au vu de la grande diversité des opérations visées par la nº4 PB, ont favorisé un indicateur synthétique global plutôt que de réglementer un par un les différents types de transactions internationales, permettant ainsi aux banques d'effectuer des arbitrages entre les opérations. Ces dernières sont encouragées à distinguer les transactions qui ont un impact sur leur position globale de change de celles qui sont neutre à cet égard, comme les opérations sur Eurodevises autres que l'Euro-franc.

La troisième colonne analyse les contreparties de la position extérieure ; elle a pour objectif de rendre plus explicites les éléments apparaissant dans la deuxième colonne. Il s'agit d'analyser ce qui explique l'apparition d'une position de change. Nous avons plus haut utilisé l'exemple du prêt de devises de l'intermédiaire agréé vers une autre banque française. Dans le cas présenté par le tableau, l'intermédiaire agréé en question a emprunté plus de devises qu'il n'en a prêté à des correspondants français, ce qui lui permet d'afficher une position créditrice à l'égard de l'étranger, puisqu'il détient pour l'instant plus de devises que ce qu'il aurait s'il n'en avait pas emprunté. Ce type d'opérations a un effet sur la position de chacune des banques concernées mais à l'échelle du système français n'a pas d'impact sur la balance des paiements du pays puisque les écritures comptables de chaque banque se compensent.

---

[205] « La position des banques françaises à l'égard de l'étranger », *Bulletin trimestriel de la Banque de France,* 8 septembre 1973, p.7

Nous avons jusqu'ici, à partir de ce tableau, explicité ce qui constituait, du point de vue de l'intermédiaire agréé, la position à l'égard de l'étranger (colonne 1), la position globale de change (colonne 2) et les éléments qui permettent d'expliquer l'apparition d'une position de change (colonne 3). Nous allons maintenant préciser ce qui constitue la position extérieure du système français dans son ensemble et quelles sont les opérations qui ont un effet sur celle-ci.

La lettre circulaire n°4 PB a pour effet de déterminer quelles sont les transactions qui affectent la balance des paiements française et quelles sont celles dont l'impact est neutre. La figure n°21[206] rassemble les différentes opérations ciblées par la position globale de change et les distingue en fonction de leur impact sur la balance des paiements.

Figure 21 : récapitulatif de l'impact des différents types d'opérations sur la position extérieure de la France. Adapté de l'article "La position des banques françaises à l'égard de l'étranger", Bulletin trimestriel de la Banque de France, 8 septembre 1973

Opérations neutres à l'égard de l'étranger	Prêt à l'étranger de devises empruntées à l'étranger
	Constitution d'un dépôt en devises par un non-résident
	Prêt sec de devises entre deux banques françaises
	Achat et vente de devises entre deux banques françaises
Opérations qui améliorent ou détériorent la position extérieure	Encaissement d'une créance en devises pour compte d'un résident
	Vente de devises pour compte d'un résident
	Achat de devises au comptant sans transfert à l'étranger
	Transfert à l'étranger de devises
	Achat de devises à terme
	Vente de devises à terme
	Opérations en francs
	Swaps de devises contre franc et de franc contre devises
	Autres opérations en devises

[206] « La position des banques françaises à l'égard de l'étranger », *Bulletin trimestriel de la Banque de France,* 8 septembre 1973

Ce tableau distingue deux types d'opérations : les opérations qui sont neutres à l'égard de l'étranger et celles qui améliorent ou détériorent la position extérieure de la France, c'est à dire l'endettement du pays par rapport au reste du monde. Les premières opérations sont des opérations qui ne supposent pas, comptablement, le passage d'une frontière par des fonds ou la constitution d'une créance ou d'une dette à l'égard de l'étranger, contrairement aux autres opérations répertoriées dans le tableau. Les transactions en Eurodevises, ici caractérisées par l'expression « prêt à l'étranger de devises empruntées à l'étranger », font partie des transactions dont l'impact sur la position extérieure est neutre ; bien qu'étant réalisées par l'intermédiaire du système bancaire français et impliquant des risques pour ce dernier (cf. chapitres 1 et 2), elles ne sont donc pas problématiques au regard du contrôle des changes et du franc. La longue liste d'opérations résumée par le tableau nº1 explique l'une des remarques faites par l'auteur de l'article « La position des banques françaises à l'égard de l'étranger » :

> « Nombreux sont les services dans les banques qui effectuent des opérations ayant une influence sur la situation extérieure de leur établissement et, par conséquent, sur celle de l'ensemble du système bancaire français, avec toutes les conséquences que cela entraîne sur le plan monétaire. Comme M. JOURDAIN faisait de la prose sans le savoir, leurs agents « exportent » ou « importent » des capitaux, sans en être toujours bien conscients ». (*Ibid.*, p. 44)

Parce que les Intermédiaires Agréés font de l'exportation et de l'importation de capital sans toujours en être bien conscients, ces derniers rencontrent de nombreuses difficultés au moment de mettre en place la position globale de change.

3. Un instrument à l'intersection des comptabilités nationale et privées

Les dispositifs de la lettre circulaire nº4 PB se situent à l'intersection de deux types de comptabilités cadrées selon des principes différents : la comptabilité nationale et la comptabilité bancaire et cambiste[207]. Le cadre territorial sur lequel se fonde la comptabilité nationale, c'est-à-dire le principe de résidence, ne coïncide pas avec les cadres employés jusqu'alors par la comptabilité bancaire et cambiste. Contrairement à la comptabilité nationale, la comptabilité bancaire ne peut être considérée à l'époque de la mise en place de la lettre circulaire nº4 PB comme une comptabilité centralisée aux pratiques harmonisées. Si les situations agrégées et retraitées que sont les bilans, les comptes de résultats et dans une moindre mesure les grands livres peuvent donner l'illusion d'une grande cohérence d'ensemble, les

[207] La comptabilité cambiste est la comptabilité qui s'applique aux opérations de change. Les opérations de change sont les opérations qui impliquent de convertir des devises entre-elles. Les manières de procéder à l'enregistrement des transactions de change diffèrent sensiblement d'avec les autres transactions financières à l'époque qui est considérée ici et varient entre les banques.

documents comptables intermédiaires qui leur servent de sources, traduisent les opérations très diverses menées par différents agents au sein de la banque, sont loin d'être harmonisés entre les établissements. Or, à l'étude des archives laissées par la lettre circulaire nº4 PB, il s'avère que pour les inspecteurs de la Banque de France les principales difficultés sont rencontrées dans les détails de ces manipulations comptables intermédiaires et notamment lorsque la comptabilité est de type cambiste.

Le schéma ci-contre (figure 22) synthétise la chaîne de traductions qui permet de faire remonter les informations comptables enregistrées par les banques vers la comptabilité nationale. Plus le terrain visé se trouve éloigné de l'acteur qui cherche à agir sur celui-ci, plus les chaînes de traduction et de recomposition se complexifient (Robson, 1992). Le concept de traduction permet de transcrire l'importance que peut prendre la distance qui sépare les comptabilités nationale et bancaire puisqu'il désigne la translation, le déplacement, d'une entité d'un contexte vers un autre (Callon, 1986; Robson, 1992). Ce déplacement ne conserve pas l'entité en question à l'identique ; cette dernière est adaptée au contexte nouveau dans lequel elle s'intègre. Dans le cas de la remontée d'informations comptables de la comptabilité des banques vers la comptabilité nationale, les entités comptables remontées sont recomposées à plusieurs reprises parce qu'elles sont discriminées – par le filtre de la résidence, par exemple -, et agrégées pour former une entité comptable nouvelle : la position de change ou la position globale de change. Le schéma montre que ces informations transitent par différents dispositifs ayant chacun un objectif précis.

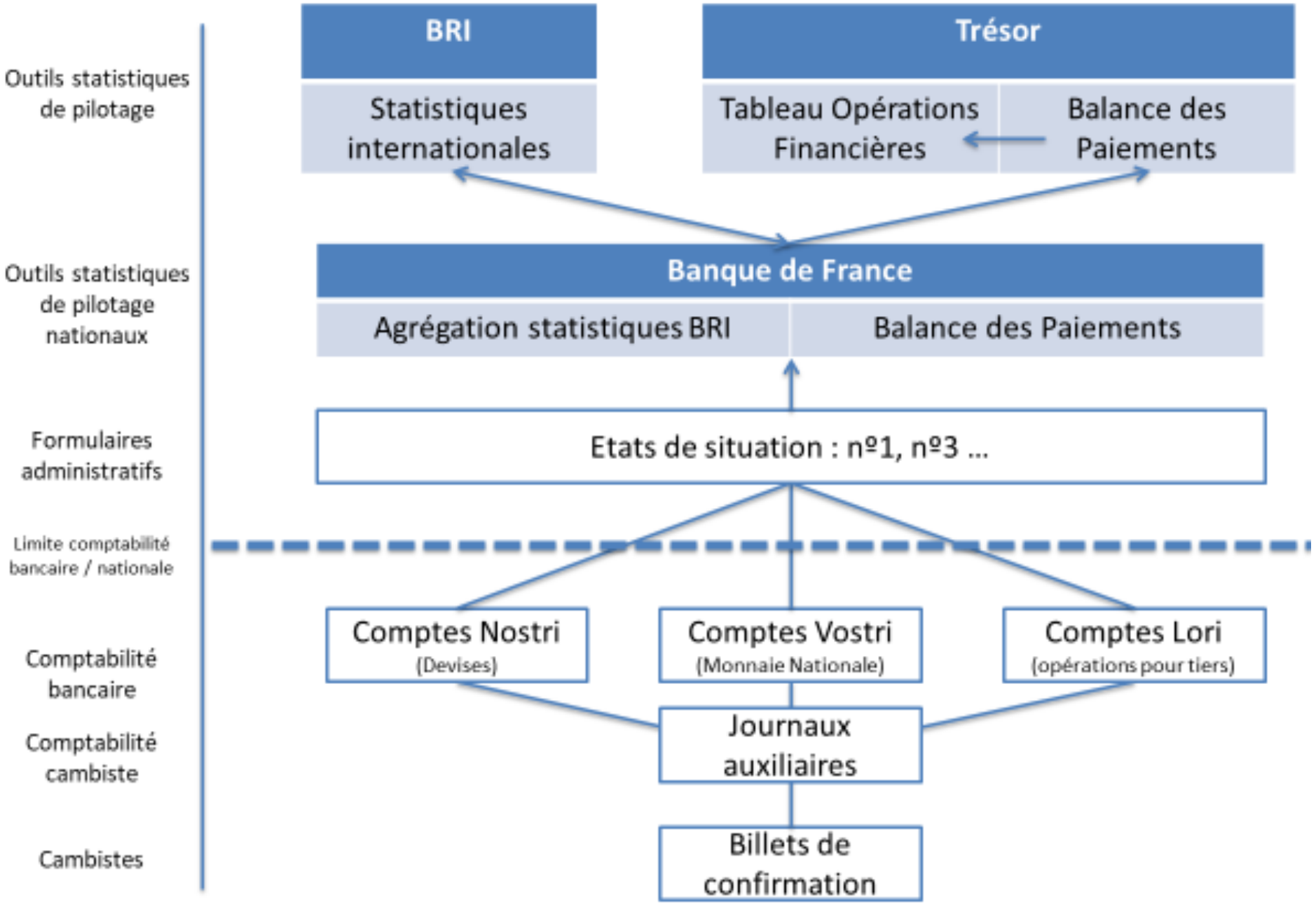


Figure 22 : chaîne de traductions entre opérations bancaires et comptabilité nationale

À l'origine de la chaîne se trouvent les billets de confirmation, qui permettent de confirmer les transactions et font office de contrat liant les parties engagées dans une transaction en devises. Ces billets sont ensuite compilés dans les journaux auxiliaires qui rassemblent toutes les écritures d'un même genre. Ces journaux auxiliaires servent par la suite de support pour la constitution des comptes *nostri*, *vostri* et *lori* (respectivement « notre compte », « votre compte » et « leur compte » lorsqu'il s'agit de transactions réalisées pour des tiers) qui permettent le suivi des transactions dans des relations de *correspondent banking*. C'est à partir de ces dispositifs, les comptes *nostri, vostri* et *lori* que les informations de la comptabilité propre aux banques doivent être traduites dans les cadres de la comptabilité nationale. Cette opération de traduction entre la comptabilité bancaire et la comptabilité nationale est réalisée par l'intermédiaire des états de situation, des formulaires adressés par la Banque de France aux intermédiaires agréés. Il s'agit notamment des états de situation n°1, n°3, entre autres. Cette opération de traduction est cependant loin d'être aisée pour les banques qui doivent remonter leurs données comptables. En effet, l'incertitude qui entoure les chiffres des comptabilités transmises par les banques rend circonspects certains des agents chargés de leur vérification. À titre d'exemple, l'inspecteur chargé de l'inspection de la Morgan Guaranty Trust, M. Muraz, indique dans son rapport du 29 novembre : « leur diversité d'origine puisqu'ils émanent de plusieurs services ne dépendant pas au surplus de la comptabilité, ne permet pas d'avoir une totale certitude quant à l'exactitude des chiffres obtenus »[208].

Dans les années 1960 et 1970, au sein des établissements bancaires, la comptabilité est loin de présenter un profil uniforme. L'éclatement de responsabilités comptables au sein des différents services d'une même organisation, aux pratiques extrêmement variées, implique la mise en place de procédures de traduction et de recombinaison des écritures pour aboutir à la présentation de comptes harmonisés. Les services comptables centraux d'une banque recombinent les entrées comptables qui leurs sont transmises par les journaux auxiliaires et les agrègent au sein des grands livres, des bilans et des formulaires statistiques officiels de manière à établir de nouvelles relations comptables qui permettent le suivi et l'enregistrement des activités menées au sein de la banque. Il apparaît donc que tant la comptabilité bancaire que la comptabilité nationale sont des exemples particulièrement percutants de ce qui pousse Robson (1992) à qualifier les nombres comptables d'inscriptions contingentes permettant d'articuler une action à distance sur les parties périphériques d'une organisation, ou, dans le cas présent, d'un territoire financier national.

En outre, les transactions visées par la lettre circulaire nº4 PB passent à un moment ou à un autre par les services spécialisés dans les opérations de change, les services cambistes. La comptabilité

[208] Rapport du 29 novembre 1971 rédigé par l'Inspecteur M. Muraz rendant compte de l'enquête effectuée 29 septembre 1971 au 23 novembre 1971 auprès de la Morgan Guaranty Trust Company of New York. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; page 2)

cambiste a des spécificités qui rendent beaucoup plus complexe la synthèse dans les cadres préconisés par la nº4 PB. En premier lieu, la comptabilité cambiste ne distingue pas les transactions en fonction des catégories de résidence mais en fonction de la devise employée. En deuxième lieu, les banques réalisent des opérations extra-comptables pour satisfaire les besoins de la Banque de France pour établir la position globale de change. En troisième lieu, les banquiers ont du mal à comprendre la pertinence de la notion de position globale de change pour leur activité.

La structure de la comptabilité cambiste, reposant sur des dispositifs comptables utilisés depuis le XIV^{e} siècle pour le suivi des opérations internationales, les comptes *nostri* et *vostri* (de Roover, 1946; Einzig, 1971), n'est pas articulée en 1971 dans le but de refléter si les transactions ont lieu entre des résidents et des non-résidents. En effet, la comptabilité cambiste est organisée selon un principe de comptes miroirs qui permettent de suivre la position des comptes qu'une banque tient avec ses correspondants à l'étranger[209]; cette organisation est connue sous le nom de *correspondent banking* (Battilossi, 2000; E. Bussière, 2003; Einzig, 1971). Plutôt que de s'implanter directement à l'étranger pour mener ses activités, la banque s'appuie sur un réseau de correspondants habituels avec lesquels elle entretient une relation réciproque. Aussi, une banque qui souhaite réaliser des opérations à l'étranger a recours à un correspondant qui réalise les opérations en question pour elle. Cette habitude pour les banques de passer par des correspondants étrangers explique, par exemple, certaines manières erronées de déclarer leur position de change à la Banque de France. Aussi, l'organisation comptable par comptes *nostri* et *vostri*, parce qu'elle n'est pas cadrée selon le principe de résidence, explique qu' « une des plus grands banques, apartenant [sic] au secteur nationalisé, n'est pas en mesure d'indiquer (ni de connaître) sa position exacte, faute de pouvoir ventiler les opérations entre résidents et non-résidents »[210]. Il faut attendre la révision du Plan Comptable Général en 1978-1979 pour que la question de la résidence filtre, sur demande de la Commission Comptable Nationale, au sein de la comptabilité bancaire (Gélain, 1986).

---

[209] L'Autorité de Contrôle Prudentiel de la Banque de France définit en 2013 les correspondants bancaires dans les termes suivants. L'établissement correspondant fournit des prestations de services bancaires de paiement ou de services de paiement à un autre établissement qui souhaite proposer à ses clients des services en des lieux où il n'est pas physiquement implanté. Ces prestations de services bancaires de paiement ou de services de paiement peuvent être des services de tenue de compte, des services de paiement (notamment des transferts de fonds, essentiellement des virements, à des bénéficiaires situés dans l'État d'implantation de l'« établissement correspondant »), d'encaissement ou d'escompte de chèques, entre autres. (*Principes d'application sectoriels sur la correspondance bancaire,* Mars 2013). Il faut noter en outre que les correspondants bancaires ont pour mission principale de gérer les transactions en devises étrangères pour le compte des banques avec qui elles entretiennent des relations de correspondance.

[210] Rapport du 23 février 1972 intitulé « Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire nº4 PB de la Banque de France » établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; page 13)

La question du suivi des transactions entre résidents et non-résidents n'est qu'une des difficultés que rencontrent les banques au moment de se conformer aux dispositions de la nº4 PB à partir de la comptabilité cambiste. Les inspecteurs de la Banque de France soulignent que les organisations comptables des banques ne sont pas adaptées à la surveillance préconisée par la lettre circulaire ; elles se trouvent dans l'obligation d'avoir recours à des procédés extracomptables, c'est à dire à des calculs qui ne sont pas intégrés à la comptabilité de l'entreprise et qui n'en suivent pas les cadres. C'est notamment ce que souligne la Banque de France en avançant qu' «on doit néanmoins constater, à la suite des vérifications effectuées sur place par l'Inspection de la Banque de France, que les banques ont progressivement mis en place des moyens de contrôle extra-comptables souvent efficaces, bien qu'approximatifs »[211] avant d'ajouter sur le compte des banques qui mettent en place de telles pratiques que « leur organisation comptable, de toute manière, n'a pas été conçue pour répondre rapidement aux besoins des autorités en la matière »[212]. La Morgan Guaranty Trust en est un exemple puisque « selon la technique actuelle de la banque, les états nº1 comme la situation modèle 3000 sont dressés à partir des postes comptables auxquels sont ajoutés […] des relevés spéciaux : […] cette procédure complexe et de maniement délicat, mais en théorie satisfaisante, recèle en réalité certaines anomalies engendrées tant par le volume des opérations en devises traitées journellement par Morgan - 300 en moyenne - que par l'extrême spécialisation de ses services ou par la difficulté parfois d'interpréter la réglementation »[213].

Le rapport de synthèse sur l'application de la lettre circulaire du 23 février 1972 souligne à plusieurs reprises l'importance du renforcement des obligations statistiques en précisant que :

> « La circulaire du Trésor de novembre 1967, qui fixe les obligations statistiques des banques, prévoit que les renseignements communiqués à la Banque de France doivent être extraits de la comptabilité et la refléter fidèlement. […] L'impact de la circulaire nº4 PB a été assez fort, compte tenu de l'attention portée sur ce point par les pouvoirs publics et des contrôles exercés dans les banques, pour convaincre assez souvent les responsables de l'intérêt qu'il y avait à accomplir un effort sensible en vue d'obtenir plus vite de meilleures informations »[214].

---

[211] *Ibid.*, page 11

[212] *Ibid.*, page 12

[213] Rapport du 29 novembre 1971 rédigé par l'Inspecteur M. Muraz rendant compte de l'enquête effectuée 29 septembre 1971 au 23 novembre 1971 auprès de la Morgan Guaranty Trust Company of New York. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; page 2)

[214] Rapport du 23 février 1972 intitulé « Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire nº4 PB de la Banque de France » établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; page 13).

Cette lettre circulaire met donc en contact deux systèmes comptables ; le reflet fidèle invoqué ci-dessus est en réalité une opération de traduction entre les pratiques de la comptabilité bancaire et cambiste et celles de la comptabilité nationale. Cette opération de traduction est effectuée au moyen des formulaires qui accompagnent la nº4 PB, les « états des soldes nº1 » en devises et en francs notamment, où les banques inscrivent les informations statistiques exigées par les services de la Banque de France[215]. Ces formulaires sont structurés de manière à imposer aux banques le cadrage propre à la comptabilité nationale française ; tant en termes d'agents que de types d'opérations et de territorialité des transactions concernées. C'est une fois cette opération effectuée que la Banque de France se trouve en mesure de déterminer la position globale de change de chaque entité bancaire et de décider des sanctions en cas de non-respect des limites imposées : « La position globale résulte d'une déclaration comptable mensuelle (états nº1) par laquelle chaque banque communique notamment le montant de ses créances et engagements en francs ou en devises envers l'étranger. Le contrôle porte donc sur un seul type de document par établissement, et la position globale peut de façon très simple servir d'assiette à une sanction éventuelle. » [216]

Certaines banques font connaître à la Banque de France les implications que la lettre circulaire nº4 PB a sur la conduite de leurs affaires. Les dirigeants de la Morgan Guaranty Trust Company, dans une lettre datée du 15 septembre 1971, exposent « les conséquences profondes que l'application de l'Instruction nº4/PB du 3 août 1971 de la Banque de France entraîne pour notre Banque ainsi que Messieurs Carter et Viermetz, Vice-Présidents, en ont fait part à Monsieur M. Raymond lors de leur visite du 10 septembre 1971 »[217].

Bien que la lettre circulaire nº4 PB constitue un dispositif contraignant pour les banques dans le cadre de leurs relations avec l'étranger, elle ne vise pas toutes les transactions effectuées depuis la France avec l'étranger. En effet, elle laisse le champ libre aux intermédiaires financiers pour développer en toute liberté certains aspects de leur négoce international ; tout particulièrement les Eurodevises. La lettre circulaire cristallise la légitimité d'un embryon d'espace économique situé hors du champ d'action

---

[215] Ces "Etats nº1" accompagnent par ailleurs de nombreux comptes rendus d'enquête puisque les Inspecteurs mandatés par la Banque de France s'attachent à vérifier les chiffres déclarés par les banques (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; B-0022122). Il convient de préciser que les obligations statistiques des banques, bien que renforcées par la directive nº4 PB, sont déjà encadrées par la *Circulaire aux Intermédiaires définissant les obligations statistiques afférentes aux relations financières de la France avec l'étranger,* modifiée par une circulaire du 7 janvier 1970 et la note nº23 du même jour.

[216] Rapport du 23 février 1972 intitulé « Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire nº4 PB de la Banque de France » établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; p.7)

[217] Lettre du 15 septembre 1971 signée de Kurt F. Viermetz de la Morgan Guaranty Trust Company of New-York placée en Annexe V du rapport du 29 novembre 1971 de l'Inspecteur M. Muraz. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121)

des autorités monétaires. Cet espace économique, cadré par les dispositifs de la comptabilité nationale, et constitué des transactions effectuées entre non-résidents - tant en devises qu'en francs - constitue le sous-bassement de ce qui a été progressivement, à partir des années 1970, mobilisé comme concept d'analyse du territoire d'action économique de l'Etat ; l'*offshore.*

En second lieu, un examen attentif des archives permet d'apprécier que l'implémentation en termes comptables au sein des banques du dispositif central de la lettre circulaire nº4 PB, la position globale de change, s'avère être d'une grande complexité tant pour les banques que pour les agents de la Banque de France qui doivent interpréter les données remontées par les banques. En effet, les services de la Banque de France soulignent à diverses reprises :

> «la multiplicité des opérations financières internationales rend cette tâche très délicate et il a fallu plusieurs jours, voire plusieurs semaines pour que les directions des banques aient conscience de ce qu'impliquait la réglementation nouvelle […].Elle est longtemps demeurée une source de préoccupation pour les trésoriers et les cambistes, qui n'étaient pas familiarisés avec l'idée de "position avec l'étranger », notion à la fois complexe par le nombre d'opérations qu'elle recouvre, et partielle puisqu'elle isole dans la compatibilité de la banque les seules créances et engagements envers des non-résidents ».[218]

L'imposition du cadrage par la position globale de changes complique considérablement la tâche des banques qui sont forcées de réduire, voire de s'interdire, certains types d'opérations propres à leur activité – comme d'accepter, des dépôts de francs de la part d'agents non-résidents[219] - et d'établir des structures de surveillance lourdes. C'est notamment le cas du Banco de Bilbao dont l'enquête de l'inspecteur J. C. Renault révèle les initiatives pour éviter de voir se détériorer sa position globale. Les agents de la banque envoient des lettres à leurs correspondants et clients pour « demander de conserver sur [leurs] livres en compte à vue (étranger en francs et financier en francs) des soldes non-supérieurs à ceux que vous aviez au 3 août 1971 » ; et n'hésitent pas à ajouter que « nous comptons sur votre collaboration et restons dans l'attente de vos instructions pour l'excédent éventuel, votre situation sur nos livres devant être régularisée sans retard. Vous voudrez bien notamment nous faire connaître le

[218] *Ibid.;* page 7.

[219] À titre d'exemple, c'est explicitement le cas de la Loyds Bank Europe (rapport du 16 février 1972) ou de la Morgan Guaranty Trust of New York (rapport du 29 novembre 1971) qui se voient dans l'obligation de refuser des dépôts en francs dont elles ne peuvent justifier les motivations. D'autres banques, comme la Banque Libanaise pour le Commerce, ne peuvent pas refuser d'accepter des dépôts servant de contrepartie à des flux commerciaux et bénéficient d'une considération bienveillante des inspecteurs (rapport du 16 février 1972). (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121).

correspondant parisien chez qui vous désirez que ces excédents soient versés en votre faveur»[220]. Ces demandes aboutissent parfois à des situations de blocage puisque toutes les banques parisiennes suivent la même ligne de conduite et que les correspondants étrangers ne trouvent plus de banque parisienne où déposer leurs francs. L'enquête sur le cas du Banco de Bilbao fait d'ailleurs état d'une situation où des transferts de l'ordre de trente-huit et de vingt-cinq millions de francs, sommes considérables, sont successivement rejetés par deux autres banques parisiennes ne souhaitant pas voir leur position globale entamée d'autant. Ce type de situations embarrasse tant les banques concernées que les inspecteurs de la Banque de France qui ne savent pas comment attribuer les responsabilités ; dans le cas du Banco de Bilbao, l'inspecteur J. C. Renault est forcé de conclure qu'« il n'a pas paru cependant absolument équitable de réintégrer automatiquement ces sommes dans la comptabilité, car la responsabilité est certainement partagée entre l'établissement qui a effectué un ordre de virement et celui qui l'a rejeté »[221].

Les services chargés de la mise en place des dispositions de la lettre circulaire nº4PB prennent conscience avec les enquêtes du fait que « les intermédiaires n'ont pas manqué de ressentir durement cette rigueur, d'autant qu'ils éprouvaient, comme on l'a vu, la plus grande peine à déterminer à l'avance quelle serait leur position exacte en fin de mois ». En effet, il leur apparaît que le suivi de la position de change exige une dépense humaine et organisationnelle très conséquente puisque « réglementer une position globale, […] exige des trésoriers et des cambistes un effort très poussé d'analyse »[222]. Cela représente un véritable coût pour les banques : « jusqu'à une date récente les services statistiques des banques commerciales étaient généralement d'une efficacité médiocre. Ils représentaient pour les intermédiaires une charge sans contrepartie productive, et manquaient le plus souvent de moyens en personnel qualifié et en matériel. »[223]. Certains des rapports rédigés à l'occasion des enquêtes diligentées par les inspecteurs de la Banque de France fin 1971, ou *a posteriori* à partir du matériel comptable extrait de ces dernières[224], soulignent les difficultés soulevées par le dispositif et les

---

[220] Lettre en date du 1er octobre 1971 placée en annexe I du rapport en date du 14 décembre de l'Inspecteur J.C. Renault.

[221] Rapport du 14 décembre 1971 de l'Inspecteur J. C. Renault sur l'enquête diligentée auprès de la banque Banco de Bilbao du 4 novembre au 3 décembre 1971. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; page 3).

[222] Rapport du 23 février 1972 intitulé « Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire nº4 PB de la Banque de France » établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; page 22).

[223] *Ibid.* Page 13

[224] La Banque de France transmet six rapports très synthétiques au Ministre des Finances par une lettre datée du 6 janvier 1972. Les rapports en question concernent la Lloyds Bank Europe, Discount Bank France, Crédit Chimique, Banque transatlantique, Banque Libanaise pour le commerce, Banque de l'Indochine. On remarquera que la lettre en question est datée du 6 janvier alors que les rapports qu'elle transmet au Ministère sont censés avoir été rédigés entre le 16 et le 17 février.

obligations statistiques qui en découlent. La Lloyds Bank Europe « interprétait mal [les] directives statistiques et exerçait un contrôle sur des chiffres erronés »[225], tandis que pour le Crédit Chimique « le rapport de l'Inspection signale que de nombreuses erreurs méthodologiques ne leur [ie. les dirigeants de la banque] ont souvent pas permis d'apprécier la situation véritable de leur établissement, bien qu'ils aient manifesté le désir de se conformer à la réglementation »[226]. Dans les cas les plus difficiles, les déclarations sont très lourdement rectifiées, comme dans le cas de la Morgan Guaranty Trust Company of New York où « une fois corrigées les méthodes suivies par l'établissement pour évaluer sa position nette globale vis à vis de l'étranger, il a été possible, non sans difficulté, de déterminer au jour le jour, avec une bonne approximation, les variations de sa position nette globale – rectifiée - par rapport à la base du 3 août, également redressée »[227].

Les anomalies signalées par les inspecteurs peuvent renverser radicalement la position d'une banque par rapport aux plafonds qui lui sont imposés ; au risque de lui faire subir de lourdes amendes. Le rapport de la Lloyds Bank Europe du 16 février 1972 montre l'importance des rectifications qu'opèrent certaines banques lorsqu'elles ont plus de recul sur leur position comptable : la Lloyds est contrainte d'effectuer une rectification de près de 40 millions sur sa position du 3 août, changement qui la fait passer d'une situation positive au regard de la nº4 PB a une situation fortement négative. Les rectifications sont d'ailleurs monnaie courante, au point que les tableaux de suivi mis en place par la Banque de France incluent toujours une ligne « position déclarée » suivie d'une autre ligne intitulée « position rectifiée ».

La situation est telle que la Banque de France reçoit les informations nécessaires à l'établissement de la balance des paiements avec un retard important : « Le délai maximum au terme duquel les états nº1 doivent parvenir à la Banque de France est de 10 jours ouvrables, soit environ deux semaines de calendrier. Or, sur les 60 banques qui réalisent, en qualité d'intermédiaires, la quasi-totalité des opérations financières avec l'étranger, il en existe une proportion notable qui ne remettent leurs documents qu'avec un retard de plusieurs jours. C'est généralement le cas des banques nationales, par qui transitent 60% des règlements, et dont les données sont de ce fait indispensables pour arrêter la

[225] Rapport du 16 février 1972 sur la Lloyds Bank Europe établi à partir des enquêtes diligentées à la fin de l'année 1971.

[226] Rapport du 17 février 1972 sur le Crédit Chimique établi à partir des enquêtes diligentées à la fin de l'année 1971.

[227] Rapport du 29 novembre 1971 rédigé par l'Inspecteur M. Muraz rendant compte de l'enquête effectuée 29 septembre 1971 au 23 novembre 1971 auprès de la Morgan Guaranty Trust Company of New York. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; page 4)

position d'ensemble du secteur bancaire […]. L'un d'entre eux transmet encore, de façon habituelle, des rectificatifs importants plus d'un mois après la date d'arrêté »[228].

Ces retards et les implications qu'ils ont sur la détermination de la balance des paiements forcent le Ministre des Finances, Valéry Giscard d'Estaing, à demander au Gouverneur de la Banque de France, Olivier Wormser, de rappeler aux banques qu'il est nécessaire « que les délais de transmission […] de leurs déclarations concernant leur position vis-à-vis de l'étranger soient scrupuleusement respectés »[229]. En conséquence, la Banque de France invite les établissements bancaires en cause à transmettre les informations statistiques dans les délais impartis ; dans sa lettre, le Gouverneur appelle « tout spécialement [leur] attention sur l'intérêt qui s'attache, pour la conduite de la politique monétaire, à ce que les autorités détiennent très rapidement et en toutes circonstances des informations aussi complètes que possible sur l'état des règlements entre la France et l'étranger, et, plus encore, sur la position monétaire extérieure du système bancaire et des organismes assimilés. Il importe donc que [chaque] établissement se conforme scrupuleusement aux délais qui lui sont impartis »[230].

4. Un objet comptable qui inscrit les frontières financières françaises

La position globale de change est l'un des instruments qui se situent au carrefour des comptabilités nationale et bancaire. Une transaction en Eurodevises ne suppose pas les mêmes problématiques comptables selon qu'elle est considérée du point de vue du cambiste qui l'inscrit dans ses journaux auxiliaires ou du point de vue de l'agent du Ministère des Finances qui tâche de composer une image fidèle des relations financières qu'entretient la France avec l'étranger. La position globale de change montre cependant les difficultés que rencontre la Banque de France au moment d'agir sur le système bancaire français pour éviter une spéculation sur le franc et pour surveiller l'exposition internationale des banques. Cette situation est due au fait que ses inscriptions comptables sont le résultat de chaînes de traduction longues entre des pratiques comptables de nature très différente.

La position globale de change est un instrument qui permet de distinguer les pratiques qui relèvent du territoire national, c'est-à-dire qui impactent la balance des paiements en fonction du principe de

---

[228] Rapport du 23 février 1972 intitulé *Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire n°4 PB de la Banque de France* établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; page 2)

[229] Lettre du 4 janvier 1972, obtenant réponse de la part de la Banque de France par la lettre du 31 janvier 1972 informant du texte qui va effectivement être transmis aux établissements bancaires en cause. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121).

[230] Citation extraite de la copie de la lettre que le Gouverneur de la Banque de France adresse aux établissements bancaires. Cette dernière est adressée en annexe au Ministre des Finances dans la lettre du 31 janvier 1972. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121).

résidence, de celles qui n'en relèvent pas directement. Ce faisant, elle dégage un nouvel espace, l'*offshore.*

Si les opérations ciblées par la nº4 PB peuvent être de natures très diverses, nous nous limiterons, dans le cadre de notre propos sur l'*offshorisation*, à décrire les opérations de crédit en devises et en francs avec l'étranger, correspondant aux Eurodevises. L'impact de chaque transaction de crédit sur les comptes étrangers de la balance des paiements est fonction de deux variables : d'une part, la position de change distingue les acteurs, selon qu'ils sont résidents ou non-résidents, tandis que d'autre part, elle nécessite de considérer séparément la monnaie nationale des devises étrangères. Cette distinction entretenue dans les comptes entre monnaie nationale et devise étrangère tient au fait que dans le cadre de la comptabilité nationale, la monnaie nationale, lorsqu'elle est détenue par des étrangers, constitue une dette du pays qui l'émet envers ses détenteurs étrangers ; à l'inverse, une devise incarne un droit de créance sur l'étranger.

La combinaison de ces quatre sous-catégories - résidents, non-résidents, monnaie nationale, devise étrangère - permet de distinguer les transactions selon leur impact sur la balance des paiements. Il est alors possible de distinguer deux grandes catégories de résultats : les opérations neutres au regard de la balance des paiements et celles qui ont un impact, positif ou négatif, sur cette dernière. Les différents types de combinaisons sont résumés dans les matrices concernant les prêts en Eurodevises[231] (figure 23) et reconstituées à partir des conclusions des rapports d'enquête autour de la mise en place de la lettre circulaire nº4 PB.

[231] On s'appuie ici sur l'exemple de ce qui est appelé le crédit « sec » en devises, c'est à dire sans opération de change consécutive à l'emprunt.

1 Crédit en devises : impact sur la position globale de change

Devises	Prêteur résident	Prêteur non-résident
Emprunteur résident	**Neutre au niveau agrégé**	**Négatif**
Emprunteur non-résident	**Positif**	**Neutre**

2 Crédit en francs : impact sur la position globale de change

Francs	Prêteur résident	Prêteur non-résident
Emprunteur résident	**Neutre**	**Positif**
Emprunteur non-résident	**Négatif**	**Neutre**

Figure 23 : impact sur la position globale de change des crédits en devises et en francs

En premier lieu, les opérations effectuées entre résidents et non-résidents, quelle que soit la monnaie employée, sont problématiques pour les autorités monétaires puisqu'elles supposent le franchissement d'une frontière conceptuelle et comptable entre le territoire financier français et l'étranger. En outre, ces opérations sont susceptibles d'être visées par des mesures de contrôle des changes selon que la conjoncture est plus ou moins favorable à la balance des paiements française et au franc. Les autorités monétaires peuvent décider de l'imposition de plafonds sur les positions de change voire procéder à l'interdiction totale de certaines pratiques.

En revanche, les transactions neutres au regard de la balance des paiements, c'est à dire les transactions ayant lieu exclusivement entre non-résidents par l'intermédiaire du système bancaire français et de ses livres de comptes, parce qu'elles ne pas rendues visibles par la position globale de change, sont placées hors d'atteinte de l'action régulatoire des autorités monétaires. Aucune référence explicite n'est faite aux transactions entre non-résidents dans les dossiers d'enquête liés à la n°4 PB. Par extension, ce cadrage peut aussi expliquer que la mention explicite des Euromonnaies est extrêmement rare au sein des archives du Trésor malgré l'importance du marché.

La lettre circulaire n°4 PB et la position globale de change, si elles imposent de lourdes contraintes aux banques, ont pour particularité de ne pas sanctionner les transactions financières avec l'étranger à partir du moment où celles-ci n'influencent pas négativement les postes de créances et engagements de

la balance des paiements ou que les impacts de ces opérations sont compensés par d'autres opérations prises en sens inverse. Aussi, comme le souligne explicitement le rapport de synthèse sur l'application de la lettre circulaire, « cette réglementation est sans effet sur les mouvements spéculatifs dès lors qu'ils n'affectent pas la position des banques envers l'étranger »[232].

La latitude ainsi donnée aux banques françaises les incite à favoriser les opérations financières en francs et en devises se compensant ou neutres au regard de la position globale de change. Ces opérations financières échappent aux capacités de représentation de la position globale de change, soit en se neutralisant selon les principes de la comptabilité en partie double, soit en ne rentrant pas dans le calcul de la position elle-même.

Les transactions financières neutres au regard de la position extérieure de la France, parce qu'elles ne sont pas inscrites dans l'espace de calculabilité du territoire financier national, permettent l'émergence de nouvelles stratégies calculatoires de la part des banques. Ces nouvelles pratiques permettent l'apparition d'espaces d'action situés hors de la régulation étatique et s'apparentent à une forme d'*offshore*.

Si les intermédiaires financiers français sont déjà très actifs sur le créneau des transactions pour le compte de non-résidents, comme le précise le sous-gouverneur de la Banque de France, André de Lattre, lorsqu'il avance que « la principale vocation des banques françaises sur le marché des euromonnaies, celle d'être des intermédiaires entre banques prêteuses et banques emprunteuses, n'a jamais été gênée par les mesures de contrôle auxquelles elles ont été ou sont assujetties » (De Lattre, 1971) ; l'imposition par les autorités monétaires du cadrage par la résidence lors de l'évaluation de politiques économiques légitime ce type de transactions.

En effet, celles-ci sont rendues invisibles par les indicateurs propres à la comptabilité nationale, alors que les appels à la régulation des euromonnaies se sont faits particulièrement pressants avant même la mise en place de la lettre circulaire nº4 PB. En avril 1971, quelques mois avant le plafonnement de la position globale de change - sans impact sur les transactions effectuées entre non-résidents, c'est à dire sur une grande majorité des transactions en Eurodevises opérées depuis la place de Paris - le ministre des Finances de l'époque, Valéry Giscard d'Estaing, exige que les Euromarchés, et plus particulièrement les Eurodollars, qu'il considère comme le fer de lance du *benign neglect* monétaire américain, soient régulés afin de combattre l'inflation et de préserver les politiques monétaires nationales[233]. Il est instructif de remarquer que sous son propre ministère, seules les transactions

---

[232] Rapport du 23 février 1972 intitulé *Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire n°4 PB de la Banque de France* établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; p.3)

[233] Article du Financial Times en date du 21/04/1971 intitulé *Giscard wants to tighten Euro-Dollar market*.

supposant le passage d'une frontière conceptuelle comptable entre la France et l'étranger, ont été encadrées.

Les instruments d'action à distance favorisés par les approches théoriques de la comptabilité nationale, en créant ce qui peut être vu, encadrent ainsi le champ de l'action monétaire. L'exemple de la position globale de change permet de transposer dans le contexte des espaces *offshore* l'avertissement lancé par Paolo Quatronne (2009) :

> « il faut rappeler à ceux qui croient que la comptabilité et la finance sont des instruments neutres au moment d'encadrer les transactions financières que ces mêmes instruments, et c'est un point trop souvent oublié, présentent des caractéristiques mystiques qui nous font croire à l'information que ces mêmes pratiques financières et comptables produisent » (p.115).

Ici la comptabilité nationale fait croire par construction que les limites de l'action étatique en matière de transactions internationales transitant par la place de Paris se situent là où commence la non-résidence des tiers liés à la transaction. C'est de la construction comptable des cadres d'un espace financier national que naissent les pratiques qui débordent le cadre de la souveraineté étatique et que se cristallise l'*offshore*.

Conclusion

Le chapitre resitue la mise en place de la position globale de change du début des années 1960 jusqu'aux années 1970. Il s'appuie aussi sur l'étude de la campagne d'inspections systématiques des banques opérant sur le territoire Français au cours de l'année 1971. Grâce à cette étude, le chapitre montre que certains des arbitrages opérés par la position globale de change ne sont pas toujours conscients ou effectivement appliqués. Les banquiers découvrent dans l'action les effets de sa mise en place.

Le chapitre montre qu'il existe une prise de conscience par les inspecteurs que la régulation financière ne porte pas en elle-même sa propre efficacité malgré les déclarations statistiques des banques qui pourraient le faire croire. Les restrictions appliquées aux transactions domestiques ne sont pas toujours suivies, que ce soit volontairement ou par manque de compréhension des arbitrages opérés par la position globale de change. Pour les banquiers centraux, les frontières, dures sur le papier, apparaissent plus poreuses.

En effet, le concept de position globale de change pose des problèmes aux agents même de la Banque de France et rencontre aussi des difficultés d'application au sein des banques. La position globale de change, si elle redéfinit le champ d'intervention des banquiers centraux, en leur donnant de nouvelles prises sur les intermédiaires agréés, pénètre difficilement les milieux bancaires.

L'analyse de la série d'enquêtes liées à la lettre circulaire nº4 PB et des difficultés d'interprétation et de mise en place qu'elles évoquent permet d'avancer les conclusions suivantes. Le plafonnement de la position globale de change se situe au croisement de deux types de comptabilités : la comptabilité nationale, fondée sur un cadre territorial particulier et dont la balance des paiements est l'un des éléments clefs, et la comptabilité bancaire et cambiste, qui sert de support aux transactions en devises et en francs avec l'étranger. En traduisant des éléments de la comptabilité nationale vers les catégories conceptuelles propres aux comptabilités bancaire et cambiste - relatives, entre autres, aux Eurodevises - la lettre circulaire nº4 PB, contribue au renvoi de certaines transactions internationales hors du champ d'action de la régulation monétaire. Le cadre d'action économique échafaudé par la lettre circulaire nº4 PB distingue, par construction, certaines transactions financières qui relèvent de l'action étatique à cause de l'inscription territoriale et comptable qui en est faite, d'autres transactions qui en sont exclues.

La position globale de change est loin de représenter un dispositif comptable neutre. Les catégories et les concepts territoriaux, tout particulièrement les notions de résidence et de capitaux étrangers, appartenant à des types de comptabilités différentes qu'il mobilise et met en contact,

deviennent un attribut de qualification propre aux Euromarchés : l'*offshore*. Le concept de résidence, qui est aujourd'hui toujours invoqué quand il s'agit de définir les marchés financiers *offshore*, provient du vocabulaire et du cadrage de la comptabilité nationale. Ainsi, qualifier les Euromarchés d'*offshore* avant les années 1970 est un anachronisme ; le terme *offshore* n'apparait dans le jargon financier et économique que dans le courant des années 1970. Il est donc nécessaire de manier le concept avec circonspection dans l'analyse des premiers temps d'existence des Euromarchés. J'ai décrit ici certains des processus qui ont mené à la cristallisation de la notion d'*offshore* et à son association systématique aux Euromarchés.

Le développement des transactions en Eurodevises sur le territoire français, à première vue, constitue un paradoxe au regard des théories qui proposent une genèse des Euromarchés s'appuyant sur la sphère économique privée alors que la France est décrite de la Libération jusqu'au début des années 1980 comme une économie interventionniste. Nous avons pourtant montré que l'*offshorisation* de la place de Paris est, pour partie, le fait des autorités monétaires françaises. En effet, la Banque de France émet l'espoir que la lettre circulaire nº4 PB sera un des pivots de la mise en place d'un nouveau cadre de perception des pratiques financières internationales. Comme le souligne le rapport de synthèse dressant le bilan de la mise en place de la lettre circulaire nº4 PB :

> « les trésoriers et les cambistes […] n'étaient pas familiarisés avec l'idée de "position avec l'étranger », notion à la fois complexe par le nombre d'opérations qu'elle recouvre, et partielle puisqu'elle isole dans la compatibilité de la banque les seules créances et engagements envers des non-résidents. Il faut souligner à cet égard le rôle en quelque sorte éducatif de cette circulaire ; il ne manque pas de porter ses fruits pour l'avenir »[234] (emphase de l'auteur).

La conséquence non-intentionnelle de la mise en place de cette circulaire est l'émergence de stratégies d'*offshore*. En effet, la notion de résidence est inscrite durablement au sein de la comptabilité nationale et permet la légitimation des transactions entre non-résidents transitant par la place de Paris. Le concept nouveau d'*offshore* financier, basé sur la notion de non-résidence, devient à la fin des années 1970 l'élément distinctif des Eurodevises et des Euromarchés.

Ce glissement permet l'invisibilisation durable des opérations financières internationales entre non-résidents. Si les premières définitions des Euromarchés et des Eurodevises ne soulignent la dimension internationale de ces transactions que par le fait qu'elles ont lieu en devises par l'intermédiaire des réseaux du *correspondent banking*, les définitions ultérieures aux années 1970

[234] Rapport du 23 février 1972 intitulé « Le plafonnement de la position des banques envers l'étranger par la circulaire nº4 PB de la Banque de France » établi par le service de la Balance des Paiements de la Banque de France. (Archives du Ministère des Finances ; B-0022121 ; page 7).

intègrent la question de la non-résidence et font le rapprochement formel entre l'*offshore* et les Euromarchés. C'est notamment le cas des définitions sur lesquelles se basent les travaux en *international political economy*.

L'étude présente montre que la définition des Euromarchés par rapport aux cadres de l'action étatique s'est faite progressivement et que leur cristallisation a été, entre autres, le fruit de processus comptables jusqu'ici ignorés par la littérature sur l'*offshore.* Enfin, la question dépasse potentiellement le cas français puisque les comptabilités nationales, les cadres de la balance des paiements et le concept de résidence, connaissent une généralisation au niveau international dès les années 1960. Les cadres théoriques des comptabilités nationales, portés par l'effort de l'Organisation des Nations Unies visant à la normalisation des comptes nationaux, structurent les cadres de l'action monétaire au niveau international et cristallisent l'*offshore* au niveau planétaire.

CHAPITRE 4 : DE LA BOURSE SANS DOMICILE FIXE AUX EUROMARCHES - L'EMERGENCE DES DEALERS EN EUROBONDS

I. Introduction

Les précédents chapitres ont permis d'esquisser la genèse de la régulation publique des Euromarchés dans les années 1960 et au tournant des années 1970. L'emploi de la notion de *layering of rules* (Bartley, 2011) pour décrire l'enchevêtrement des normes élaborées à plusieurs échelles nous a permis de montrer que les Euromarchés ne sont pas une « zone grise bancaire » (*banking twilight zone*) qui « n'appartient à aucune nation, n'est gouvernée par la loi d'aucun Etat et n'est sujette qu'à très peu voire aucune régulation » (Frieden, 1987) mais qu'ils sont traversés par des régulations déployées à des échelles diverses, tant par des acteurs publics que privés.

Les trois premiers chapitres ont décrit comment une pratique financière singulière héritée de l'entre-deux-guerres et initialement marginale, le prêt en Eurodevises[235], a été rendue légitime à partir des années 1960 par des autorités financières en tant que marché international de crédit à court terme, les Euromarchés. Ces chapitres ont notamment souligné les nouvelles modalités de régulation mises en place par les banques centrales et les trésors pour cadrer les Euromarchés et les donner à voir. Ces modalités nouvelles s'appuient soit sur le développement d'instruments statistiques qui qualifient les Euromarchés et leurs frontières (chapitres 1 et 3) soit sur la mise en place de politiques coordonnées de communication cherchant à influencer les pratiques sur les marchés et à prévenir, voire juguler, les crises financières (chapitre 2). Alors que les précédents chapitres se penchent sur les années 1960 et le tournant des années 1970 en considérant cette période comme celle de la régulation publique des marchés d'Eurodevises, le présent chapitre se tourne, lui, vers les années 1970 jusqu'au tournant des années 1980 pour décrire l'émergence d'un projet privé de régulation, celui de l'*Association of International Bond Dealers* (AIBD), autour de nouveaux instruments des Euromarchés, les *Eurobonds* et les *Euroequities*. Ce chapitre a pour objectif d'expliciter pourquoi un projet régulatoire visant ouvertement à laisser la nouvelle finance internationale aux financiers a été si laborieux et si contesté

[235] La définition retenue pour le terme « Eurodevises » dans les chapitres précédents est : dépôt de devises à court terme par des agents *a priori* non-résidents.

par les banquiers eux-mêmes alors que ces derniers disposent d'une fenêtre d'opportunité unique pour s'emparer de certains segments des Euromarchés.

Le tournant des années 1960 et le début des années 1970 constituent une période de bouleversements pour les marchés financiers internationaux et pour les institutions qui cherchent à en assurer la stabilité. La période est marquée par trois dynamiques majeures. En premier lieu, le contexte international est au démantèlement du régime de Bretton Woods, basé sur le contrôle des flux financiers par les Etats, ainsi qu'à l'accélération des politiques de libération des flux de capitaux. En second lieu, les Euromarchés, qui se nourrissent de ce nouveau régime monétaire plus permissif, sont marqués par le développement de nouveaux instruments financiers suscitant des réactions mitigées au sein des autorités publiques. En troisième lieu, du point de vue régulatoire, la période est caractérisée par le paradoxe que les politistes et les sociologues qualifient de « *freer markets, more rules* » (Le Galès and Scott, 2008; Schneiberg and Bartley, 2008; Vogel, 1996) : c'est-à-dire que la mondialisation et le succès grandissant du néo-libéralisme, loin de mener à une dérégulation effrénée, s'accompagnent du développement de l'emprise des régulations tant au niveau national qu'international. Nous verrons ici le cas particulier de la mise en place de nouvelles modalités de régulation financière transnationale et privée à travers l'étude du développement de l'AIBD, l'une des plus importantes *trade associations* internationales de l'époque dans le domaine financier.

1. Le démantèlement du régime de Bretton Woods et l'émergence d'un nouvel ordre de la dette

Les années 1970 sont marquées par le démantèlement progressif du régime de Bretton Woods qui s'accompagne de politiques de libération des flux de capitaux, et par deux crises pétrolières, en 1973 et 1979, qui rebattent les cartes financières au niveau international et stimulent la croissance des Euromarchés. Les crises pétrolières concourent à l'émergence d'un nouvel « ordre de la dette » (Lemoine, 2016) où les Etats s'endettent de façon croissante par l'intermédiaire des marchés internationaux et où les pays producteurs de pétrole cherchent à diversifier les placements de leur manne pétrolière. Ces deux événements macroéconomiques viennent donc bouleverser l'ordre financier international et encourager le recours aux Euromarchés en modifiant profondément les équilibres financiers mondiaux.

Le premier événement d'envergure est l'abandon par les Etats-Unis d'un des piliers du régime de Bretton Woods : le *Gold Exchange Standard.* Le 15 août 1971, le président Nixon renonce unilatéralement à la convertibilité du dollar en or et met les membres du système de Bretton Woods devant le fait accompli. Cette décision est motivée par la volonté de renégocier le rôle joué par le dollar dans le système monétaire international alors que d'autres devises gagnent en compétitivité à son détriment. La presse internationale se fait l'écho durant l'été 1971 de l'exaspération du président Nixon

qui considère que « les difficultés économiques proviennent principalement des charges de "la défense du monde libre" et du protectionnisme des partenaires des Etats-Unis, qui entrave la vente de produits américains »[236]. La fermeture de la *Gold window*, mesure phare de ce qu'on qualifie *a posteriori* de « Nixon shock », s'inscrit dans la lignée de politiques déjà amorcées dans les années 1960 pour enrayer la dégradation de la balance des paiements des Etats-Unis (Eichengreen, 2011, 2008, 2004)[237]. Ces politiques, contribuent à l'émergence et au renforcement des Euromarchés en Europe (Helleiner, 1996; O'Malley, 2015). Elles ont notamment permis aux places européennes, Londres en premier chef, de devenir les plaques tournantes de la finance internationale et des Euromarchés au détriment de New York et des banques américaines. Le journal *L'Agence Nouvelle* en septembre 1971 qualifie l'importance de l'une de ces politiques américaines, l'*Interest Equalization tax* (IET) pour le développement des Euromarchés et des places européennes en ces termes :

> « Le 12 juillet 1963 est sans doute la date la plus importante de l'histoire de ce marché international des capitaux. C'est ce jour-là que commençait l'application de la fameuse taxe d'égalisation des intérêts, imposée sur l'acquisition des valeurs mobilières étrangères par des Américains en vue de résorber le déficit de la balance des paiements. Le résultat ne se fit pas attendre. Rapidement, le centre du marché financier international traversait l'Atlantique, passant de New-York en Europe »[238]

[236] « Peut-on guérir l'Europe du cancer des Eurodollars ? », Ph. S., *Le Monde,* 22 juin 1971.

[237] "The Interest Equalization Tax Act of 1963" (H.R. 8000) : Outline of Provisions of H.R. 8000, as Passed by the U.S. House of Representatives, and Amendments Recommended by the Treasury Department." Washington: Joint Committee on the Internal Revenue Taxation, juillet 1964.

[238] *L'Agence Nouvelle*, 24 septembre 1971, Jean-François Landeau, « Les entreprises françaises et le marché des euro-obligations »

Cet avantage européen perdure jusqu'au milieu des années 1970 quand les politiques de libéralisation financière aux Etats-Unis - avec l'abandon, par exemple, de l'IET en 1974 - entraînent une concurrence accrue au niveau mondial entre les places financières et entre les acteurs bancaires. Les années 1970 voient aussi le développement de territoires que l'on commence à qualifier alors d'*offshore* ; dans les Caraïbes notamment, à Jersey ou encore, entre autres, au Panama.[239]

Figure 24 : couverture de la revue Euromoney de mars 1975 – « Quand se tarira-t-il ? »

Le deuxième événement d'envergure qui vient bouleverser l'ordre financier international est l'augmentation drastique des prix du pétrole par les pays de l'OPEC. Cette politique des pays producteurs de pétrole rebat les cartes financières au niveau international : les coûts énergétiques atteignent des niveaux inédits pour les pays industrialisés ou en voie d'industrialisation tandis que la rente pétrolière des pays producteurs est déversée sur les marchés financiers internationaux. Ce sont ces flux que l'on qualifie de pétrodevises et que les financiers internationaux canalisent en partie à travers les Euromarchés (Battilossi, 2009; O'Malley, 2015). La couverture ci-contre, de la revue professionnelle spécialisée *Euromoney* de mars 1975, illustre le rôle joué par les Euromarchés dans le recyclage des pétrodevises. Un banquier prospère ouvre grand les vannes d'un oléoduc provenant d'une torchère de pétrole située en Orient. Ce n'est, cependant, pas du pétrole qui en émerge mais, comme nés d'une corne d'abondance, des dollars que le banquier récupère dans un seau. Le dossier spécial de ce numéro pose la question suivante, en légende de cette couverture : « Quand [le flux de pétrodollars] se tarira-t-il ? » Aussi, tant la mondialisation et la libéralisation des échanges que le placement de la manne pétrolière sur les Euromarchés expliquent la croissance fulgurante de ces derniers dans les années 1970.

En outre, ces deux événements majeurs, parce qu'ils déstabilisent l'ordre monétaire de Bretton Woods et remettent en cause les hiérarchies économiques mondiales, font que les années 1970 sont

[239] Le journal *The Banker* consacre par exemple un dossier entier en mai 1971 aux centres offshores, caribéens notamment, et renouvelle cette approche en mai 1973. Il commente même régulièrement dans la section « international review » les décisions de juridictions dont les systèmes bancaires se développent à la faveur de la libéralisation des capitaux ; il note par exemple que le parlement andorran en 1973 (n°avril 1973) refuse la mise en place d'entreprises écran qualifiées de « letter boxes ».

celles de la remise en question des cadres théoriques économiques dominants depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. On observe une contestation croissante des politiques keynésiennes, prônant un contrôle strict du secteur financier par les autorités publiques, et l'émergence progressive d'idées néo-libérales. La décennie est donc, pour les dirigeants politiques et les experts économiques du monde capitaliste, une décennie de tâtonnements et d'expérimentations au sein des organisations internationales (le FMI, la Banque Mondiale, l'OCDE et la Banque des Règlements Internationaux), régionales (la Communauté Economique Européenne, notamment) ou au niveau des politiques nationales dans un contexte de crises économiques récurrentes (Abdelal, 2009, 2005; Helleiner, 1996; Strange, 1996). La libération des capitaux opérée progressivement depuis 1958 et qui s'accélère dans les années 1970 participe tant à la mondialisation des affaires et au financement des économies par la dette - parce qu'elle facilite les opérations financières internationales - qu'à l'instabilité financière internationale - par la mise en circulation de ce qu'on appelle à l'époque le « hot money », les flux spéculatifs à court terme (Eichengreen, 2008; Helleiner, 1996). Cette période est caractérisée par de nombreuses innovations financières sur les Euromarchés qui divisent les autorités publiques sur la démarche à suivre.

2. De nouveaux instruments financiers

En effet, la deuxième dynamique majeure qui caractérise la période étudiée est le développement de nouvelles activités financières. Les Euromarchés connaissent une importante diversification des instruments financiers qui leur sont rattachés (Battilossi, 2009). Deux nouveaux types d'instruments de crédits à moyen et long terme, viennent s'ajouter aux Eurodevises et constituent deux nouveaux segments de marché : les Eurobonds et les Eurocrédits. Ils consolident les Euromarchés en tant que marché de capital international où les acteurs publics et privés peuvent se financer du très court terme jusqu'au long terme. En outre, de nouvelles techniques financières et de nouvelles provisions juridiques sont adossées aux instruments échangés (Eurodevises, Eurobonds, Eurocrédits) sur les marchés (Battilossi, 2000, 2009; Helleiner, 1996; O'Malley, 2015; Strange, 1996).

L'instabilité financière, le développement du volume de transactions sur les Euromarchés, ainsi que l'utilisation sur ce même marché de nouveaux instruments financiers, préoccupent les autorités publiques. Tandis que certaines appellent un contrôle plus strict, d'autres y voient une occasion économique qu'il ne faut pas brider et louent la capacité d'innovation du marché. En effet, les Euromarchés sont à l'époque signalés comme l'un des mécanismes clefs influençant les développements de l'ordre financier et monétaire nouveau. Les acteurs de l'époque soulignent l'ambivalence du marché en reconnaissant la capacité des Euromarchés à favoriser les mouvements financiers déstabilisateurs, le « hot money », mais aussi leur rôle essentiel dans le financement de l'économie mondiale. C'est le cas notamment du financement de la dette des Etats qui ont besoin de

fonds pour investir ou compenser les déséquilibres de leurs balances des paiements dans un contexte de crises pétrolières, voire du financement d'organisations internationales, comme la Banque Mondiale, qui empruntent pour le compte de pays en voie de développement, ou même des institutions européennes. Les Euromarchés sont un des éléments prépondérants d'un nouvel « ordre de la dette » (Lemoine, 2016) où les autorités publiques doivent concilier leur volonté de réguler un marché de la dette international et leur désir d'emprunter à l'étranger. En 1976, par exemple, les organisations internationales, la CEE, et les autorités publiques (Etats, régions, municipalités) représentent 51% du volume du segment des Eurobonds[240]. La Banque Mondiale est, elle, le premier emprunteur du segment en 1978[241].

Les régulateurs publics endossent ainsi le rôle de juges et de partie : au sein même des Etats, des organismes publics peuvent mener une politique différente ; au niveau international, le consensus ne règne pas toujours et les concurrences entre organisations sont parfois vives. Parmi les autorités, qu'elles soient nationales, régionales - comme la Communauté Economique Européenne -, ou internationales, les positions à l'égard du marché sont donc très diverses. Elles reconnaissent toutes l'utilité du marché au moment de permettre la distribution de ressources financières au niveau international et de financer les déficits mais insistent aussi sur son impact grandissant sur les politiques monétaires domestiques. Le paradoxe de la langue d'Esope[242], soulevé par André de Lattre[243] dès 1971, est une constante dans les débats publics pendant toute la décennie : "Le marché des euromonnaies est essentiellement un mécanisme complexe [...]; comme la langue d'Esope, il peut devenir la pire ou la meilleure des choses selon l'usage qu'on en fait" (Lattre (de), 1971). Les initiatives de régulation des

---

[240] « Secondary bond dealers look forward to a fat 1977 despite the prospect of an interest rate reversal », *Euromoney,* février 1977.

[241] L'importance des emprunts de la Banque Mondiale sur les Euromarchés est soulignée dans l'intervention de Wilfried Guth, *managing director* de la Deutsche Bank lors de la célébration des dix ans de l'AIBD. La Banque Mondiale emprunte en 1978 15,6 milliards de dollars sur les Euromarchés, ce qui la place en tête des emprunteurs mondiaux. Wilfried Guth, « The role of the Eurobond Market in Financing International Payments Deficits and World-Wide Development », *The Eurobond Market – 10 years of development*, AIBD, 1979.

[242] Esope aurait été un esclave phrygien des VIIe et VIe siècles avant notre ère. On lui attribue le statut de premier fabuliste. À l'occasion d'un banquet donné par son maître Xantus pour des hôtes qui se piquent de philosophie, Esope aurait fait servir aux invités un repas entièrement constitué de langues. Face aux réprimandes de son maître qui lui demande pourquoi il s'est laissé aller à une telle fantaisie, Esope aurait répondu qu'il n'y a rien de plus excellent que la langue puisque cette dernière permet la transmission des connaissances et qu'elle sert à tous les aspects de la vie humaine qu'ils soient juridiques, esthétiques ou simplement pratiques. Son maître, cherchant à faire preuve de malice, l'enjoint donc pour le prochain banquet de ne servir que le plus méchant et peu onéreux des mets. Esope récidive en servant, une fois encore, de la langue. Il justifie son geste en arguant qu'elle est la plus mauvaise des choses puisqu'elle permet de mettre à exécution toutes les bassesses humaines.

[243] André de Lattre (1923-2003) était un haut fonctionnaire français, ancien inspecteur des finances et sous-gouverneur de la Banque de France.

Euromarchés se multiplient, entrent en concurrence et, comme nous le verrons plus tard dans ce chapitre, ne ciblent pas de la même manière les différents segments du marché. Alors que les régulateurs se préoccupent principalement de réguler le segment des Eurodevises et celui des Eurocrédits, ils ne se penchent qu'avec beaucoup moins d'intérêt sur le segment des Eurobonds. Cette situation ouvre une fenêtre d'opportunité (Kingdon, 1984) qui place des pans entiers des Euromarchés à la portée d'initiatives d'autorégulation.

3. « Freer markets, more rules »

En troisième lieu, du point de vue régulatoire, la période est caractérisée par le paradoxe que les politistes et les sociologues qualifient de « *freer markets, more rules* » (Schneiberg and Bartley, 2008; Vogel, 1996) et, dans la continuité de ce processus d'effervescence régulatoire, par le renforcement des initiatives d'autorégulation et de lobbying portées par des *trade associations* du domaine de la finance et dont l'originalité tient à leur vocation internationale. Une *trade association* est une organisation qui regroupe des membres (à titre individuel, associatif ou des firmes) appartenant à un même secteur économique, à une même profession ou dont les affaires sont liées à un produit particulier. Elle fournit à ses membres des services (définition et harmonisation de normes, régulation de la concurrence, résolution de conflits, activités de conseil, de recherche, entre autres) et défend leurs intérêts à travers des activités de lobbying (Lanzalaco, 2008). Nous développons ici le cas de la mise en place de nouvelles modalités de régulation financière transnationale à travers l'étude de l'AIBD, l'une des plus importantes *trade associations* internationales dans le domaine financier de l'époque.

L'Association of International Bond Dealers tâche de la fin des années 1960 à l'orée des années 1980 de réguler les pans des Euromarchés que les autorités publiques n'investissent pas directement ; elle tâche parfois de les concurrencer, comme c'est le cas avec la CEE, ou même de se poser en alternative d'institutions de marché plus anciennes comme c'est le cas avec des bourses nationales qui cotent des actions internationales (le *London Stock Exchange* (LSE), par exemple). Notre étude montre que malgré des aspirations modestes lors de sa fondation en 1969, l'AIBD, en tant qu'association de professionnels des Euromarchés, a tâché, pendant les années 1970, de s'imposer comme une institution clef d'autorégulation des marchés internationaux. D'abord portée sur l'autorégulation des marchés d'obligations à moyen et long terme sur les Euromarchés – obligations connues sous l'appellation d'Eurobonds -, l'AIBD projette même dans les années 1970 d'étendre son influence jusqu'aux marchés d'actions internationaux – quitte à créer un nouveau marché, *l'Euroequity market*. L'AIBD porte alors un projet d'autorégulation de la finance internationale dont elle souhaite devenir l'instance centrale. Elle évolue dans un contexte caractérisé par l'internationalisation des banques et des professionnels de la finance qui se concentraient jusqu'alors principalement sur leurs marchés domestiques et tâche d'investir une fenêtre d'opportunité (Kingdon, 1984) qui lui est laissée par les régulateurs publics.

Malgré un projet ambitieux de prise en main des transactions financières internationales par les financiers eux-mêmes, et une fenêtre d'opportunité unique laissée par les autorités, l'association peine cependant à satisfaire ses adhérents et à mener certaines de ses politiques phares à bien. En effet, le projet d'unification des instruments financiers internationaux et d'harmonisation des pratiques financières sous l'égide de l'AIBD suscite des réactions enflammées au sein même de l'association. Les conflits au sein des *trade associations* ne doivent pas nous surprendre au vu des études historiques et sociologiques qui sont menées à leur sujet. Les études sur les *trade associations* du XIXe et du XXe siècle montrent, en considérant des espaces variés, bien qu'avant tout locaux ou nationaux, ainsi que des structures très différentes, que les conflits entre membres sont habituels et qu'une des fonctions premières des *trade associations* est de fournir des modes de résolution de conflits (Lemercier, 2009; Lanzalaco, 2008; Carnevali, 2004; Bernstein, 1992).

Ce qui interpelle cependant dans le cas de l'AIBD est le fait qu'alors qu'elle profite d'une fenêtre d'opportunité unique et d'une certaine reconnaissance par les régulateurs publics, l'association est régulièrement étrillée par ses propres membres. Certains conflits sont significatifs au point de la menacer d'éclater, de menacer la plupart de ses initiatives régulatoires conquérantes au niveau international, voire, lorsque certains de ses membres le demandent, de paralyser la plupart des tentatives de résolution de conflits en son sein. Dix ans après sa fondation, Hans-Peter Sorg, membre du comité exécutif de 1970 à 1975 et président de l'AIBD de 1973 à 1975 n'hésite d'ailleurs pas à pasticher Winston Churchill au sein d'une épreuve du numéro anniversaire de la gazette de l'AIBD, qui célèbre les dix ans de l'association, en écrivant: « The AIBD is the worst imaginable form of a self regulatory body, except of all other forms » (*AIBD Gazette*, 1979, p40)[244]. Pourquoi donc un projet régulatoire visant ouvertement à laisser la nouvelle finance internationale aux financiers a-t-il été si laborieux et si contesté par les banquiers eux-mêmes alors que ces derniers disposent d'une fenêtre d'opportunité unique pour s'emparer de certains segments des Euromarchés ?

Nous verrons dans un premier temps que s'ouvre à la fin des années 1960 une fenêtre d'opportunité pour les projets de régulation du marché des Eurobonds par l'AIBD. En effet, les initiatives publiques de régulation se focalisent principalement sur les Eurodevises et les Eurocrédits, qui comportent des risques en termes de stabilité du système financier international, tandis que les Eurobonds sont laissés à la portée d'initiatives privées de régulation. En deuxième lieu, nous verrons

[244] Le document en question est une épreuve de la Gazette de l'AIBD qui m'a gracieusement été transmis par l'ICMA. Il n'est pas possible en l'état de dire si cette dernière phrase de l'article rédigé par Sorg a été maintenue dans l'édition finale. Elle n'apparaît pas dans la brochure anniversaire qui est éditée pour rendre compte de la conférence du 30 mai 1979, où certains contributeurs reprennent des passages qu'ils ont publiés dans la Gazette. A l'occasion de la conférence, Sorg délaisse le sujet qu'il traite dans la Gazette (« Four years after the formation of the AIBD – Achievements and difficulties ») pour traiter un sujet plus consensuel, le rôle de la communauté suisse au sein du marché des Eurobonds.

que l'AIBD cherche à faire émerger un nouveau groupe professionnel international structuré autour de cet instrument nouveau qu'est l'Eurobond. Ce nouveau groupe professionnel, parce qu'il transcende les frontières et les organisations empiète sur le territoire d'autres segments professionnels ; en outre, parce qu'il rassemble des acteurs aux identités multiples, il est en proie à des luttes intestines. En troisième lieu, nous étudierons les logiques concurrentielles au sein de l'AIBD. Il s'agira ici d'étudier les luttes entre chambres de compensation, la controverse des *market markers*, celle du *grey market* et, enfin, la concurrence entre l'AIBD, les bourses nationales et la Communauté Economique Européenne. La dernière partie du chapitre revient sur les précautions qu'il est nécessaire de prendre lorsqu'il s'agit de mettre le marché des Eurobonds et l'AIBD en histoire. En effet, la mise en récit par les vétérans de l'AIBD des premiers temps du marché relève d'un registre particulier : il s'agit à la fois d'un passage de relai et d'un combat d'arrière-garde qui vise à intégrer la critique, à la dépasser et à justifier l'intervention de l'association.

II. L'ouverture d'une fenêtre d'opportunité pour les projets d'autorégulation de l'AIBD

1. Une visibilité accrue des Euromarchés dans la presse spécialisée et généraliste

1.1. Les Euromarchés sapent-ils la souveraineté étatique ou en sont-ils l'un des remparts ?

Le début des années 1970 marque un véritable tournant en termes de publicité du marché et des controverses qui se cristallisent à l'égard des Euromarchés : ils font maintenant les gros titres de la presse spécialisée voire de la presse généraliste et l'inquiétude côtoie l'optimisme face au nouvel ordre financier international émergent. On observe aussi une quantité croissante d'encarts publicitaires dans les journaux pour les institutions bancaires qui louent leurs propres services sur les Euromarchés et les vertus du marché. Cela est vrai dans la presse généraliste, comme le *Times*, tant dans ses éditions habituelles que dans ses dossiers spéciaux sur la finance, et, bien entendu, dans la presse plus spécialisée comme le *Financial Times* ou *The Economist*. Pour l'année 1971, par exemple, sur ces trois périodiques [245] ; on dénombre 495 articles et 138 publicités.

[245] Avec l'équation "Euro-dollar OR Eurodollar or Euro-currencies Or Eurocurrency Or Euro-currency Or Eurocurrencies Or Euro-bond Or Eurobond"

Les acteurs de l'époque soulignent l'ambivalence du marché en reconnaissant la capacité des Euromarchés à favoriser les mouvements financiers déstabilisateurs, le « hot money », mais aussi leur rôle essentiel dans le financement de l'économie mondiale, ou même l'intérêt de laisser l'innovation financière suivre son cours et favoriser l'émergence d'un ordre nouveau. Un chroniqueur habituel du *Financial Times* et de *The Economist*, Nicholas Faith, résume en 1974, dans la revue spécialisée *Euromoney*, le tournant en termes d'image des Euromarchés tout en soulignant l'ambigüité qui subsiste quant à leurs effets :

> « Les marchés internationaux de devises ont été traités de biens des noms au cours des 15 dernières années depuis que le pool de dollars situé en dehors des États-Unis s'est fait connaître pour la première fois sous le nom de marché des Eurodollars. Ils ont, principalement, été dénoncés par les gouvernements et les commentateurs experts de toute l'Europe. Les Eurobonds, par exemple, étaient censées être des instruments de l'impérialisme américain […]. Et quant aux instruments à plus court terme […], ils étaient tous consacrés à promouvoir les caprices des multinationales et des spéculateurs de devises pervers déterminés à détruire les devises et les économies nationales en vue de servir leurs propres intérêts. L'image qui se dessine maintenant est donc surprenante : celle du [marché en tant que] sauveur des gouvernements européens pressés, désireux d'éviter les pires effets de la crise pétrolière et soucieux de le faire sans tomber entre les mains du Fonds monétaire international."[246]

La légitimité des segments des Euromarchés cités par Faith, les Eurodevises et les Eurobonds, est renforcée par la capacité qu'on leur attribue de faire circuler les ressources financières qui permettent aux Etats de financer leurs déficits et leurs investissements ainsi que par la possibilité qu'ils donnent aux entreprises de financer leurs activités nationales et internationales sans avoir recours au crédit domestique. D'après les données compilées par la revue *Euromoney* en 1977 pour l'année 1976, le segment des Eurobonds quadruple de volume entre 1973 et 1976[247]. On observe donc la mise en place d'un ordre de la dette où les Euromarchés, passent d'un travail de sape de la souveraineté nationale à la qualité de remparts face à l'ingérence potentielle du FMI. Pourtant, le plus souvent les deux dimensions coexistent au sein des argumentaires.

Un autre point vient renforcer la légitimité que les Euromarchés acquièrent progressivement aux yeux de la presse et des autorités : ils permettent le développement des activités internationales au

---

[246] « The Eurobond market becomes respectable at last », Nicholas Faith, *Euromoney*, mai 1974. N. Faith est aussi chroniqueur du Financial Times et de The Economist.

[247] « Secondary bond dealers look forward to a fat 1977 despite the prospect of an interest rate reversal », *Euromoney,* février 1977.

sein des places européennes telles que Londres, Paris, Francfort, Luxembourg ou encore Bruxelles (Baker and Collins, 2005; Bussière, 2005) qui, après avoir pris le relais de New York en finance internationale, entrent en concurrence avec la place américaine au fur et à mesure qu'elle gagne en compétitivité avec l'abolition progressive des mesures qui visaient à protéger la balance des paiements américaine. L'abolition de l'*Interest Equalization Tax* en 1974 est une des mesures phares qui relance la compétition internationale entre les places du continent européen et la place newyorkaise. Ce regain de légitimité coexiste avec une visibilité accrue des controverses relatives au développement du marché, tant en termes de volume que des instruments qui y sont échangés, et soulève dans plusieurs milieux la question de la régulation des Euromarchés ainsi que des nouvelles activités internationales des banques.

1.2. La presse sert de vitrine aux controverses qui entourent les Euromarchés

La figure 25 plus bas illustre les inquiétudes concernant la régulation des Euromarchés qui assaillent les milieux politiques, bancaires ainsi que les journalistes, tant à l'échelle internationale que nationale (nous nous centrons ici cependant sur le cas français). Le collage présente cinq titres d'articles parus entre avril et juin 1971[248] du côté gauche ainsi que la couverture de la revue *Euromoney* de juin 1973 sur le côté droit de la page. Les deux premiers titres, d'avril 1971, intitulés « Giscard wants to tighten the Euro-dollar market »[249] et « Le contrôle de l'Euro-dollar : le "Financial Times" soutient Giscard » montrent que la presse internationale et française font écho à la préoccupation des politiques à l'égard des Euromarchés ; Valéry Giscard d'Estaing est alors Ministre des Finances sous la présidence Pompidou. Le *Financial Times* reprend les inquiétudes de Valéry Giscard d'Estaing et leur donne une légitimé que s'empresse de reprendre à son compte le journal *Combat*[250].

La presse nationale française commente d'ailleurs les actions des régulateurs potentiels : les banquiers centraux, la Banque des Règlements Internationaux et le FMI, notamment. C'est ce qu'illustrent les trois derniers titres du collage. *Combat* du 15 juin 1971 titre « Bâle décide de contrôler le marché »[251] alors que *Le Monde* titre le 22 juin 1971 « Après la décision de non-intervention des

[248] Retrouvés dans les dossiers de presse de la bibliothèque de Sciences-Po sous la cote 9.211/659 au sein du dossier « Système monétaire international ».

[249] « Giscard wants to tighten the Euro-dollar market », Paul Lewis (dossiers de presse 9.211/659), *Financial Times*, 21 avril 1971.

[250] *Combat* est un grand quotidien d'information générale créé par des résistants français de la Seconde Guerre mondiale et qui est publié jusqu'en 1974. Pour plus d'informations voir l'entrée « Combat » du Dictionnaire Historique de la Résistance (Marcot, 2006).

[251] « Bâle décide de contrôler le marché », non signé, *Combat*, 15 juin 1971, (dossiers de presse 9.211/659).

banques centrales, PEUT-ON GUÉRIR L'EUROPE DU CANCER DES EURODOLLARS ? »[252]. Le dernier article du collage est extrait de *Problèmes économiques* du 29 juillet 1971 et a pour titre « L'Eurodollar : un château de cartes ? »[253] ; il reprend l'intervention du gouverneur de la banque centrale d'Italie lors d'une conférence à Naples, Guido Carli, qui tâche de rassurer son auditoire sur la capacité des Euromarchés à créer de la monnaie à travers le mécanisme du multiplicateur monétaire. Carli critique dans son intervention les idées de l'économiste néo-libéral et théoricien du monétarisme, Milton Friedman, qui pense que les Euromarchés sont un vecteur important de création monétaire et donc d'inflation. On constate donc à travers ces cinq articles que les informations sur les Euromarchés sont reprises à des échelles diverses et par des journaux aux lectorats très différents. L'article paru dans *Problèmes économiques* est, par exemple, repris de la revue spécialisée *Banque* qui l'a elle-même fait traduire de l'italien puisque l'intervention de Carli est d'abord reprise dans *Bancaria*, journal spécialisé italien.

La question de la régulation du marché est donc très controversée au début des années 1970. Les articles, qu'ils soient favorables à ce développement ou bien fermement opposés, emploient bien souvent un ton grandiloquent ; ils ne lésinent pas sur les hyperboles au moment de décrire les Euromarchés en tant que « plus grand marché international »[254], « château de cartes »[255], voire de « cancer »[256] avec lequel les banquiers centraux joueraient « aux apprentis sorciers »[257]. Il en va de même des représentations iconographiques du marché qui, bien qu'assez rares, dépeignent les Euromarchés sous la forme de monstres. C'est le cas des couvertures de la revue *Euromoney* où le marché est représenté sous les traits de King Kong[258] lorsqu'il est en croissance ou de Godzilla[259] lorsque l'éditeur de la revue appelle à sa régulation. La couverture de la revue *Euromoney* de juin 1973, intitulée « Controlling the Euromarket » (illustration 2) représente justement le marché sous la forme

---

[252] «Après la décision de non-intervention des banques centrales, PEUT-ON GUÉRIR L'EUROPE DU CANCER DES EURODOLLARS ? », Ph. S. ,*Le Monde*, 22 juin 1971 (dossiers de presse 9.211/659).

[253] « L'Euro-dollar : un château de cartes ? », non signé, *Problèmes économiques*, n°1230, 29 juillet 1971 (dossiers de presse 9.211/659).

[254] « Le marché de l'eurodollar est menacé par la crise monétaire », Michel Develle, *La Vie Française*, 24 septembre 1971, (dossiers de presse 9.211/659).

[255] « L'Euro-dollar : un château de cartes ? », non signé, *Problèmes économiques*, n°1230, 29 juillet 1971 (dossiers de presse 9.211/659).

[256] «Après la décision de non-intervention des banques centrales, PEUT-ON GUÉRIR L'EUROPE DU CANCER DES EURODOLLARS ? », Ph. S. , *Le Monde*, 22 juin 1971, (dossiers de presse 9.211/659).

[257] *Ibid.*

[258] couverture intitulée « The Eurobond Secondary Market is Strong and Lusty » où le marché est représenté sous les traits de King Kong et deux fois plus haut que le Chrysler Building de New York. *Euromoney,* février 1977.

[259] couverture intitulée « Controlling the Euromarket », *Euromoney,* juin 1973.

d’un Godzilla de billets et pièces aux dents acérées qui se libère des câbles et des piquets qui entravent ses mouvements. Le monstre est composé de billets d’origines très diverses, qui donnent chair à sa dimension internationale et à sa capacité à mettre en réseau des devises du monde entier ; on reconnaît sans trop de peine des billets libellés en yens, dollars américains, lires, livres sterling et des francs, entre autres. L’illustration suggère qu’en 1973, les Euromarchés sont incontrôlables parce que les mesures prises pour les cadrer seraient inefficaces.

Figure 25 : collage d'une sélection d'articles issus de plusieurs journaux internationaux et français qui soulignent les inquiétudes que soulève le marché au tournant de l'année 1971 et de la couverture de la revue Euromoney de juin 1973.

Si elle ne permet pas de savoir quels sont les acteurs de ces mesures, elle fait écho aux débats qui au début des années 1970 oscillent entre l'idée que les Euromarchés sont, par nature, incontrôlables, et l'idée que la meilleure échelle pour en permettre la régulation est l'échelle internationale. La presse relaie souvent des appels à la régulation au niveau international par le FMI ou la BRI :

> « Il était une fois, un scientifique qui découvrit un acide si puissant qu'il pouvait dissoudre toutes les substances connues de l'homme. Le défi suivant qu'il décida de relever était de découvrir un récipient dans lequel l'acide pourrait être conservé. Un problème similaire a surgi du fait de la croissance rapide des marchés d'Eurodevises. Comment contrôlez-vous des institutions dont la principale réussite a été de transcender les contrôles ? […] D'une manière générale, les arguments en faveur du contrôle des marchés d'Eurodevises prennent trois formes. Premièrement, on fait valoir que les facilités du marché pour acheminer les fonds d'une région à une autre ont tendance à saper les politiques nationales de crédit. Un deuxième argument est qu'ils [ie. les marchés d'Eurodevises] exacerbent le mouvement des fonds spéculatifs d'une devise faible vers une devise forte. Enfin, on dit que ces marchés manquent de discipline et de la supervision dont ils auraient besoin pour leur propre bien si l'on veut éviter des défaillances bancaires majeures […] Avec le temps, un organisme comme le FMI peut assumer les fonctions de banque centrale internationale. En attendant, il faut espérer que les institutions elles-mêmes utilisent les fonds colossaux à leur disposition de manière responsable »[260] *The Times*, 3 mars 1972

Cet article du journal britannique *The Times,* en utilisant la métaphore de l'acide qui dissout toute matière connue, compare le marché à une découverte scientifique qui dépasse son créateur. Le parallèle fait entre l'acide et les Euromarchés permet au journaliste de d'attribuer une qualité particulière au marché : celle de contourner les réglementations habituelles et de continuer son expansion sans que ces dernières ne puissent le contenir. Le marché, à travers cette vision, devient la quintessence de ce que l'on commence à qualifier de plus en plus systématiquement d'*offshore* financier dans la presse dans les années 1970[261]. C'est à dire de transactions économiques qui, parce qu'elles

---

[260]« The need to find ways to control supranational movements of capital – How to stop up the loopholes in monetary regulations », Ian Morison, *The Times*, 3 mars 1972.

[261] L'origine de l'association du mot « offshore » avec les Euromarchés et les paradis fiscaux qui se développent dans les années 1970 est traditionnellement attribuée par la littérature (Palan, 2006, p. 21) au parallèle qui aurait été fait entre les radios « pirates » qui émettaient en dehors des eaux territoriales et les juridictions et marchés qui permettaient d'échapper aux régulations territoriales contraignantes. Mes recherches dans la base de données Gale montrent que le terme est déjà employé dans le domaine financier dès les années 1930 et 1940 pour qualifier les instruments financiers achetés à l'étranger (exemple : Offshore and Overseas Funds, *The Financial Times* (London, England),Sunday, September

profiteraient de lacunes et de vides juridiques qualifiés de «*loopholes*»[262], défieraient les frontières et les régulations nationales. Cette qualité attribuée aux Euromarchés de traverser les cadres juridiques et régulatoires est présentée par le *Times* comme problématique et appellerait un contrôle du marché. Trois raisons sont invoquées pour la mise en place de régulations. La première tient au fait que les Euromarchés mineraient les politiques de crédit, dont l'objectif est d'influencer l'activité économique à travers la maîtrise de la quantité de crédit dans l'économie afin de relancer ou, au contraire, d'éviter l'emballement économique. La seconde tient à la réputation des Euromarchés de faciliter la circulation de flux spéculatifs, qualifiés à l'époque de « hot money », qui peuvent, lorsqu'ils sont massifs, mener à des crises de change et vider les réserves monétaires des banques centrales. Enfin, la troisième raison invoquée pour réguler le marché est liée à la réputation des acteurs sur ce dernier : contrairement à l'image idéalisée de la responsabilité des banquiers dans le domaine de la finance internationale que pouvait avoir le comité de l'Euro-dollar à ses débuts dans les années 1960 (cf. chapitre 1), le *Times* n'hésite pas à se faire l'écho des rumeurs selon lesquelles les acteurs du marché manquent de discipline et de supervision. L'article appelle le FMI à devenir la banque centrale internationale et à intervenir ; dans l'attente de l'émergence d'un régulateur et d'un superviseur international, le *Times* esquisse l'espoir que ce sont les banques elles-mêmes qui utiliseront leurs ressources de manière responsable.

Nous avons déjà abordé dans l'introduction l'idée qu'au début des années 1970, l'instabilité financière, le développement du volume de transactions sur les Euromarchés ainsi que l'utilisation sur ce même marché de nouveaux instruments financiers, préoccupent les autorités publiques. Nous allons montrer que les initiatives de régulation publique des Euromarchés, se multiplient, entrent en concurrence et ne ciblent pas de la même manière les différents segments du marché. Alors que les régulateurs se préoccupent principalement de réguler le segment des Eurodevises et celui des Eurocrédits, ils ne se penchent qu'avec beaucoup moins d'intérêt sur le segment des Eurobonds. Cette situation ouvre une fenêtre d'opportunité (Kingdon, 1984) qui place des pans entiers des Euromarchés à la portée d'initiatives d'autorégulation ; c'est dans cette fenêtre d'opportunité que s'engouffre l'AIBD.

12, 1937). En outre, Ronen Palan (2006, p. 21) rapporte que la revue *The Banker* s'attribue le mérite d'avoir associé les termes Euromarchés et offshore sans pour autant pouvoir expliquer l'origine de cette association. Mes recherches dans la base de données Gale montrent qu'il existe des associations antérieures entre l'idée d'offshore et les Euromarchés. J'ai notamment retrouvé une association entre les termes « offshore » et « eurodollar business » dans un article du Financial Times de 1968 concernant les transactions ayant lieu à Nassau.

[262] « The need to find ways to control supranational movements of capital – How to stop up the loopholes in monetary regulations », Ian Morison, *The Times*, 3 mars 1972.

2. « Ordre et discipline » ; vers une autorégulation du marché des Eurobonds

Les autorités publiques ont donc des positions mitigées sur le développement des Euromarchés et s'interrogent sur la place de la régulation financière, sa nature, et les échelles les plus pertinentes pour la déployer. En effet, la période qui va du milieu des années 1970 à la fin des années 1980 est marquée par ce qu'Alexis Drach qualifie dans sa thèse de « liberté surveillée » de la finance internationale, c'est-à-dire une tendance à la dérégulation des activités financières au niveau national qui s'accompagne d'une croissance des contrôles des activités bancaires par le biais de la supervision publique, prudentielle notamment (Drach, 2016). Le secteur financier est alors en mesure de développer de nouvelles pratiques tant qu'il peut justifier de sa stabilité lors des contrôles auxquels il est soumis. Des initiatives marquent le paysage institutionnel autour des Euromarchés ; elles se déploient à l'échelle européenne grâce aux politiques d'harmonisation de la CEE, à l'échelle internationale, grâce aux initiatives portées par les gouverneurs des banques centrales du G10[263] depuis la BRI à Bâle ainsi que depuis la sphère privée, grâce à l'*Association for International Bond Dealers*. Les initiatives régulatoires lancées autour des Euromarchés dans les années 1970, si elles ne sont pas toujours menées à leur terme, illustrent le développement dans le domaine financier d'un enchevêtrement de normes (*layering of rules* (Bartley, 2011)) élaborées à des échelles très diverses par des acteurs qui ne se coordonnent pas forcément et qui entrent parfois même en concurrence dès le début de la décennie.

Un article publié en mars 1971 dans la revue *Euromoney* par le commissaire au contrôle des banques du Luxembourg[264] - place financière qui doit en grande partie son développement au dynamisme des Euromarchés parce qu'elle devient l'une des juridictions les plus importantes d'émission d'Eurobonds - intitulé « The Case for Regulation », illustre les logiques potentielles de coopération entre les différents acteurs privés et publics du marché mais aussi la concurrence potentielle entre les différentes initiatives régulatoires.

> « À une époque où le marché de l'Eurocapital démontre à nouveau son utilité en tant que moyen irremplaçable de financement d'entreprises multinationales, les marchés nationaux restent soumis à des restrictions réglementaires telles que le contrôle des changes, l'approbation gouvernementale des emprunteurs étrangers, les calendriers d'émission, etc.
>
> Le fait que le marché international en tant que tel soit resté jusqu'à présent exempt de restrictions constitue une bonne explication des raisons pour lesquelles il a pu concevoir

[263] Allemagne, Belgique, Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède puis, plus tard, le Luxembourg, adossé à la délégation belge.

[264] Le Luxembourg ne dispose pas à l'époque de banque centrale.

de nouvelles techniques et des formules inventives lui donnant, sans conteste, une personnalité. Alors que le contexte financier actuel et la recherche d'un marché européen des capitaux organisé justifient le maintien d'un degré élevé de flexibilité, le bon fonctionnement du marché international de capitaux nécessite le maintien d'un certain ordre et d'une certaine discipline; en d'autres termes, il faut une réglementation internationale, comme l'a récemment souligné Sir Siegmund Warburg dans le numéro d'octobre dernier d'EUROMONEY.

À ce stade, deux questions peuvent être posées. Premièrement : quelles réglementations internationales devrait-il y avoir ? Deuxièmement: comment de telles réglementations pourraient-elles être appliquées? […]

On pourrait imaginer que le respect de ces exigences serait assuré par une association interprofessionnelle, sans l'intervention d'aucun organisme public. Une autre solution - qui a ma préférence pour des raisons pratiques - serait de rechercher la coopération avec l'autorité de contrôle officielle […]. Pour les questions internationales, l'organe de contrôle appliquerait le code international ou les exigences nationales, en fonction de celles qui sont les plus strictes. […]

La solution idéale, cependant, doit être trouvée dans une harmonisation des règles en Europe. La Commission de la CEE a lancé des études dans ce sens […]. Pour être totalement efficaces dans une perspective de marché d'Eurocapital, ces efforts d'harmonisation et de coopération nécessitent la participation des maisons d'émission et des experts de la City. »[265]

L'article de Dondelinger illustre le fait que plusieurs initiatives régulatoires coexistent au début des années 1970. Ces dernières doivent tâcher de ménager la flexibilité dont disposent les Euromarchés aux impératifs « d'ordre et de discipline » dont il souhaite que les autorités publiques soient porteuses au niveau européen ou au niveau national. Dondelinger souligne, en outre, que les appels à une intervention régulatoire proviennent tant d'acteurs privés que d'autorités publiques et qu'ils entrent en résonance avec les projets de la CEE d'harmoniser les marchés de capitaux européens. Dondelinger donne une place de choix aux acteurs privés dans son argumentation. Outre le fait qu'il souligne que des acteurs privés de grande renommée, comme le banquier Siegmund Warburg - un des premiers banquiers à lancer le marché des émissions d'Eurobonds dans le deuxième tiers des années 1960 –, appellent à la mise en place de régulations, Dondelinger souhaite associer les banquiers de la City,

[265] « The case for regulation», Albert Dondelinger (commissaire au contrôle des banques du Luxembourg), *Euromoney*, mars, 1971, p.15.

leaders sur les Euromarchés, aux discussions menées sur la question au sein de la CEE. Le rôle qu'il souhaite attribuer aux acteurs privés des Euromarchés se cantonne cependant, idéalement pour lui, à une coopération avec les autorités. Il défend, en effet, l'idée que si la mise en place d'une autorégulation du secteur est une possibilité, une solution où ce sont des autorités publiques qui seraient porteuses du projet est préférable. Il prône une harmonisation des marchés de capitaux vers le haut par l'application des règles prônées par le régulateur le plus-disant. S'il ne cite pas directement l'AIBD, il est possible de penser qu'il est au courant des initiatives dont l'association est porteuse puisque cette dernière a déjà publicisé les actions qu'elle mène ouvertement depuis sa fondation en 1969 dans des journaux tels que le *Financial Times* ou *Euromoney*, dont Dondelinger est forcément un lecteur assidu. Le tournant des années 1970 voit donc l'établissement d'un enchevêtrement d'initiatives menées à plusieurs échelles, qui entrent potentiellement en concurrence et qui soulignent l'absence de consensus sur les actions à mener autour des Euromarchés. La question divise, entre autres, les banquiers centraux. En effet, en réponse à l'article de Dondelinger et dans un contexte de tourmente financière internationale, deux banquiers centraux européens défendent des lignes opposées dans les colonnes d'*Euromoney*. Alors que le gouverneur adjoint de la Bundesbank, Otmar Emminger, insiste sur les désagréments qu'impliquent les Euromarchés en termes de politique monétaire domestique[266] dans un article intitulé « *Short Term Capital Flows – A Threat to International Equilibrium* », le gouverneur de la Banque d'Angleterre, lui, défend bec et ongles le marché et appelle à ne pas le réguler[267] dans un article intitulé « *The Eurodollar Market : Controls Are Not the Answer* ».

Au cours de la décennie, trois organisations vont mener des initiatives régulatoires concernant le marché : la CEE, les comités établis à Bâle au sein de la BRI par les gouverneurs des banques centrales du G10[268] et l'AIBD. Les travaux récents d'Emmanuel Mourlon-Druol (2016) montrent que les premières initiatives de la CEE en vue d'harmoniser les régulations et les politiques de supervision bancaire sont nourries par le développement des Euromarchés ainsi que par les crises successives des années 1970. Un réseau dense de comités et de groupes de travail est constitué. Ce réseau porte un projet régulatoire ambitieux qui touche de nombreux aspects des activités bancaires nationales et internationales : les procédures d'autorisation des banques, la création de filiales à l'étranger, l'établissement de ratios, la mise en place d'assurances de dépôts, la régulation des activités internationales des banques au sein et en dehors de la Communauté, l'établissement de centrales de risques, entre autres. Ces initiatives ne débouchent cependant pas, selon Mourlon-Druol, pour quatre

[266] « Short Term Capital Flows – A Threat to International Equilibrium », entretien de la revue avec Otmar Emminger (gouverneur adjoint de la Bundesbank), *Euromoney*, mai, 1971

[267] « The Eurodollar Market : Controls Are Not the Answer », Sir Leslie O'Brien (Gouverneur de la Banque d'Angleterre), *Euromoney*, juin, 1971.

[268] Allemagne, Belgique, Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède puis, plus avant, le Luxembourg, adossé à la délégation belge.

raisons. En premier lieu, le Royaume-Uni, est très réticent à la mise en place d'une réglementation précise par le biais d'une directive qui grèverait sa compétitivité. En deuxième lieu, les différents comités et groupes de travail de la CEE rencontrent des difficultés au moment d'aborder les questions techniques et buttent contre les disparités importantes entre les systèmes bancaires de cette dernière. Malgré le recours à des experts externes, les travaux patinent. Le troisième aspect qui participe dans les années 1960 à l'enterrement de ce projet d'harmonisation est le manque d'intérêt que semblent manifester les banquiers européens pour l'initiative. Ils ne considèreraient pas que l'état des régulations européennes constitue un frein au développement de leur activité et ne poussent pas à une harmonisation des règles au niveau européen. Enfin, les projets de la Commission perdent de leur pertinence à cause de la mise en place depuis Bâle des comités du G10 accueillis par la BRI. La BRI, comme nous l'avons montré précédemment (cf. chapitre 1 et 2), reconnue au niveau international comme un pôle d'expertise sur les Euromarchés et les développements de la finance internationale, permet aux banquiers centraux de faire de ces questions leur chasse gardée et représente aux yeux des acteurs du marché un lieu dont la légitimité est éprouvée et dont les régulations sont non contraignantes et peu envahissantes. Les comités du G10 hébergés par la BRI ont aussi l'avantage de ne pas porter un projet supranational et bureaucratique que certains Etats membres de la CEE voient d'un mauvais œil et permettent la mise en place de discussions qui ne se cantonnent pas à l'espace européen. La concurrence avec le G10 et la BRI sape l'initiative menée depuis la CEE jusqu'à l'avènement, en 1979, du système monétaire européen.

En effet, les gouverneurs des banques centrales du G10 mettent en place en 1971 le Comité Permanent des Euro-monnaies (*Euro-currency Standing Committee*) afin de créer un forum de discussions sur la régulation des « eurobanks ». Ce comité reprend à son compte les questions soulevées par l'ancien Comité des experts de l'Eurodollar (cf. chapitres 1 et 2) qu'il vient remplacer. Les discussions menées entre banquiers centraux n'aboutissent cependant pas à une approche coordonnée. La régulation du marché est renvoyée au niveau national tandis que le comité continue de faire office de forum de discussion à partir de 1974 (Drach, 2016; Goodhart, 2011). En 1974, c'est un autre comité qui est fondé par les gouverneurs des banques centrales du G10 et abrité par la BRI, le Comité de Bâle (Drach, 2016; Goodhart, 2011). Ce dernier est mis en place en réponse au climat de faillites bancaires récurrentes qui s'installe en 1973 et dont l'épisode le plus emblématique est la faillite de la banque allemande Herstatt en 1974, qui déclenche une panique bancaire internationale (Mourlon-Druol, 2015; Schenk, 2014). Alors que le Comité Permanent des Euro-monnaies, fondé en 1971, a des visées macro-économiques, c'est-à-dire visant à assurer la stabilité du système financier et des Euromarchés dans leur ensemble, le Comité de Bâle, lui, se focalise sur une approche micro-prudentielle qui vise à assurer la stabilité du système financier en édictant des recommandations sur la tenue des comptes par les banques au niveau individuel. L'un cherche à promouvoir des politiques de portée générale, le second favorise

une approche d'harmonisation des pratiques comptables au niveau des banques pour prévenir les faillites.

Alors que les travaux de la CEE patinent, et parce que le Comité Permanent des Euro-monnaies renvoie l'effort de régulation vers le cadre national, la régulation internationale des Euromarchés et l'harmonisation des pratiques est placée à la portée d'autres institutions : le Comité de Bâle et l'*Association of International Bond Dealers,* notamment. Le second comité du G10, le comité de Bâle a, lui, pour visée d'édicter des recommandations sur la tenue des comptes par les banques au niveau individuel et d'éviter les crises en recommandant la mise en place de ratios réserves de capitaux. En conséquence, ses recommandations ont un impact potentiel sur deux segments des Euromarchés, les euro-devises et les euro-crédits syndiqués[269], où les banques sont amenées à engager leurs propres fonds ou ceux qui leur ont été confiés par leurs clients. En revanche, le segment des Eurobonds est déjà partiellement régulé par l'AIBD depuis 1969, et n'engage pas, à long terme, les fonds des banquiers qui émettent ces obligations pour le compte de leurs clients ni ceux des banquiers qui les revendent. Les Eurobonds ne posent donc pas de danger en termes de stabilité du système financier international.

Cette situation, où les régulateurs cherchent avant tout à assurer la stabilité du système international par des initiatives micro-prudentielles depuis le comité de Bâle ou par l'intermédiaire de politiques menées à l'échelle nationale, ouvre une fenêtre d'opportunité (Kingdon, 1984) qui place des pans entiers des Euromarchés à la portée d'initiatives d'autorégulation telles que celles portées par l'AIBD. C'est notamment le cas du secteur des Eurobonds, l'un des trois instruments des Euromarchés dans les années 1970, voire d'un nouveau segment potentiel que l'AIBD souhaite encadrer, les *euro-equities*, c'est-à-dire les marchés d'actions internationales.

3. L'internationalisation de la finance et les dynamiques d'expansion des *trade associations*

Les *trade associations* peuvent prendre des formes très diverses (chambres syndicales, bourses, associations professionnelles, clubs, entre autres) selon les aires géographiques concernées et en fonction de leur domaine d'activité. Le développement de *trade associations* n'est, en soi, pas caractéristique des années 1970 ; leur généalogie peut être retracée jusqu'aux corporations de l'Ancien Régime. Il en va de même pour leur vocation internationale puisque certains secteurs voient l'émergence de quelques associations dès la fin de la Première Guerre mondiale avec pour objectif de

[269] Les crédits syndiqués sont des crédits de grande ampleur et à long terme accordés par plusieurs banques à un même emprunteur. Les banques font partie d'un syndicat de prêt afin de ne pas porter seules le risque crédit de l'emprunteur et la mise en commun des sommes prêtées leur permet de rassembler des sommes qu'elles ne pourraient pas apporter seules.

créer des relations transfrontalières pacifiques[270] et, surtout, à partir de la fin de la Seconde Guerre mondiale lorsque les associations se multiplient à l'échelle européenne sur fond de renforcement de la Communauté Economique du Charbon et de l'Acier (CECA) puis de la CEE (Lanzalaco, 2008).

Dans le domaine financier, cependant, ce sont les années 1960 et 1970 qui voient une recomposition des organisations bancaires et des professions face au développement de nouveaux horizons d'affaires à l'échelle européenne, à partir, notamment, du traité de Rome en 1957, et mondiale, grâce au mouvement progressif mais généralisé des politiques de libéralisation des capitaux dès 1958[271]. Les banques, dont l'activité internationale était fortement muselée jusqu'ici, se lancent dans des stratégies d'internationalisation en s'implantant dans de nouveaux territoires – les places de Londres, Paris, Francfort, Bruxelles et Luxembourg profitent notamment de l'expansion des Euromarchés - et développent de nouvelles activités (Baker and Collins, 2005; Bussière, 2005; O'Malley, 2015). Tant les organisations bancaires que les professions bancaires sont bouleversées par l'internationalisation de leurs marchés et les nouvelles pratiques qui y ont cours.

Le développement des Euromarchés parce qu'ils mettent en concurrence les marchés de crédit nationaux et internationaux, l'implantation des banques américaines en Europe et l'ouverture progressive du marché européen aux banques des pays de la CEE entraînent une concurrence exacerbée entre les organisations bancaires et de profonds remaniements au sein des professions du secteur financier. La période est marquée par l'internationalisation des banques et des professionnels de la finance qui se concentraient jusqu'alors principalement sur leurs marchés domestiques. Un exemple qui marque à l'époque les esprits est la déferlante des banques américaines en Europe dès la fin des années 1960 pour contourner les restrictions américaines et pour se tailler une place de choix sur les Euromarchés. En effet, les mesures de restriction qui frappent la place de New-York depuis l'institution de *l'Interest Equalization Tax* en 1963, puis leur levée, stimulent à la fois la circulation des pratiques, dont certaines sont importées en Europe, et le redéploiement des banques américaines au niveau mondial. George Bolton, éminent banquier de la City et ancien de la Banque d'Angleterre, est un fervent partisan des Euromarchés qu'il voit comme un instrument de revitalisation de la place de Londres (Burn,

[270] Le cas le plus emblématique est celui de la création de la Chambre de Commerce Internationale en 1919 et de sa cour d'arbitrage en 1923 qui cherchent à pacifier le monde grâce au commerce international (É. Bussière, 2003; Derains and Schwartz, 2005)

[271] Une organisation d'intérêt antérieure, bien qu'elle ne constitue pas à proprement parler une trade association, est la Ligue Européenne de Coopération Economique créée en 1946. Il s'agit d'une *business interest association* au sens large puisqu'elle rassemble des personnalités politiques, des personnalités issues du milieu économique, tel Edmond Giscard d'Estaing et de plusieurs banquiers de renom, dont Hernan Habs. Elle se donne pour objectif de promouvoir une intégration poussée des marchés économiques et financiers en Europe (E. Bussière, 2003; Dumoulin and Dutrieue, 1993)

1999; Schenk, 1998) ; il considère cependant fin 1968 que la concurrence est telle à Londres, suite à l'arrivée en masse des banques américaines, que la place est devenue un « camp de concentration financière »[272].

Ce contexte d'ouverture de nouveaux marchés et de concurrence accrue entre les organisations s'accompagne aussi de l'émergence de nouveaux modes de coordination et de coopération entre organisations bancaires. Ces nouveaux modes d'organisation ont pour objectif de faciliter l'implantation sur de nouveaux marchés ou d'approfondir les relations plus anciennes du *correspondent banking*. En premier lieu, les organisations bancaires peuvent choisir de se décloisonner au niveau géographique en abandonnant les codes du *correspondent banking*. Ces codes préconisent que les banques ont recours à leurs correspondants habituels, c'est-à-dire à des banques établies dans le pays visé et avec lesquelles elles entretiennent une relation réciproque, plutôt que de s'implanter directement à l'étranger pour y réaliser des opérations. En second lieu, les organisations peuvent choisir de s'appuyer sur leurs réseaux de correspondants pour approfondir leurs relations ; on observe ainsi à partir des années 1960 la multiplication de la fondation de clubs bancaires, de l'établissement de consortiums, ou encore, de la mise en place de syndicats stables d'émission d'obligations ou de crédit (Battilossi, 2000, 2009; E. Bussière, 2003).

Ce qui est vrai pour les organisations bancaires est aussi vrai pour les professions financières. On observe dans ce contexte le développement des *trade associations* internationales qui visent à concilier les professions financières (analystes financiers, comptables, dealers, entre autres) avec les nouvelles échelles au sein desquelles elles sont amenées à intervenir et avec les nouveaux instruments qu'elles manipulent. La question se pose tant pour les professions auparavant cloisonnées au niveau national que pour celles dont la dimension internationale restait marginale au sein d'organisations nationales. Nous pouvons distinguer ici trois processus différents d'émergence de *trade associations* financières à visée internationale.

En premier lieu, certaines initiatives résultent de l'agrégation au sein de fédérations internationales de *trade associations* nationales. L*'International Accounting Standards Committee* (IASC) (Chiapello, 2005) qui rassemble les professions comptables à partir de 1973 est l'un des exemples les plus représentatifs de ce type d'initiative d'agrégation de *trade associations* nationales puis de la diffusion de leur modèle et de leurs initiatives. L'IASC est fondé en 1973 ; son objectif est de permettre la comparabilité des comptabilités d'entreprises à travers le monde en harmonisant les normes de présentation des bilans comptables. Il est fondé par les représentants des professions comptables libérales d'Australie, du Canada, de France, d'Allemagne, du Mexique, du Japon, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, d'Irlande et des Etats-Unis. Alors que l'initiative est privée à l'origine et résulte

[272] Dossier special "Foreign Banks in London", *The Banker*, octobre 1968, n°512

de l'agrégation de professions déjà constituées et régulées au niveau national, les normes produites par l'IASC sont ensuite reprises par l'Union Européenne dans les années 2000, alors que cette dernière rencontre des difficultés au moment d'harmoniser les cadres comptables européens (Chiapello, 2005).

En deuxième lieu, l'émergence d'une *trade association* internationale peut résulter de la diffusion d'un modèle professionnel national à l'étranger émulé par des associations à vocation nationale, et plus rarement régionales – puis par l'assimilation progressive des associations nationales issues de ce modèle au sein d'une fédération à l'envergure internationale. L'exemple qui nous semble le plus représentatif de ce processus est celui du CFA Institute (Chartered Financial Analyst Institute), originaire des Etats-Unis, qui rassemble aujourd'hui les analystes financiers de très nombreux pays. La National Federation of Financial Analyst Societies, fondée en 1947 aux Etats-Unis, exporte son modèle en Europe dans les années 1960 et 1970, d'abord au niveau national puis au niveau régional (fondation de la Fédération Européenne des Sociétés d'Analyse Financière (EFFAS) en 1962) et en Asie (Asian Securities Analyst Council, 1979) avant de voir dans les années 1990 et 2000 les différentes associations régionales se consolider en son sein pour constituer ce qui est aujourd'hui connu comme le CFA Institute[273].

Le troisième type de processus d'émergence d'une *trade association* financière au niveau international est celui fondé sur la fédération *ex nihilo* d'acteurs au niveau international, autour d'un produit financier nouveau et pour fonder à partir de l'échelle l'internationale une nouvelle profession. Nous développerons ici le cas de L*'Association of International Bond Dealers*, fondée en 1969, qui a pour particularité de ne pas rassembler des organisations nationales au sein d'une fédération internationale mais d'être créée *ex nihilo* et de fédérer des acteurs autour d'un produit financier émergent, les Eurobonds. Outre le fait qu'elle ne résulte pas d'un processus d'agrégation d'organisations nationales préexistantes, il convient de souligner d'emblée une de ses particularités : après sa constitution en tant qu'association internationale, elle entame un processus de spécialisation régionale pour tâcher de concilier sa vocation globale aux identités et aux intérêts spatialisés de ses membres.

Deux ans seulement après la fondation de l'association, la presse française se fait l'écho de la vocation de l'AIBD de devenir une institution centrale de la finance internationale. L'association se projette en tant qu'institution souveraine sur le marché des Eurobonds, et, bien que le marché des Eurobonds soit un marché de gré à gré (*over the counter*), le président de l'AIBD la compare aux institutions nationales que sont les bourses en termes de volume. Il souligne de ce fait la particularité première de l'AIBD : sa dimension internationale et sa concurrence avec les bourses nationales. Un

[273] (*From practice to profession : A History of the Financial Analyst Federation and the Investment Profession*, 1997) et https://www.cfainstitute.org/about/governance/history/Pages/index.aspx (consulté le 5 octobre 2017).

article du 26 avril 1972 paru dans *Le nouveau journal* et intitulé « Le marché des euro-obligations est devenu l'un des plus importants au monde » présente l'association en ces termes :

> « Comment définir les adhérents de l'association Internationale des Courtiers[274] en Euro-Obligations (AIBD) ? Ce sont, comme l'a indiqué son chairman, M. Rolf Hallberg, qui est également vice-président de la Skandinaviska Enskilda Banken, "les membres d'une véritable Bourse internationale ne connaissant aucune frontière nationale et agissant dans son domaine en toute souveraineté […] il n'y a pas plus de trois ou quatre Bourses dans le monde qui réalisent un chiffre d'affaires égal ou supérieur au nôtre. […] Nous sommes l'organisme qui gouverne une très importante Bourse internationale " »[275]

Forte à la fin de la décennie de près de 550 membres institutionnels[276], d'assemblées générales réunissant plus d'un millier de personnes dans des lieux d'exception tout autour du monde, elle jouit d'un prestige certain dans la profession puisque sa présidence est recherchée par les banquiers les plus influents de l'époque et qu'elle s'érige en véritable vitrine de la finance internationale renaissante. Pour donner corps à un discours régulatoire ouvertement conquérant, l'AIBD met en place de nombreuses initiatives qui visent à harmoniser les pratiques qui structurent les transactions d'Eurobonds, à organiser la concurrence internationale entre les acteurs du marché, à déterminer quels sont les comportements légitimes de la part de ses membres et, enfin, à nouer et entretenir des relations tant avec les autorités publiques qu'avec des acteurs bancaires qui investissent de près ou de loin le marché.

Certains régulateurs s'ébaudissent devant les initiatives et l'efficacité de certaines des mesures prises par l'AIBD. C'est par exemple le cas du commissaire A. A. Sommer de la *Securities and Exchange Commission.* Commissaire de 1973 à 1976, son intervention lors de l'assemblée générale de l'AIBD de 1974 est brièvement commentée dans un article écrit sous le pseudonyme de Felix Freerider (ie. profiteur heureux) de la revue *Euromoney* de juin 1974 intitulé *AIBD : regulatory authority or social club ?*[277]. L'auteur y souligne notamment l'étonnement de l'assemblée face à l'intérêt très

---

[274] Les termes français, britanniques et américains pour qualifier les fonctions des financiers ne se recoupent pas forcément. C'est le cas du *dealer* (UK) et du *brocker* (US) traduits par « courtier » en français. Au début les deux fonctions sont effectuées par un même agent, qu'on appelle aussi *trader*. Les brokers sont une profession qui sert d'intermédiaire et une figure importée plus tard des Etats-Unis. A l'origine les membres de l'association sont des dealers au sens britannique, ils sont à la fois traders et courtiers ; ils achètent, vendent des valeurs et se les fournissent. Ce n'est que vers la fin les années 1970 que l'on sépare l'activité de trading et de courtage pour rendre les traders plus performants.

[275] « Le marché des euro-obligations est devenu l'un des plus importants au monde » , Christian Hemain, *Le Nouveau Journal*, 26 avril 1972.

[276] La croissance de l'association est très rapide. L'AIBD passe de 400 membres en 1977 à environ 550 en 1979 et reçoit de nombreuses candidatures d'adhésion.

[277] « AIBD : regulatory authority or social club ?*",* Felix Freerider, *Euromoney*, juin 1974.

prononcé que la SEC porte au marché. Des citations de son intervention figurent aussi dans un autre article, daté de juillet 1977, dans la même revue et signé de Stanley D. L. Ross : «Un commissaire de la SEC de Washington […] se déclare profondément étonné du fait que l'immense travail préparatoire effectué ait été volontaire. "La première chose que nous aurions fait dans notre pays ", a-t-il déclaré, " aurait été d'engager tout un tas de personnes, aux salaires les plus élevés, pour rédiger toutes les règles de fonctionnement - vous, par contre, vous l'avez fait pour rien - je vous félicite "» (p.29)[278]. D'autres institutions prennent cependant ombrage du marché qui vient concurrencer leurs propres initiatives. C'est le cas des commissaires de la Communauté Economique Européenne qui voient d'un mauvais œil les suggestions qui viseraient à faire des Euromarchés un marché financier commun européen ou encore de certaines bourses nationales, au premier rang desquelles se situe *le London Stock Exchange*, qui s'émeuvent de l'apparition de ce nouvel acteur international dont les courtiers prennent de faibles marges.

III. Vers l'émergence au travers de l'AIBD d'un nouveau groupe professionnel international structuré autour des Eurobonds ?

1. Conflictualité et groupes professionnels

Nous avons pu voir que l'Association of International Bond Dealers tâche de la fin des années 1960 à l'orée des années 1980 de réguler les pans des Euromarchés que les autorités publiques n'investissent pas directement. Ce faisant, ces dernières lui permettent de se saisir d'une fenêtre d'opportunité (Kingdon, 1984) pour investir le segment des Eurobonds et, potentiellement, celui des *Euroequities*. L'association porte alors un projet d'autorégulation de la finance internationale dont elle souhaite devenir l'instance centrale. Elle évolue dans un contexte caractérisé par l'internationalisation des banques et des professionnels de la finance qui se concentraient jusqu'alors principalement sur leurs marchés domestiques. Ce projet d'unification des instruments financiers internationaux et d'harmonisation des pratiques financières sous l'égide de l'AIBD suscite pourtant des réactions enflammées au sein même de l'association. L'AIBD serait, selon Hans-Peter Sorg, membre du comité exécutif de 1970 à 1975 et président de l'AIBD de 1973 à 1975 « the worst imaginable form of a self regulatory body, except of all other forms » (*AIBD Gazette*, 1979, p40)[279]. Pourquoi donc un projet

[278]"Success and frustration at the AIBD", Stanley Ross, *Euromoney,* juillet 1977

[279] Le document en question est une épreuve de la gazette de l'AIBD qui m'a gracieusement été transmis par l'ICMA. Il n'est pas possible en l'état de dire si cette dernière phrase de l'article rédigé par Sorg a été maintenue dans l'édition finale. Elle n'apparaît pas dans la brochure anniversaire qui est éditée pour rendre compte de la conférence du 30 mai 1979, où certains contributeurs reprennent des passages qu'ils ont publié dans la Gazette. A l'occasion de la conférence Sorg délaisse le sujet qu'il traite dans la gazette

régulatoire visant ouvertement à laisser la nouvelle finance internationale aux financiers a été si laborieux et si contesté par les banquiers eux-mêmes alors que ces derniers disposent d'une fenêtre d'opportunité unique pour s'emparer de certains segments des Euromarchés ?

La sociologie des groupes professionnels permet de remettre en perspective la conflictualité qui ébranle l'association. Cette sociologie s'appuie sur la notion de professionnalisation pour étudier l'émergence d'activités professionnelles qui se closent aux nouveaux entrants en érigeant des protections et qui se spécialisent en termes de pratiques et de savoirs. Les travaux qui s'intéressent à ces processus d'auto-organisation, de clôture des marchés et de construction identitaire autour d'une activité s'articulent principalement autour du courant fonctionnaliste, qui considère que les professions constituent un type restreint de métiers qui ont acquis un statut particulier nécessaire à la mise en œuvre de leurs pratiques et de leurs savoirs ; du courant interactionniste, qui nie cette particularité et étend son champ d'analyse à tous les métiers ; et du courant néo-wébérien qui insiste sur la dimension conflictuelle du processus de fermeture d'un marché (Champy, 2012; Demazière et al., 2009). A la croisée de ces différentes approches, nous défendrons ici l'idée que l'histoire de l'AIBD est celle de la mise en place d'un nouveau groupe professionnel ; c'est à dire d'un collectif dont les membres défendent leur autonomie en s'auto-organisant. Ce nouveau groupe professionnel, les *dealers / traders* d'émissions obligataires internationales, vient empiéter pour partie sur le « territoire » (Abbott, 1988) d'autres « segments professionnels » (Strauss and Baszanger, 2017) du milieu bancaire et, en contestant les acquis de ses concurrents, cherche à fermer le marché (Paradeise, 1988) et à s'y maintenir.

Les analyses proposées par la littérature présentent cependant une limite de taille : la littérature existante concernant les professions et les groupes professionnels étudie traditionnellement la professionnalisation dans le cadre d'analyses portant sur des échelles circonscrites au niveau étatique ou local (Fourcade, 2006). Sans nier les apports que ces analyses circonscrites à un niveau étatique et local peuvent apporter à l'étude des professions internationales, Marion Fourcade (2006) propose trois mécanismes complémentaires qui permettent d'expliquer l'expansion des professions en dehors de leur territoire d'origine. Le premier mécanisme est celui du « marché commun » permis par la mise en place de politiques de libre-échange qui facilitent la mobilité des travailleurs en même temps qu'elles s'accompagnent de la diffusion de régulations sur un espace commun. L'exemple contemporain le plus typique est le développement de l'Union Européenne et de son marché commun. Les professions débordent alors leurs territoires d'origine et, par une boucle de rétroaction, participent, elles aussi, à la construction du nouveau marché commun. Le deuxième mécanisme relevé par Fourcade est celui de l'émergence de juridictions internationales c'est-à-dire de l'émergence *de novo* d'une profession internationale, comme l'arbitrage commercial international ou le droit criminel international. Cette

(« Four years after the formation of the AIBD – Achievements and difficulties ») pour traiter un sujet plus consensuel, le rôle de la communauté suisse au sein du marché des Eurobonds.

émergence au niveau international se fait parfois au prix d'une mise en compétition de traditions enracinées dans un territoire ; le résultat de cette compétition influence alors en retour les traditions nationales. Enfin, le troisième mécanisme relevé par Fourcade est celui de « destruction créatrice ». Il s'agit ici d'un mécanisme où une profession se diffuse au niveau international et étend sa domination sur un champ – l'exemple le plus explicite est celui de la profession économique étudiée par Fourcade – tout en étant capable d'intégrer les critiques et de renouveler sa domination en internalisant les critiques qui sont dirigées contre elles. On retrouve ici une argumentation similaire à celle menée par Boltanski et Chiapello dans le cas de la dynamique du capitalisme (Boltanski and Chiapello, 2011). L'histoire de l'AIBD, nous le verrons, brouille ces trois dynamiques d'extension et montre qu'elles peuvent coexister au sein d'un même processus[280].

Parce que le marché des Eurobonds se déploie sur l'espace européen en construction, il est à la fois un concurrent, un produit et un facilitateur du projet de construction mené par la CEE. En effet, le marché des Eurobonds précède l'existence d'un marché commun de capital et en mine la mise en place pendant une décennie en se présentant comme étant *de facto* un marché européen de capital qui échappe au giron de la CEE (Kim, 2018). L'existence d'un marché de capital supranational qui ne nécessite aucune harmonisation régulatoire étatique résonne alors particulièrement pour les pays rétifs à une construction européenne trop poussée. L'attachement de la Banque d'Angleterre à la non-intervention directe des autorités sur le marché des Eurobonds en est le meilleur exemple. Cependant, si le marché des Eurobonds est un concurrent de la création par la CEE d'un marché commun de capital, il s'appuie pourtant sur l'intégration plus poussée des économies européennes. En effet, l'internationalisation du secteur bancaire européen est nourrie par la construction européenne qui permet l'internationalisation des affaires. En retour, cette internationalisation du secteur bancaire renforce, par rétroaction, l'extension des politiques européennes. Le marché des Eurobonds relève donc pour partie du processus que Fourcade décrit pour les marchés communs. En deuxième lieu, le marché présente toutes les caractéristiques d'un marché créé *de novo* depuis l'échelle internationale. L'AIBD travaille à la construction depuis l'échelle internationale d'un marché et s'affaire pour en imposer une conception particulière où la concurrence est organisée en fonction des règles de l'association et des valeurs forgées en son sein. L'association essaie d'imposer un modèle d'organisation du marché qui est importé du fonctionnement des marchés de gré à gré influencés par les règles de la bourse de New York. Comme dans le mécanisme décrit par Fourcade, on observe au sein de l'association la mise en compétition de traditions enracinées dans des territoires différents. Enfin, l'histoire de l'AIBD relève aussi, même si c'est dans une moindre mesure, du troisième cas de figure proposé par Fourcade puisque le récit que

[280] Fourcade (2006) ne défend pas l'idée que ces différents mécanismes soient exclusifs, ils sont parfois complémentaires.

les banquiers font de l'histoire du marché intègre les critiques qui sont adressées à la profession pour les désamorcer.

La rhétorique des vétérans de l'AIBD allie, par ailleurs, deux discours (cf. IV). D'une part, certains, comme Eugene Rotberg, n'hésitent pas à souligner l'homogénéité et l'unité des acteurs impliqués sur le marché des Eurobonds face à ceux extérieurs à l'activité : ils délimitent une profession qui serait celle de *dealer* / *trader* obligataire international qui, portée par une main invisible, apporterait au monde les bienfaits du capital circulant. D'autre part, certains, comme Stanley Ross, soulignent l'hétérogénéité du métier de banquier, quitte à opposer les « bâtards » qui menacent d'étrangler le marché naissant, aux vétérans héroïques qui fondent grâce à leur abnégation une association d'autorégulation nécessaire à la survie de l'activité obligataire internationale. L'un comme l'autre ne sont cependant pas antithétiques : ils sont séparés par près de 36 ans d'efforts qui ont visé à fonder un nouveau groupe professionnel international. Cela souligne à quel point l'identité collective d'un groupe nécessite à la fois un travail de construction de la part des porte-paroles de ce dernier (Boltanski, 1982; Hassenteufel, 1997), comme c'est le cas du travail identitaire et mémoriel mené par les vétérans de l'AIBD, mais aussi de la maîtrise des différences de positions et de conflits d'intérêts au sein du collectif. Ce sont ces différences de position et les conflits d'intérêts au sein de l'AIBD qu'il s'agira ici de dévoiler.

Nous montrerons, en effet, que l'émergence de ce groupe professionnel se fait malgré une concurrence identitaire multiscalaire et que le processus est instable, ouvert, et évolutif (Demazière et al., 2009). Le sentiment d'appartenance peut entrer en concurrence avec des identités organisationnelles, selon que, par exemple, les *dealers / traders* appartiennent à de grandes maisons ou à des petites structures ; avec des identités intra-organisationnelles, selon que les *dealers / traders* traitent à l'international ou sur des marchés domestiques ; avec les segments professionnels concurrents, comme pour la concurrence qui existe avec les acteurs du marché primaire qui n'appartiennent pas au même milieu social d'origine que les *dealers / traders* ; et, enfin, au sein même du collectif. Ces logiques de concurrence transparaissent lors des controverses les plus dures qui secouent l'AIBD pendant la première décennie de son existence, celles qui ont trait à l'organisation des marchés internationaux. Il s'agit alors de déterminer depuis l'AIBD quels sont les acteurs qui ont le droit de vendre certains instruments financiers, à quelles conditions, ainsi que de répartir les bénéfices et les coûts liés à l'activité sur les marchés, tant d'un point de vue financier que d'un point de vue réputationnel.

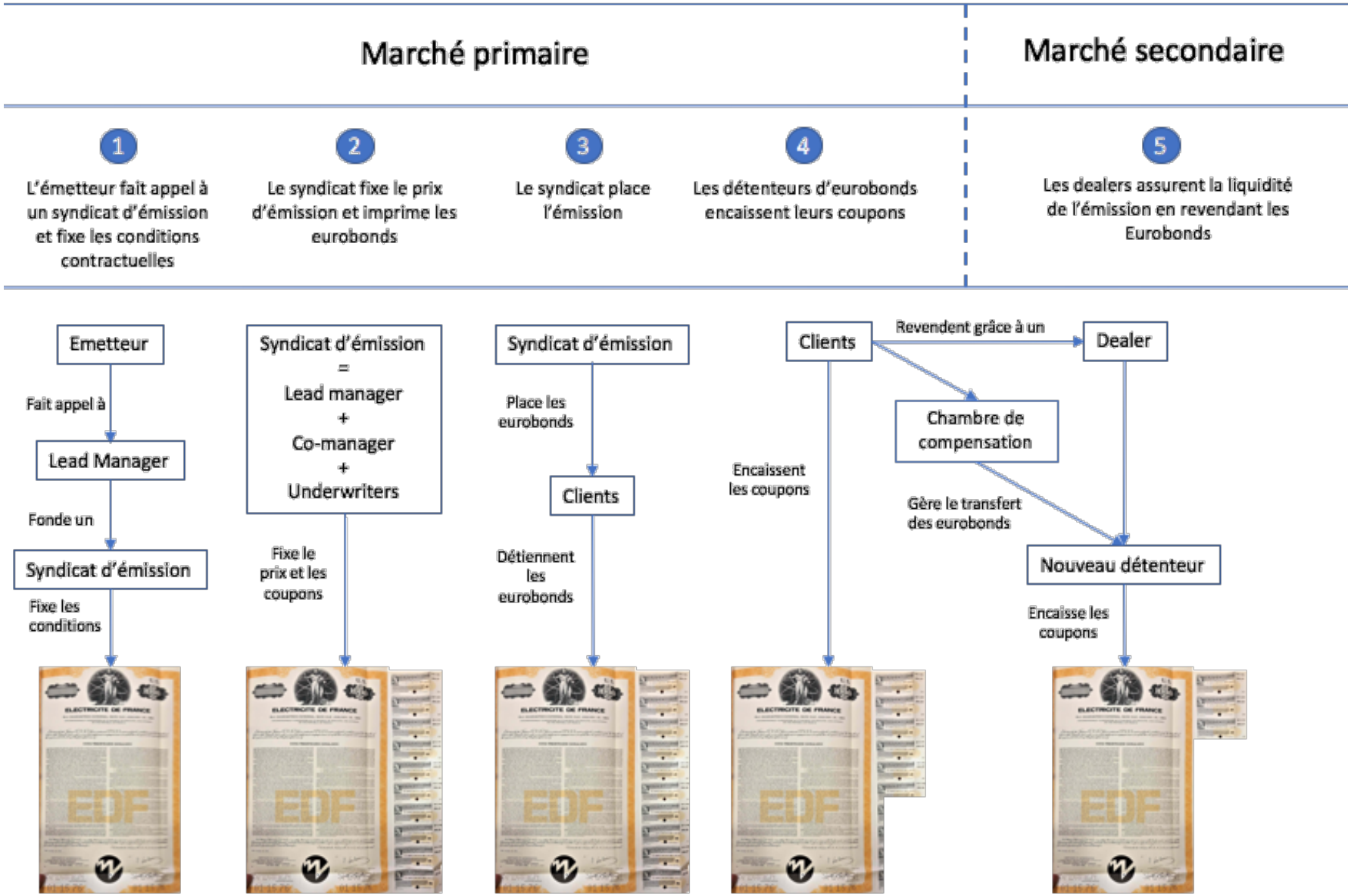
2. L'instrument porte-t-il un modèle d'organisation ?

Les Eurobonds sont le produit de la volonté de financiers qui souhaitent échapper aux régulations américaines d'émission et qui désirent, ce faisant, être libérés des prélèvements fiscaux imposés aux émissions d'obligations. Ce sont, d'un point de vue juridique des contrats de droit international privé ;

c'est-à-dire que les parties choisissent la juridiction compétente ainsi que la langue dans laquelle le contrat est formulé. Les techniques utilisées sont des techniques obligataires new-yorkaises transposées à des émissions sans offre publique d'émetteurs institutionnels principalement européens. Les banquiers européens se réapproprient cet instrument financier en conservant scrupuleusement, dans un premier temps, les techniques américaines mais en utilisant le Luxembourg comme juridiction de prédilection – à une époque où le Grand-Duché souhaite s'appuyer sur l'industrie financière pour se développer et se montre coulant d'un point de vue régulatoire et fiscal- ainsi que la City de Londres[281].

[281] Entretiens avec deux avocats d'affaires réalisés à Londres le 1er juillet 2015.

Figure 26 : processus d'émission et d'échange d'Eurobonds



Le schéma ci-contre (figure 26) reconstitue le processus d'émission et d'échange d'Eurobonds tel qu'il est idéalement envisagé par l'AIBD. L'AIBD opère une distinction habituelle des bourses anglo-saxonnes ; elle fait le distinguo entre le marché dit « primaire » -qui est celui normalement dévolu aux émetteurs d'obligations et où elles sont souscrites pour la première fois - et le marché secondaire - où s'échangent par la suite les obligations-. Le schéma reprend donc cette distinction qui est, nous le verrons, capitale pour la compréhension du projet régulatoire de l'AIBD. Il distingue par la suite les différentes opérations que subit une obligation lors de son émission et de son échange ainsi que les acteurs qui prennent part à ce processus. Il faut toutefois noter que les Eurobonds ont la particularité d'être des obligations au porteur : leur propriétaire reste donc anonyme et c'est la détention du bond physique qui vaut titre de propriété. L'importance du titre papier explique que le schéma inclut aussi à la dernière ligne la reproduction d'un Eurobond : celui-ci est composé d'un premier volet, à gauche, qui résume les conditions contractuelles de l'obligation, et d'un deuxième volet, à droite, qui contient les coupons, c'est à dire les coupons de papier détachables qui permettent au détenteur de l'Eurobond de réclamer le versement des intérêts auprès de la banque de son choix. Au fur et à mesure que le temps passe et que les coupons sont versés, l'Eurobond est physiquement entamé jusqu'à maturité, quand le principal et l'intérêt auront été reversés dans leur intégralité. L'Eurobond qu'il est possible de voir en bas du schéma est une épreuve réalisée pour une émission d'Electricité de France réalisée en janvier 1976 ; il s'agit d'un bond de 1000$ à $8^{7}/_{8}$% d'intérêt annuel payable tous les six mois jusqu'au 15 janvier 1983. Afin de signifier le passage du temps sur le schéma, les coupons sont progressivement entamés[282].

Lorsqu'un émetteur, qu'il soit étatique ou privé, souhaite lever des fonds par le biais d'Eurobonds, il s'adresse en premier lieu au *lead manager*. Le *lead manager* est une banque reconnue avec laquelle l'émetteur à l'habitude de réaliser des affaires ou qui offre toutes les garanties réputationnelles ainsi que le meilleur coût de financement[283]. Le *lead manager* a deux missions principales : il fixe les conditions contractuelles qui vont s'appliquer à l'émetteur et fait appel à d'autres banques qui placeront l'émission auprès de leurs clients. En outre, afin d'être épaulé dans l'opération et de pouvoir toucher des pays où sa présence est moins forte, le *lead manager* fait appel à d'autres banques qui obtiennent le statut prestigieux de *co-manager*. Ensemble, *manager* et *co-manager* doivent déterminer si le marché est prêt à absorber l'émission prévue ; ils jouent aussi le rôle de conseiller, auprès de l'émetteur qui souhaite lever des fonds au sujet de la fixation du prix et du taux d'intérêt. Les autres participants à une émission n'ont pour objectif que de placer cette dernière auprès de leurs clients ; il s'agit notamment des *underwriters*. Ces derniers sont associés à l'émission en échange de leur capacité

[282] Cette épreuve d'Eurobonds fait partie du dossier juridique d'émission réalisé à l'occasion de l'émission garantie par la République française pour le compte d'Electricité de France, en janvier 1976. Il m'a été transmis par un acteur du marché qui requiert l'anonymat.

[283] Entretiens avec deux avocats d'affaires réalisés à Londres le 1er juillet 2015.

de placement (*placing power*) et d'un engagement à assumer la charge des obligations qu'ils n'auront finalement pas réussi à placer. Il existe un quatrième cas de figure où les membres d'un syndicat ne sont pas assez reconnus pour avoir le privilège d'être *underwriters*. Ils font alors partie de la queue de l'émission et appartiennent à ce qui est qualifié de *selling group*. Ils n'ont pour mission que de vendre des obligations et ne se portent pas garants de leur capacité de placement. L'ensemble, le *lead manager*, les *co-managers,* les *underwriters* et les membres du *selling group* forment ce qui est appelé un syndicat d'émission. Les syndicats d'émission sont des modes d'organisation d'une émission qui permettent aux participants de capter une commission sur l'émission[284] mais aussi de tirer un profit en termes de réputation. Cela explique que dans les années soixante-dix les syndicats puissent rassembler des dizaines voire des centaines de banques[285].

Par ailleurs, afin de publiciser une émission, même si celle-ci est déjà entièrement souscrite, les syndicats d'émission n'hésitent pas à publier des *tombstones* où la place des noms résume l'importance de chaque banque dans l'émission. La presse, si l'on en croit Stanislas Yassukovich[286], est friande de ce genre de publications dans ses rubriques publicitaires puisqu'elles lui permettent d'engranger des recettes régulières ; les *tombstones* sont aussi une publicité de choix pour le marché des Eurobonds qu'elles donnent à voir de manière spectaculaire. En effet, les *tombstones* prennent au minimum un quart de page dans le *Financial Times* voire une page entière dans la revue *Euromoney*. Si l'on prend la rubrique mensuelle « Eurobond Quotation and Yields » éditée conjointement par le *Financial Times* et l'AIBD du mois de septembre 1976, les 16 pages de la rubrique comptent 4 *tombstones* d'un quart de page. Ce type de publicité représente donc ici un seizième de la rubrique et environ 25% de la surface dédiée à la publicité[287]. Les *tombstones* en question sont reproduites à la figure 28. Elles représentent aussi une opportunité publicitaire pour les émetteurs d'obligations qui se donnent à connaître du grand public en obtenant que leur nom soit associé à des banques plus ou moins renommées[288] [289]. En outre, les banques entrent même en concurrence pour être présentes dans le plus

---

[284] D'après un article publié dans la revue *Euromoney*, la commission tourne habituellement autour de 2,5% du prix nominal. Les émissions internationales par le biais d'Eurobonds sont donc plus chères que celles faites au niveau national ($^{7}/_{8}$%) mais plus rapides et aisées. *Euromoney,* N. Faith, avril 1973, « Eurobonds: Power, glory, percentages ».

[285] Un article de la revue *Euromoney* indique qu'il arrive que certains syndicats rassemblent jusqu'à 200 voire 250 membres. « The role of underwriters in the Eurocapital market », G. Rischer, *Euromoney*, juin 1972.

[286] Entretien réalisé le 19 juin 2015

[287] Dans ce cas particulier la publicité représente environ 4 pages complètes et les *tombstones* une page entière. *Financial Times*, 13 septembre 1976.

[288] « The role of underwriters in the Eurocapital market », G. Rischer, *Euromoney*, juin 1972.

[289] Aujourd'hui encore, ces derniers sont aussi affichés sur les murs des cabinets d'avocats qui ont contribué au montage juridique de l'émission. Ils participent au rayonnement du cabinet et permettent de juger d'un coup d'œil la solidité réputationnelle du cabinet en question. Source : Entretiens avec deux avocats d'affaires réalisés à Londres le 1er juillet 2015.

d'émissions possibles[290]. Ces dernières sont par ailleurs recensées dans des classements qui paraissent périodiquement dans la presse, ce sont les *League tables*. Celles présentes dans la revue *Euromoney* et dans le *Financial Times* sont à l'époque sponsorisées par la maison *White Weld and Co*, l'un des leaders d'émissions dans les premiers temps du marché.

Une fois les Eurobonds placés auprès des premiers souscripteurs, le paiement des coupons peut être amorcé et les Eurobonds peuvent alors commencer à être échangés sur le marché secondaire. Le marché secondaire est le cœur de l'activité de l'AIBD puisque c'est là que, selon la division traditionnelle du travail entre les organisations et les métiers, interviennent les *dealers* [291] en Eurobonds, les *merchant banks* ainsi que les chambres de compensation. Les *merchant banks* sont des banques insérées dans des réseaux financiers internationaux, dont l'activité inclut le financement du commerce international et d'opérations internationales[292] et qui sont généralement originaires du Royaume-Uni, d'Allemagne et des Pays-Bas. Les chambres de compensation sont des organisations chargées d'effectuer le *clearing* des transactions, c'est-à-dire de gérer comptablement l'enregistrement des opérations liées à un Eurobond (transfert de propriété, paiement des coupons et du principal). Elles peuvent être des organismes indépendants ou intégrées directement au sein des activités d'une banque qui gère les transactions effectuées par ses clients ou ses correspondants bancaires.

Le cadre que nous venons de poser est celui du fonctionnement théorique du marché tel qu'il est conçu par l'AIBD. En effet, nous allons tâcher par la suite de montrer que bien qu'importé tel quel par les banquiers européens, l'instrument en lui-même ne porte pas sa propre organisation et que bien des luttes sont liées à la volonté des différents acteurs de l'association de contester la traduction directe au niveau international des modes d'organisation importés du monde anglo-saxon, voire, plus spécifiquement des Etats-Unis.

C'est sans compter sur le fait que la concurrence entre les acteurs qui émettent et qui échangent des Eurobonds est féroce. La une du magazine *Euromoney* d'avril 1973 (figure 27) s'attache à illustrer l'environnement dans lequel évoluent les différents acteurs du marché des Eurobonds en utilisant la métaphore du Far West. L'instrument financier, représenté ici par un crâne de bovidé, est lorgné par quatre vautours à la mine patibulaire. Ces derniers représentent les différents rôles des acteurs des marchés primaires et secondaire : le *lead manager*, le *co-manager*, l'*underwriter* et le *secondary*

[290] *Euromoney,* N. Faith, avril 1973, « Eurobonds: Power, glory, percentages »

[291] Expliquer plus tôt que les *dealers* descendent en droite ligne des *brokers* internationaux. C'est ce qu'avance lors de notre entretien téléphonique O'Malley.

[292] L'histoire du *merchant banking,* du Moyen Age à nos jours est retracée dans (Banks, 1999)

market trader qualifié par moments aussi de *dealer*. Ces différents acteurs des marchés financiers doivent se partager, dans un milieu hostile et très concurrentiel, des bénéfices limités. Au loin, un chasseur s'apprête à tirer sur les financiers, il s'agit du régulateur américain qui peut, si l'on en croît le dessinateur, par des changements régulatoires, perturber l'écosystème du marché et dégommer ses différents acteurs. On remarquera enfin que l'écosystème en question lie les marchés européens, puisque les vautours sont affublés de chapeaux melons – typiques des financiers de la City de Londres -, au régulateur américain ; à l'époque, en effet, le gros du marché est tenu en dollars, la monnaie de référence au niveau international.

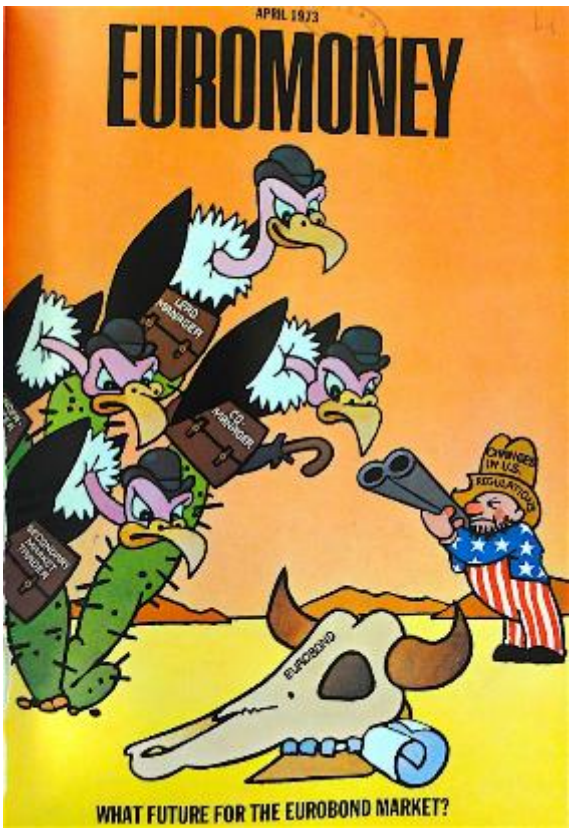


Figure 27 : une du magazine Euromoney d'Avril 1973

L'AIBD officie donc au sein d'un marché hautement concurrentiel où les différents participants se disputent un volume de marché qui peut être considérable mais où les marges sont limitées. Les acteurs du marché primaire, nous l'avons vu, se répartissent une commission – confortable pour l'époque - de 2.5% du montant d'une émission ; ceux du marché secondaire en prennent une pour assurer la liquidité d'une émission[293] tandis que les chambres de compensation semblent financer leur activité à partir de forfaits variant selon le volume d'obligations échangées[294]. Cette tripartition fonctionnelle, entre les acteurs du marché primaire, du marché secondaire et les chambres de compensation est à la fois de résultat de luttes entre les différents acteurs du marché mais est elle-même en proie à des contestations féroces. Malgré son rôle de vitrine du marché des Eurobonds, l'AIBD est l'un des creusets où les contestations et les luttes se font jour. En effet, bien que les positions ne soient pas immuables et qu'elles varient considérablement en fonction des

[293] S'il s'agit d'échanger une obligation pour le compte d'un client ; ils peuvent aussi échanger pour leur compte propre ce qui leur rapporte l'arbitrage qu'ils ont pu réaliser sur une obligation. L'article datant d'avril 1973 de la revue *Euromoney* intitulé « Problems of the Secondary Market : Has it Really Come of Age ? » revient aussi sur les difficultés qu'expérimentent les acteurs du marché secondaire qui assurent la liquidité d'une émission lorsque les autres acteurs du marché tâchent de les contourner pour éviter de payer une commission.

[294] Une publicité pour Euroclear, parue dans le *Financial Times* du 11 décembre 1968 indique un coût fixe de 3.5$ pour 100 *bonds* de la même émission échangés.

questions qui sont soulevées au sein de l'association, différents groupes d'intérêts défendent au sein de l'association leur position sur les marchés internationaux.

Il est nécessaire de souligner que lorsque l'AIBD est fondée, la tripartition fonctionnelle entre marché primaire, secondaire et chambres de compensation, importée des marchés domestiques anglo-saxons, ne semble pas aller d'elle-même. Le projet aurait pu être tout autre et l'association, loin de se limiter au marché secondaire aurait pu être fondée autour de l'instrument lui-même et rassembler en son sein les différents acteurs qui interviennent autour des Eurobonds. C'est en tout cas ce que laisse penser la presse de l'époque, qui appelle à la formation d'une organisation qui inclut un organe central de *clearing*[295], ainsi que les regrets exprimés par l'un des vétérans de l'association, Armin Mattle, qui semblerait avoir convaincu ses collègues, mais un peu tard, qu'il fallait intégrer aussi à l'association les acteurs du marché primaire :

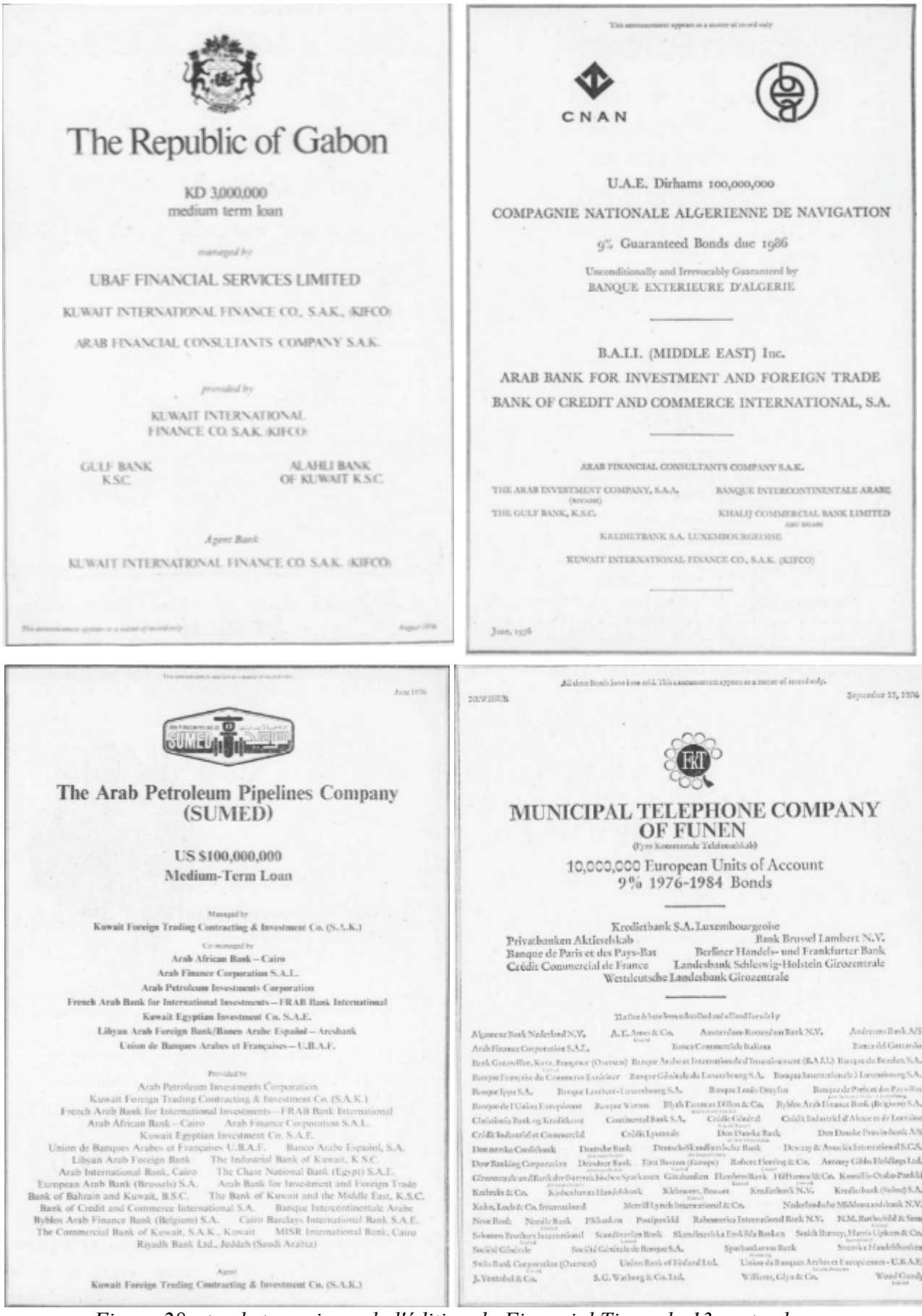
> « Alors que j'avais convaincu les membres fondateurs que l'AIBD ne devait pas être un club de *dealers* professionnels mais une association comprenant l'ensemble de la communauté, je n'avais pas réalisé à l'époque que l'implication des maisons d'émission aurait dû être activement recherchée avant la formation de l'association. Par le choix de son nom et son objectif déclaré d'établir des relations avec le marché primaire, l'AIBD s'est identifiée comme une institution du marché secondaire, une situation difficile dont elle n'a jamais pu se dégager. »[296]

L'association semble, par ailleurs, tout au long de son histoire, essayer de remédier à cette question en incluant des acteurs du marché primaire en son sein et en essayant, sans pour autant trop se mouiller, de tempérer le conflit qui éclate entre les deux grandes chambres de compensation concurrentes, CEDEL et Euroclear, dont les membres sont aussi membres de l'AIBD. L'association prône donc la fondation d'un groupe professionnel à part, les *dealers* d'Eurobonds tout en tâchant constamment de ménager les segments professionnels annexes, les acteurs du marché primaire et ceux des organismes de *clearing*.

---

[295] Le *Financial Times* du 28 octobre 1968 dans un article intitulé « Delivery Problems again in Spotlight" fait référence au projet de création de l'AIBD en ces termes : « but whatever the circumstances, the problem of late delivery is the same for all and some kind of policing organisation looks to be needed; while a central clearing system run by an official body would also make sense. In an attempt to sort out some of the problems a meeting of traders is taking place this week and although arranged a month ago will now have added topicality ».

[296] « The Mattle-Koller Drive Mechanism – or the first years of the AIBD », Armin Mattle, *AIBD Gazette,* avril 1979



The Republic of Gabon

KD 3,000,000
medium term loan

managed by

UBAF FINANCIAL SERVICES LIMITED

KUWAIT INTERNATIONAL FINANCE CO., S.A.K., (KIFCO)

ARAB FINANCIAL CONSULTANTS COMPANY S.A.K.

provided by

KUWAIT INTERNATIONAL
FINANCE CO. S.A.K. (KIFCO)

GULF BANK
K.S.C.

ALAHLI BANK
OF KUWAIT K.S.C.

Agent Bank

KUWAIT INTERNATIONAL FINANCE CO. S.A.K. (KIFCO)

This announcement appears as a matter of record only

August 1976

This announcement appears as a matter of record only

CNAN

U.A.E. Dirhams 100,000,000

COMPAGNIE NATIONALE ALGERIENNE DE NAVIGATION

9% Guaranteed Bonds due 1986

Unconditionally and Irrevocably Guaranteed by
BANQUE EXTERIEURE D'ALGERIE

B.A.I.I. (MIDDLE EAST) Inc.
ARAB BANK FOR INVESTMENT AND FOREIGN TRADE
BANK OF CREDIT AND COMMERCE INTERNATIONAL, S.A.

ARAB FINANCIAL CONSULTANTS COMPANY S.A.K.

THE ARAB INVESTMENT COMPANY, S.A.A.
(BEYAHH)

BANQUE INTERCONTINENTALE ARABE

THE GULF BANK, K.S.C.

KHALIJ COMMERCIAL BANK LIMITED
ABU DHABI

KREDIETBANK S.A. LUXEMBOURGEOISE

KUWAIT INTERNATIONAL FINANCE CO., S.A.K. (KIFCO)

June, 1976

June 1976

SUMED

The Arab Petroleum Pipelines Company (SUMED)

US $100,000,000
Medium-Term Loan

Managed by
Kuwait Foreign Trading Contracting & Investment Co. (S.A.K.)

Co-managed by
Arab African Bank – Cairo
Arab Finance Corporation S.A.L.
Arab Petroleum Investments Corporation
French Arab Bank for International Investments – FRAB Bank International
Kuwait Egyptian Investment Co. S.A.E.
Libyan Arab Foreign Bank/Banco Arabe Español – Arabank
Union de Banques Arabes et Françaises – U.B.A.F.

Provided by
Arab Petroleum Investments Corporation
Kuwait Foreign Trading Contracting & Investment Co. (S.A.K.)
French Arab Bank for International Investments – FRAB Bank International
Arab African Bank – Cairo
Arab Finance Corporation S.A.L.
Kuwait Egyptian Investment Co. S.A.E.
Union de Banques Arabes et Françaises U.B.A.F.
Banco Arabe Español, S.A.
Libyan Arab Foreign Bank
The Industrial Bank of Kuwait, K.S.C.
Arab International Bank, Cairo
The Chase National Bank (Egypt) S.A.E.
European Arab Bank (Brussels) S.A.
Arab Bank for Investment and Foreign Trade
Bank of Bahrain and Kuwait, B.S.C.
The Bank of Kuwait and the Middle East, K.S.C.
Bank of Credit and Commerce International S.A.
Banque Intercontinentale Arabe
Byblos Arab Finance Bank (Belgium) S.A.
Cairo Barclays International Bank S.A.E.
The Commercial Bank of Kuwait, S.A.K., Kuwait
MISR International Bank, Cairo
Riyadh Bank Ltd., Jeddah (Saudi Arabia)

Agent
Kuwait Foreign Trading Contracting & Investment Co. (S.A.K.)

All these Bonds have been sold. This announcement appears as a matter of record only.

September 15, 1976

FKT

MUNICIPAL TELEPHONE COMPANY OF FUNEN

(Fyns Kommunale Telefonselskab)

10,000,000 European Units of Account
9% 1976-1984 Bonds

Kredietbank S.A. Luxembourgeoise
Privatbanken Aktieselskab — Bank Brussel Lambert N.V.
Banque de Paris et des Pays-Bas — Berliner Handels- und Frankfurter Bank
Crédit Commercial de France — Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale
Westdeutsche Landesbank Girozentrale

The Bonds have been admitted to dealings on the Stock Exchange

Algemene Bank Nederland N.V. — A.E. Amro & Co. — Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. — Andresens Bank A/S
Arab Finance Corporation S.A.L. — Banca Commerciale Italiana — Banca del Gottardo
Bank Gutzwiller, Kurz, Bungener (Overseas) — Banque Arabe et Internationale d'Investissement (B.A.I.I.) — Banque du Benelux S.A.
Banque Française du Commerce Extérieur — Banque Générale du Luxembourg S.A. — Banque Internationale à Luxembourg S.A.
Banque Lyon S.A. — Banque Lambert-Luxembourg S.A. — Banque Louis-Dreyfus — Banque de Paris et des Pays-Bas
Banque de l'Union Européenne — Banque Worms — Blyth Eastman Dillon & Co. — Byblos Arab Finance Bank (Belgium) S.A.
Christiania Bank og Kreditkasse — Continental Bank S.A. — Crédit Général — Crédit Industriel d'Alsace et de Lorraine
Crédit Industriel et Commercial — Crédit Lyonnais — Den Danske Bank — Den Danske Provinsbank A/S
Den norske Creditbank — Deutsche Bank — Deutsch-Skandinavische Bank — Dewaay & Associés International S.C.S.
Dow Banking Corporation — Dresdner Bank — First Boston (Europe) — Robert Fleming & Co. — Antony Gibbs Holdings Ltd.
Girozentrale und Bank der Österreichischen Sparkassen — Gutzwiller — Hambros Bank — Hill Samuel & Co. — Kansallis-Osake-Pankki
Kidder, Peabody International — Kjobenhavns Handelsbank — Kleinwort, Benson — Kredietbank N.V. — Kredietbank (Suisse) S.A.
Kuhn, Loeb & Co. International — Merrill Lynch International & Co. — Nederlandsche Middenstandsbank N.V.
New Japan Securities Europe — Nordic Bank — Pierson, Heldring & Pierson — Posten Banken — Rabo-merica International Bank N.V. — N.M. Rothschild & Sons
Salomon Brothers International — Scandinaviska Enskilda Banken — Skandinaviska Enskilda Banken — Smith Barney, Harris Upham & Co.
Société Générale — Société Générale de Banque S.A. — Sparbanken Sverige — Svenska Handelsbanken
Swiss Bank Corporation (Overseas) — Union Bank of Finland Ltd. — Union de Banques Arabes et Européennes - U.B.A.E.
J. Vontobel & Co. — S.G. Warburg & Co. Ltd. — Williams, Glyn & Co. — Wood Gundy

Figure 28 : tombstones issus de l'édition du Financial Times du 13 septembre.

3. Bâtir une organisation depuis l'échelle mondiale

Ce nouveau groupe professionnel qu'il s'agit de fonder doit donc transcender les frontières et les organisations. Il empiète cependant sur les territoires d'autres segments professionnels et, parce qu'il rassemble des acteurs aux identités multiples (organisationnelles, professionnelles et culturelles), est victime de conflits intestins. L'un des fondateurs de l'AIBD, Rolf Hallberg, dans son évaluation des résultats de l'association pour son dixième anniversaire n'hésite d'ailleurs pas à comparer l'histoire de l'AIBD à la devise de la ville de Paris, « *fluctuat nec mergitur* » : « dans cette courte période de dix ans, le bateau de l'AIBD a subi plusieurs tempêtes sans jamais couler, tenant clairement la barre à travers des eaux troublées »[297].

Les conflits au sein de l'association sont visibles à travers les différentes instances qui la composent. A sa formation en octobre 1968, l'AIBD s'appuie sur un *steering committee* qui a pour fonction de mettre l'association sur les rails et de convoquer une première assemblée générale le 18 avril 1969 à Londres. Cent cinquante délégués participent à cette première assemblée, provenant de près de 15 pays[298] et près de 250[299] participent à la deuxième assemblée qui a lieu à Genève en novembre 1969[300]. Ces deux assemblées permettent, respectivement, de mettre en place les institutions internes de l'AIBD – le comité directeur (*board* ou *executive committee* selon les sources et la période[301]) et les sous-comités de travail (*sub-committees*) – ainsi que de voter les premières règles qui s'appliquent aux membres de l'association pour mettre fin au « paperwork crunch ». A l'issue de la deuxième assemblée, l'association compte donc un comité directeur assez stable[302], formé de dix à onze[303] membres assez

---

[297] « In the short span of 10 years, the ship of AIBD has weathered some storms without foundering, steering a clear course through the troubled waters ». « An evaluation of AIBD », Rolf Hallberg, *AIBD Gazette,* avril 1979

[298] « The Regions », Réné Jaquet, *AIBD Gazette,* avril 1979

[299] L'association dispose de membres de plein droit, qui peuvent être des organisations, et invite des représentants lors de ses assemblées. Parce qu'une organisation peut envoyer plus d'une personne, le nombre de membres n'est jamais égal au nombre de participants des assemblées. Certaines firmes envoient par exemple du personnel issu du back-office (« The work of the AIBD – a reappraisal », S. Ross, *Financial Times*, 8 mars 1971). En décembre 1969, l'association compte par exemple 190 membres et les assemblées rassemblent 250 participants.

[300] « A first appraisal of the AIBD », Armin Mattle, *Financial Times,* 4 décembre 1969.

[301] L'*executive committee* composé de 5 membres du *board* est formé en mai 1975 et a pour mission de faire fonctionner l'association au jour le jour, avant d'être épaulé par le Secrétariat Général fondé en janvier 1977.

[302] La moyenne de durée des mandats est de 4.2 ans alors que le renouvellement du *board* a lieu tous les deux ans. De 1969 à 1979, le comité directeur voit passer 30 membres qui siègent aux 11 places du comité. Le comité a 3 présidents sur la période : R. Hallberg (1969-1973), H.-P. Sorg (1973-1975) et S. Yassukovich (1975-1979). Des élections ont lieu tous les deux ans.

[303] Le *board* est élargi en 1975, date à laquelle est aussi fondé le comité exécutif de cinq membres. « New Chairman for AIBD », Mary Campbell, *Financial Times*, 20 mai 1975.

seniors du marché secondaire et, fait notable, du marché primaire[304], ainsi que cinq sous-comités dont le rôle est de proposer des régulations et des réformes à l'Assemblée générale[305].

Les Assemblées générales sont tenues une fois l'an, dans une capitale européenne, et constituent à la fois des moments de socialisation privilégiés à l'occasion desquels de grandes activités et fêtes sont célébrées, et un moment crucial de gouvernement de l'association. Les activités et les fêtes sont l'occasion de commémorer l'unité de l'association dans des lieux de prestige et de manière parfois fantasque[306]. Les Assemblées générales sont cependant le moment où les tensions internes de l'association apparaissent au grand jour et sont l'institution sur laquelle les critiques se concentrent :

> « Ils étaient tous là: des *dealers* en Eurobond, des gestionnaires de portefeuille, des syndicalistes [ie. d'emission], des *trading managers*, des représentants de chambres de compensation, même quelques courtiers londoniens à la recherche de butins sur le marché des Eurobond. Ils venaient d'aussi loin que la moitié du monde pour observer ou participer aux festivités annuelles de l'Association of International Bond Dealers. Un peu moins de six cents personnes étaient présentes à la cinquième et plus grande conférence de l'AIBD jamais organisée. Le décor était la cour de la Hofburg des empereurs Habsbourg, où il y a un siècle on aurait été sommairement expulsé pour avoir osé parler d'argent et de ses méthodes de gestion. L'élégance intemporelle des palais Habsbourg contrastait avec le tintement continu des caisses enregistreuses de l'Intercontinental. La météo se comporta admirablement : la touche finale à deux jours des plus agréables.
>
> Mais les réunions proprement dites ont eu moins de succès, et les réalisations ont été peu nombreuses, et certaines étaient relativement mineures."[307]

---

[304] Le cas le plus notable d'acteur du marché primaire est l'habitude qui est prise à partir de 1975 d'élire à la tête de l'association un président issu du marché primaire. « Mr. Stanislas Yassukovich will be followed by Mr. Rupert Hambro to establish a tradition of having bankers of stature from outside the market ».

[305] Les cinq comités concernent la question de la compensation (comité de *clearance and settlements*), le lien avec le marché primaire (comité de liaison avec les maisons d'émission), la standardisation des pratiques (comité de standardisation des pratiques), la gestion des questions légales et relatives aux statuts de l'association (comité d'affaires légales) ainsi que la mise en place d'un système informatique de confirmation des ordres (projet Eurex rejeté par l'assemblée générale de 1971 à Paris). D'autres comités sont ensuite fondés en fonction des priorités changeantes de l'association.

[306] La presse n'a de cesse de commenter le faste des réunions de l'AIBD (ex : 29 mai 1979, FT, « lavish programme »).

[307] « The AIBD annual meeting », Felix Freerider (Profiteur heureux), *Euromoney*, juin 1973

Le cas viennois[308] est loin d'être une exception et les critiques sont récurrentes concernant l'efficacité de ces réunions multitudinaires. Il n'est pas rare que la presse se fasse l'écho de difficultés liées à l'organisation des réunions en elles-mêmes ou des conflits qui y voient le jour. Les Assemblées générales sont aussi parfois critiquées pour leur manque de représentativité. En effet, il arrive, assez régulièrement par ailleurs, qu'une partie importante des délégués préfère profiter des occasions de sociabiliser plutôt que de se rendre à l'Assemblée générale ; le cas de l'Assemblée générale de Vienne est assez caractéristique puisque des 284 délégués, seulement 164 participent aux votes de l'Assemblée et 120 préfèrent profiter des charmes de la ville[309]. Cette tendance finit même par poser problème puisqu'elle fragilise la légitimité des réformes votées en Assemblée générale. Ceci est d'autant plus critique pour l'association que certains ne finissent par ne plus y voir qu'un lieu de sociabilité et non plus un acteur dynamique de la régulation du marché. Face à cette forme particulière d'abstention, des membres seniors de l'association n'hésitent pas à rappeler les autres membres à leur devoir :

> « Ceux qui pensent qu'il est trop difficile de voter mettent incontestablement en danger la structure construite si minutieusement au fil des ans. Ce que nous avons maintenant a été très durement gagné. Cela donne à beaucoup d'entre nous un niveau de vie très élevé, au sein d'une industrie fascinante et en constante expansion. Cela ne vaut-il pas la peine de se lever tôt le matin une fois tous les deux ans pour aider à le préserver…? » Stanley Ross [310]

L'association est rapidement confrontée à une base grandissante, ce qui soulève plusieurs problèmes et notamment celui de la représentativité ; alors qu'elle tâche de bâtir un nouveau groupe professionnel, l'AIBD doit gérer des conflits intestins liés à des identités concurrentes. Dans un article publié dans la revue *Euromoney*[311], A. Lutz critique ouvertement la composition de l'Assemblée générale et appelle de ses vœux une réforme du système de vote. Il pointe, par exemple, le fait que les *dealers* sont numériquement moins importants que les membres institutionnels – c'est-à-dire, principalement les grandes banques – et qu'il leur est impossible de faire entendre leur voix sur certaines questions propres à leur activité, comme les questions de *trading*. Pour ce qui est du système de vote,

---

[308] C'est aussi à cette occasion qu'un nouveau comité est formé pour voir si l'AIBD pourrait devenir une instance de régulation de *l'international equity dealing* d'après l'article du Times du 7 mai 1973 et confirmé par un article du *Financial Times* du 4 mai 1973 (« Bond dealers meet ») . La discussion se poursuit lors de l'AG de Stockholm d'après le Times du 1er juin 1976 (« supervision of international share trading »). Le point est pour la première fois soulevé à Genève en 1972 (« AIBD to expand activities », *Financial Times*, 24 avril 1972).

[309] « Badge vote », *Times,* 7 mai 1973

[310] « Success and frustration at the AIBD », S. Ross, *Euromoney*, juillet 1977

[311] « Problems of the Secondary Market – Has it Really Come to an Age", A. Lutz, *Euromoney*, avril 1973

l'Association rencontre des difficultés au moment d'organiser des votes, c'est pour cela que dans un premier temps, l'Assemblée générale est limitée à 500 participants et que les organisateurs tâchent, tant bien que mal, de mettre en place des procédures de vote claires[312].

L'AIBD est une association qui rassemble des acteurs issus du monde entier et dont la géographie suit celle des juridictions financières les plus développées. Elle compte 527 membres[313] en 1979. Bien que principalement constituée d'acteurs européens, elle est progressivement rejointe par des acteurs issus du Moyen Orient, des Caraïbes ainsi que d'Asie. Les premiers temps de l'association visent à constituer une institution d'envergure mondiale directement depuis une échelle supranationale. On observe, cependant, assez rapidement que des fractures géographiques apparaissent au grand jour. Dès 1971, par exemple, la presse se fait l'écho des manœuvres du « groupe du Luxembourg » (qui rassemble des institutions françaises, belges et luxembourgeoises) qui défend bec et ongles sa propre chambre de compensation, CEDEL et n'hésite pas à requérir des votes par majorités de deux-tiers des votants plutôt que par majorité simple pour bloquer certaines initiatives qui ne lui conviennent pas :

> « Une fois encore, la réunion annuelle de l'Association of International Bond Dealers (AIBD) a mis en évidence tous les problèmes liés à un marché mondial tel que celui des Eurobonds. Ce que la réunion de Paris de vendredi dernier a particulièrement démontré, c'est que les intérêts personnels ou nationaux priment sur les considérations internationales. […] La scission entre le Groupe luxembourgeois et la majeure partie du reste de l'AIBD s'est sans aucun doute élargie après la fin officielle de la réunion. Une question est dès lors posée par certains délégués : "Combien de temps reste-t-il avant qu'il y ait un rival de l'AIBD?" » *Financial Times*, 19 avril 1971

Les tensions relèvent de plusieurs registres : outre les intérêts locaux que certains groupes essayent de défendre au sein de l'association – ce que les membres de l'association appellent « l'atmosphère politisée »[314] - on observe l'émergence d'autres types de tensions, comme, par exemple, celle liée à la langue utilisée par l'AIBD.

> « Lors de la réunion de cette année, il y a eu un certain nombre d'occurrences d'une nette divergence d'opinions entre les points de vue anglo-américains et latino-teutoniques. Il ne faut pas oublier que le marché des Eurobonds s'efforce d'être un véritable marché international des capitaux, et pas seulement pour les pays membres de la CEE.

---

[312] « Badge vote », *Times,* 7 mai 1973

[313] *AIBD Gazette*, avril 1979

[314] L'expression "politicized atmosphere" est utilisée par René Jaquet dans son article « The Regions » publié dans la *Gazette* d'avril 1973.

> Il a été établi dès le départ que, par nécessité, la langue officielle de l'AIBD serait l'anglais. Aucun *dealer* ne contesterait le fait que beaucoup plus de transactions internationales sont effectuées en anglais que dans toute autre langue, mais il y a encore un certain nombre de cas de fierté blessée d'avoir à mener des discussions en anglais."[315]

Les deux citations précédentes permettent de comprendre que les groupes d'intérêt sont ductiles au sein de l'association et loin d'être figés à cause des différentes logiques identitaires (organisationnelles, culturelles et professionnelles) qui s'entrecroisent et qui se constituent de façon dynamique. Deux groupes s'affrontent ici, les anglo-américains, censés être porteurs d'un projet à échelle mondiale, et les latins-teutoniques, plutôt tournés vers un projet européen autour de la CEE. La question de la langue n'est donc vraisemblablement que la face visible d'un conflit lié aux équilibres de pouvoir au sein de l'association et à des projets concurrentiels liés à des traditions financières différentes. Un exemple de traditions concurrentes a, par exemple, trait au calcul des rendements et des intérêts qui ne sont pas traités de la même façon dans les pays anglo-saxons et dans les pays du continent européen. Au sein de l'AIBD, les anglo-saxons militent pour un calcul des rendements réalisé sur une base semi-annuelle alors que les membres issus du groupe latin-teutonique défendent un calcul annualisé[316]. Cette controverse a lieu à un moment où les questions liées aux calculs des rendements des instruments financiers sont au centre des préoccupations des professions financières puisque le contexte est au développement de nouvelles méthodes de calcul et de comparaison entre instruments[317]. En outre, contester l'utilisation de l'anglais comme langue de travail au profit d'une langue que l'on imagine être le français[318] doit aussi être une façon de remettre en question la domination des maisons anglaises plutôt que la langue en elle-même. En effet, de l'aveu de certains membres de l'association[319], l'AIBD constitue à ses débuts un club londonien puisque le comité directeur est issu en grande majorité de la City et que l'initiative de la fondation de l'association provient de cette communauté financière. L'importance des membres anglais est toujours considérable au sein de l'association en 1979 ; parce qu'ils constituent 138 des 527 membres de l'association[320], il est possible d'estimer leur poids à 26%

---

[315] « The AIBD annual meeting », Felix Freerider, *Euromoney*, juin 1973

[316] On apprend dans l'article de Mary Campbell, « AIBD : Hallberg bows out », *Financial Times*, 7 mai 1973 que c'est la méthode de taux de rendement annuel à l'européenne qui l'emporte largement lors de l'Assemblée générale de Vienne.

[317] Il est possible d'apprécier cette question à partir des publicités et des articles présents dans la presse spécialisée ; en effet, plusieurs entreprises sont en concurrence pour proposer leurs méthodes de calcul et de comparaison d'instruments financiers.

[318] La proposition de mettre en place une traduction simultanée est rejetée. Felix Freerider fait le parallèle avec « mini-version of the European Parliament » où l'on parle anglais, français et allemand. Felix Freerider, « AIBD : Regulatory Authority or Social Club ? », *Euromoney*, juin 1974

[319] « The Regions », René Jaquet, *AIBD Gazette*, avril 1973.

[320] *AIBD Gazette*, avril 1973

de la base associative – 32% si l'on tient compte des firmes américaines et canadiennes pour recréer un groupe anglo-saxon -.

Les tensions de ce type semblent se succéder jusqu'en 1973, date à laquelle le président de l'association, Hans Peter Sorg, propose la création d'entités intermédiaires au sein de l'association qui permettent de faire le lien avec les autorités de certaines régions et qui facilitent la gouvernance de l'association ; il s'agit des dix Régions. Si l'on en croit René Jaquet[321], la création des régions aurait désamorcé une partie des problèmes liés à la prise en considération des intérêts géographiques. Il suggère que la mise en place de régions permet d'éviter que de petits pays aient trop de poids dans la prise de décision mais que réunis au sein d'entités plus larges, une dynamique vertueuse se mette en place. La mise en place des régions permettrait aussi au *board* d'identifier des interlocuteurs choisis démocratiquement au sein de leur région, ce qui leur donne une légitimité que n'auraient pas des voix isolées. Les questions soulevées par les régions peuvent ainsi être traitées en dehors des Assemblées générales et éviter d'alourdir les débats. A la fin des années 1970 la mission des régions apparaît en ces termes :

> « A présent, l'AIBD est reconnue comme la principale association professionnelle internationale de l'un des principaux marchés de capitaux au monde. Les institutions internationales sont attirées par son importance croissante et lui demandent des informations et des conseils. L'Association s'impliquera de plus en plus dans les relations publiques mondiales. Les Régions à travers leurs représentants seront notre principale source d'information et seront responsables de la création des contacts nécessaires.
>
> C'est pour ces raisons que le Représentant régional ne sera jamais un simple organisateur de cocktails et de matchs de football pour ses membres » [322]

Les régions sont donc pour l'association un moyen de prise de contact avec les échelles locales et un des moyens de socialisation privilégié pour les membres de l'AIBD. Il existe 11 régions assez disparates en 1979. En effet, la plus petite des régions compte 18 membres, il s'agit de la région « Belgique » alors que la plus grande correspond à la région « Royaume-Uni » avec 138 membres. On remarque que l'association reste très majoritairement européenne puisque 9 des 11 régions sont liées au territoire européen ; seules les régions « Moyen-Orient » et « Etats-Unis, Canada et Autres » sont extra-européennes. Certaines correspondent à un seul pays, comme pour le cas de la Belgique ou du Royaume-Uni tandis que d'autres correspondent à des agrégats comme dans le cas de la région qui regroupe les membres issus des pays Nordiques (Danemark, Finlande, Norvège, Suède). De façon

[321] « The Regions », René Jaquet, *AIBD Gazette*, avril 1973.

[322] *Ibid.*

générale, sans que l'on ne puisse le savoir de source sûre, la règle semble être qu'une région correspond à un pays en particulier, à moins que ce dernier ne compte trop peu d'acteurs. On peut comprendre cette volonté de créer des régions qui correspondent plutôt à des territoires souverains par la volonté de l'association de faire remonter des informations sur les cadres législatifs qui s'appliquent à ses membres à l'échelle nationale ; on peut aussi imaginer que dans la compétition féroce que se livrent les membres de l'association, ces mêmes cadres nationaux offrent des opportunités ou relèvent de traditions financières que certains voudraient défendre au sein de l'association. Cela expliquerait, par exemple, que les difficultés créées par le « groupe du Luxembourg » en 1971 semblent disparaître des assemblées générales à partir de la création des régions : les groupes d'intérêts géographiques peuvent désormais négocier directement avec les membres du *board* de l'association sans avoir à faire entendre leur voix en assemblée générale.

4. Objectifs de l'association

Les fondateurs de l'AIBD, lorsqu'ils décident de lancer l'association le 7 février 1969 publient une annonce dans la presse. Cette annonce, reproduite ci-contre détaille un programme d'action qui vise à fonder un groupe professionnel au niveau international. L'annonce en question précise le public auquel elle s'adresse : il s'agit de banques, de banquiers à titre personnel, de membres de bourses, de membres d'autres associations de *dealers*. Par la suite, ces différents types d'acteurs répondront à l'appel de l'annonce et l'association comptera parmi ses membres des banques, des brokers, des jobbers[323], des maisons d'émission, des dealers et des organismes de clearing[324]. En second lieu, l'annonce précise le type d'instruments concernés : il s'agit du « marché international de bonds » entendu comme un marché ou s'échangent des bonds libellés en « Euro-dollars » et en paniers de devises (*multiple currency securities*). Ce faisant, elle lutte pour l'émergence du marché en question qu'il s'agit de séparer clairement des marchés domestiques en lui donnant une envergure internationale et en fondant un nouveau groupe professionnel qui le singularise et le ferme[325]. L'AIBD se donne aussi pour objectif de distinguer le métier de *dealer* en Eurobonds dans un contexte où les divisions traditionnelles du travail entre les métiers de la banque deviennent moins étanches[326] et où les nouveaux

[323] Le terme « jobber » est indigène à la bourse de Londres. Il s'agit de membres de la bourse qui sont disposés, à tout moment, à acheter et vendre certaines obligations à un prix donné afin d'assurer la liquidité du marché – c'est-à-dire pour permettre aux investisseurs d'acheter et de vendre quand ils le souhaitent-. Il s'agit d'une fonction règlementée qui disparaît en 1986 avec la dérégulation de la bourse de Londres et l'introduction de systèmes informatiques qui font correspondre l'offre et la demande.

[324] « A first appraisal of the AIBD », Armin Mattle, *Financial Times,* 4 décembre 1969.

[325] S. Ross, dans un article du *Financial Times* du 8 mars 1971 parle de « trading fraternity ».

[326] Les rôles traditionnels des institutions bancaires deviennent plus flous à mesure que les grandes institutions se lancent dans de nouveaux rôles et finissent par englober les métiers de la banque (« International Banking Services in Europe, a user's view », *Euromoney*, février 1973).

entrants sur le marché des Eurobonds sont de plus en plus nombreux et issus de juridictions de plus en plus diverses. Les objectifs premiers de l'association sont clairement explicités dans l'annonce qui convoque la première Assemblée générale ; il s'agit de faciliter la socialisation de ses membres, d'harmoniser les pratiques et de faire la liaison entre les acteurs du marché primaire et ceux du marché secondaire. Elle se donne par la suite d'autres objectifs qui viennent renforcer ses ambitions.

En premier lieu, elle cherche à renforcer son rôle de lieu de socialisation, qu'elle exerce traditionnellement à travers l'organisation de fêtes et de conférences, en s'adossant des cursus de formation. En effet, elle fait face à un risque de dilution des cultures professionnelles avec la complexification des chaînes de relations entre acteurs. Alors que dans les années 1960, les banquiers internationaux sont peu nombreux et très marqués par la culture professionnelle de la place où ils exercent, le développement fulgurant du marché international de la dette à moyen et long terme en Eurobonds, fait entrer dans la communauté financière internationale un nombre considérable de nouveaux acteurs, tant institutionnels – c'est à dire de banques et d'institutions n'ayant pas l'habitude de la finance internationale – que professionnels –avec l'entrée de nombreux jeunes banquiers -. L'allongement des chaînes de transactions remet en question les techniques habituelles financières et menace de distendre les relations de contrôle entre les acteurs du marché. C'est sans compter sur le fait que l'informatisation progressive du marché rebat les cartes des relations entre acteurs[327]. L'AIBD met ainsi en place des initiatives de certification internationale professionnelle qui closent le marché du travail et renforcent le sentiment d'appartenance à un métier en pleine expansion :

> « Et c'était Koller, de nouveau, qui a l'idée de faire un genre de symposium, un programme d'animations. Ça se passait à Montreux, pendant toute une semaine. Il y avait des conférences, des études, il y avait tout ce que vous voulez. Et, en fin de semaine, il y avait un examen. On a trouvé des professionnels, naturellement, pour nous aider, des professionnels du monde académique. Et on a créé un certificat. Et ça a pris assez d'envergure pour que les gens qui cherchaient de l'emploi sur ce marché, il fallait qu'ils puissent dire : « oui, j'ai mon certificat de l'AIBD » »[328]. Stanislas Yassukovich

Ce programme de certification professionnelle internationale est lancé par l'un des vétérans de l'association, Walter Koller, un des membres fondateurs de l'association très actif au sein des instances

---

[327] ce qui explique, par ailleurs, qu'il n'est pas rare que les Assemblées générales de l'association repoussent les propositions de mise en place d'outils informatiques sur le marché. Ex : « Computer trading gets mixed reception », *Times,* 8 mai 1973 ; « Eurobonds : the changing face of the market », *Euromoney*, Avril 1974 : "These new systems all have one major disadvantage in that the Eurobond market is a highly personal one and hence unsuitable to being run by computer" (p.29).

[328] Entretien du 19 juin 2015 avec Stanislas Yassukovich.

dirigeantes de l'association[329]. Il propose au *board* de l'association de fonder le programme en question en 1972 et s'inspire partiellement du programme du New York Stock Exchange, qu'il a lui-même passé en 1956 tout en décidant d'y intégrer des méthodes européennes[330]. Le programme s'appuie sur un kit d'entraînement qui contient des lectures diverses et des questionnaires[331] à réaliser chez soi mais aussi sur un séminaire d'une semaine à Montreux et d'un examen final. Proposé à l'Assemblée générale de 1973[332], à Vienne, le programme pour les membres juniors est accepté[333] alors que celui destiné aux membres séniors est rejeté. Comme l'indique Stanislas Yassukovich plus haut, le séminaire d'une semaine mobilise des académiques mais aussi des professionnels de la finance. Une plaquette illustrative publié dans la *Gazette* de l'AIBD commémorative des dix ans de l'association permet d'obtenir un aperçu du programme d'études. S'y côtoient des thématiques relatives au marché primaire - avec, par exemple, des cours sur les méthodes de syndication (en partenariat avec Rotschild Londres) ou sur les aspects légaux d'une émission internationale (en partenariat avec Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton) – en relation avec le marché secondaire – avec des cours sur la tenue de marché, sur « l'art de l'auto-régulation » ou encore sur les difficultés que rencontre le marché des Eurobonds (en partenariat avec des membres de l'AIBD) - ou encore de culture financière internationale – avec des cours sur les opérations support en partenariat avec des membres de l'AIBD) , sur les pratiques de la bourse de New York (en partenariat avec Merill Lynch), entre autres. Le premier séminaire de l'AIBD regroupe 106 étudiants et connaît un franc succès ; la remise des diplômes à l'occasion de l'Assemblée générale de 1974 finit même par agacer certains participants qui se plaignent du temps passé à cet effet[334]. En tout, quatre sessions de formation sont organisées entre 1973 et 1979[335].

---

[329] Walter Koller fait partie du comité directeur de 1969 à 1979 et participe activement au comité « for the New York and European Settlements » ainsi qu'au « legal committee ».

[330] La grande majorité des informations relatives au programme de formation sont issues de l'article Walter Koller, « The AIBD professional training course », *AIBD Gazette*, 1979.

[331] L'article de Felix Freerider (ie. Profiteur Heureux) de juin 1973 intitulé « The AIBD annual meeting » publié dans *Euromoney* indique que les participants à l'Assemblée générale de Vienne ont trouvé les questions trop simples mais que la chose ne serait peut-être pas vraie pour des gens qui ne sont pas initiés au marché. Il conclut : « However, the system, when in operation, should produce a higher standard of dealer and a broader range of people who understand the Eurobond market ».

[332] Il est déjà cas du programme de qualification lors de l'Assemblée générale de Paris d'après Michael Blanden, « AIBD to expand actvities », *Times,* 24 avril 1972

[333] Christopher Wilkins, "New rules for AIBD", *Times*, 7 mai 1973 – considère que le programme de formation pour membres juniors permettra à l'association de renforcer son statut ainsi que celui de ses membres.

[334] « AIBD : Regulatory Authority or Social Club », Felix Freerider, *Euromoney,* juin 1973

[335] « Past events », *AIBD Gazette*, avril 1979

En deuxième lieu, parce que l'association est tout à la fois un club social et une institution qui souhaite réguler et policer les comportements, l'AIBD tâche d'être reconnue comme une instance de règlement des conflits :

> « Les règles qui en résultent, qui ont été dites aussi complètes que les règles de n'importe quelle grande bourse, sont rarement enfreintes, bien que certains cyniques pourraient dire que "l'association n'a pas le pouvoir de les faire respecter".
>
> […] En tout état de cause, les membres, rassemblant certains des plus grands noms du monde de la banque, du *brokerage* et de l'investissement, sont une garantie pour le marché en soi, car l'expulsion publique du Club - l'arme ultime – pourrait, en théorie, être une affaire des plus traumatiques. En effet, au cours de mes six années au *board*, je ne connais qu'un seul cas où le mécanisme d'arbitrage a été invoqué - et dès que les deux parties ont su que les membres du *board* avaient été approchés, la question a été immédiatement réglée entre les deux maisons. Le pouvoir de l'autorégulation [self-regulation] ne doit pas être traité à la légère. Il est clair que la capacité du marché à se réguler lui-même démontre non seulement qu'il est effectivement arrivé à maturité, mais à mon avis, qu'il l'a fait depuis quelque temps."[336] Stanley Ross

Stanley Ross, l'un des fondateurs de l'association et membre du *board* de 1969 à 1974, souligne ci-dessus que le seul mécanisme coercitif dont peut disposer l'association est la radiation d'un de ses membres. La menace réputationnelle que la radiation fait peser sur les acteurs est, selon lui, suffisante pour s'assurer que les membres de l'association n'aient pas recours aux mesures d'arbitrages existantes au sein de l'AIBD. Stanislas Yassukovich, président de l'AIBD de 1975 à 1979, ne se souvient, par ailleurs, d'aucun cas où l'arbitrage ait été requis sous son mandat[337]. Si aucun cas d'arbitrage ne semble avoir eu lieu lors de la première décennie d'existence de l'association - ce qui semblerait prouver l'efficacité de la menace de radiation de l'association - il faut cependant souligner que les critiques sont assez récurrentes qui dénoncent le manque de pouvoir de l'association et sa paralysie au moment de reprendre certains de ses membres au sujet de leur comportement sur le marché[338]. L'affaire des faux bonds est assez exemplaire de ce genre de situations. En effet, on apprend au détour de la chronique « The enemy in our midst » de Herbie[339] (colonne mordante publiée dans la revue *Euromoney*) que de

---

[336] « Success and frustration at the AIBD – The Paris meeting », Stanley D. L. Ross, *Euromoney*, juillet 1977, p. 31

[337] Entretien réalisé le 19 juin 2015

[338] Un exemple est l'éditorial de la revue *Euromoney* de Mai 1972, où l'auteur de l'éditorial critique le manque de pouvoir effectif de l'AIBD au moment de sanctionner ses membres.

[339] "The enemy in our midst", Herbie, *Euromoney,* juin 1972

nombreux bonds circulent sur le marché qui s'avèrent être des faux. L'Assemblée générale de l'AIBD, réunie à Genève, ne parvient pas à obtenir une majorité de voix pour condamner cette conduite. Herbie en vient à la conclusion que cela est dû au fait que de nombreux membres de l'association sont trempés dans l'affaire. Aucune sanction n'est prise à leur égard et l'affaire semble en rester là ; du moins disparaît-elle de la presse. On en conclut que si l'AIBD tâche donc d'être reconnue comme une instance en mesure de régler les conflits entre ses membres, les conduites qui sont l'affaire de plusieurs de ses membres semblent déjouer les procédures d'arbitrage sûrement conçues pour régler des différends entre deux membres. On peut imaginer que les mécanismes de résolution de conflits sont efficaces lorsqu'il s'agit de régler une affaire qui oppose deux membres mais qu'il est bien plus difficile de policer tout un groupe d'acteurs qui sont à la fois juges et parties lors des Assemblées générales. Cela permettrait d'expliquer la raison pour laquelle les membres du *board*, lorsqu'ils interviennent dans la presse, soulignent l'efficacité de l'association lors du règlement de conflits, et pourquoi les détracteurs de l'association soulignent la faiblesse de son pouvoir sur ses propres membres.

Le troisième objectif de l'association résonne en partie avec la capacité de l'association à policer ses propres membres ; il s'agit de sa volonté de créer des liens avec les régulateurs nationaux et européens afin de justifier son action et sa raison d'être. L'AIBD se présente à ses derniers comme un parangon d'autorégulation. Cette volonté d'entrer en contact avec les autorités a pour objectif principal d'éviter qu'elles ne s'immiscent sur le territoire professionnel que s'est arrogé l'association :

> « L'ampleur croissante de l'activité exigeait un certain degré d'autorégulation, ne serait-ce que pour éviter les tentatives d'organismes extérieurs d'imposer des restrictions mal conçues […] Les responsables de l'association ont élargi le programme de contacts avec les institutions gouvernementales et supranationales intéressées en Europe, l'Extrême-Orient et les États-Unis. Ils participent activement aux études menées par ces institutions sur l'évolution et l'importance du marché des Eurobonds.
>
> […] L'affirmation selon laquelle le marché des Eurobonds est dangereusement non régulé est désormais reconnue comme inexacte. La nature autorégulatrice du rôle de l'AIBD est désormais acceptée par les observateurs officiels et non officiels. Il convient également de noter que chaque institution active sur le marché est soumise au contrôle réglementaire d'au moins une, sinon plusieurs autorités nationales.
>
> Cela fournit un cadre réglementaire complexe, quoique fragmenté. La fonction d'autorégulation de l'AIBD et ses statuts, règles et recommandations fournissent une discipline universelle à laquelle toutes les institutions financières importantes se soumettent volontairement. Cela a assuré un standard professionnel qui n'a rien à envier

aux normes en vigueur sur les principaux marchés nationaux de valeurs mobilières du monde"[340].

La citation précédente résume l'attitude de l'association envers les autorités publiques ; c'est à la fois un constat des efforts réalisés par l'association pour entrer en contact avec les régulateurs potentiels du marché mais aussi un plaidoyer en sa faveur puisque la revue dans laquelle est publiée ce passage est lue par des banquiers centraux[341]. Stanislas Yassukovich, lorsqu'il fait référence à l'effort produit par l'association pour se rapprocher des autorités publiques, souligne à la fois le travail du *board*, et de son président notamment, et le rôle des régions, instances de l'association à vocation géographique qui établissent une liaison avec les régulateurs nationaux. Alors que le premier s'attache notamment à établir des contacts avec la Communauté Economique Européenne[342], les régions semblent plus tournées vers l'établissement de relations avec les autorités nationales[343]. Outre l'évocation des différentes autorités visées par l'AIBD en Europe, Amérique du Nord et Moyen Orient, la citation en question se fait l'écho d'une critique adressée au marché des Eurobonds à laquelle Yassukovich tente de répondre : le marché des Eurobonds ne serait pas suffisamment régulé. Pour désamorcer la critique, Yassukovich fait appel à deux arguments. Le premier a trait à l'efficacité de l'autorégulation mise en place par l'association, par le biais de règles plus ou moins contraignantes, à laquelle les acteurs du marché se soumettent de leur volonté propre. Le deuxième argument a trait à la régulation au niveau national des membres de l'association ; c'est à dire que les membres de l'association sont des entités financières qui ont obtenu l'agrément de leur juridiction d'origine. Pour Yassukovich, deux couches de régulation cohabitent dans un agencement « complexe » et « fragmenté » : une couche nationale, qui est le fait des autorités nationales qui régulent l'activité de leur secteur bancaire, et une couche supranationale, aux mains de l'AIBD et de ses politiques d'autorégulation. La couche nationale est la plus fragmentée puisqu'elle voit la coexistence de règles très diverses, la couche supranationale est la plus harmonisée grâce à l'action de l'association. Cet entrelacs de règles, d'après Yassukovich, permet au marché des Eurobonds de s'aligner sur les règles qui prévalent dans les différents marchés de capitaux les plus avancés de l'époque.

En outre, l'AIBD sert de vitrine face aux autorités. Elle invite, par exemple, des personnalités illustres issues du secteur public à l'occasion de ses Assemblées générales et propose parfois à certaines

---

[340] Stanislas Yassukovivh, "How the secondary market silenced its critics", *Euromoney,* février 1977

[341] Lors du Xème anniversaire de la revue, plusieurs banquiers centraux y publient un message de felicitations.

[342] Entretien réalisé le 19 juin 2015 avec Stanislav Yassukovich.

[343] Mes recherches ne m'ont pas permis d'identifier de contact avec la Banque de France sur la période dont il est question ici. Pour ce qui est de la Banque des Règlements Internationaux, seule la brochure (*AIBD : 10 years of development*) offerte à sa bibliothèque semble avoir laissé de traces. On ne peut cependant pas en déduire qu'il n'y a pas eu de contacts avec ces instances.

de ces personnalités de faire un discours en tant qu'invité de marque. A titre d'exemples, elle invite à parler Lord Gladwyn, premier secrétaire général des Nations Unies à l'occasion de l'assemblée générale de Genève, le commissaire de la *Securities and Exchange Comission* A. Sommer lors de l'Assemblée générale d'Amsterdam, Hermann Abs, figure de la banque Allemande et de la reconstruction du pays à l'occasion de l'Assemblée générale de Berlin, ou encore, entre autres, Pierre-Paul Schweitzer, ancien directeur général du Fonds Monétaire International, lors de l'Assemblée générale de Paris[344] ou Gordon Richardson, gouverneur de la Banque d'Angleterre en 1979 lors de l'Assemblée générale de Londres[345]. L'AIBD n'hésite pas non plus à aller au-devant des autorités pour publiciser son action :

> Jean-Baptiste Pons: est-ce que vous vous rappelez de contacts avec des régulateurs nationaux ?
>
> Stanislas Yassukovich : Non... d'abord, on prenait la position qu'on n'avait franchement pas besoin [des régulateurs]. C'est à dire que j'avais des contacts du point de vue informations, on pourrait dire publicitaires, pour les mettre au courant, mais je ne leur demandais rien. Je n'arrivais pas avec une demande. Quand j'allais à Bruxelles pour mettre au courant la Commission, ils étaient polis, ils disaient : "Nous remarquons, nous lisons de temps en temps qu'il y a cette activité très intéressante et qu'il y a des émissions de plus en plus importantes et fréquentes et le pool d'émetteurs est en train de s'élargir, etc." Mais je ne leur demandais absolument rien. Zéro. On n'avait pas besoin d'eux, on avait pas besoin des régulateurs au niveau national.
>
> J.-B.P. : et ils ne vous ont pas mis de bâtons dans les roues ?
>
> S.Y. : ils ne nous ont rien demandé et on ne leur a rien demandé. On était en contact pour raisons de curiosité et aussi comme nous n'avions pas un service statistique, parce que ça aurait coûté trop cher... les membres n'auraient pas voulu, les membres considéraient que l'AIBD devait avoir un budget assez restreint, pas faire de dépense extraordinaire, notre dépense principale c'était la réunion annuelle. […]
>
> J.-B.P. : et vous pensez que ce sont les statistiques qui intéressent les régulateurs ?
>
> S.Y. : de pouvoir mesurer l'activité et on aurait pu le faire mais ça aurait été une dépense assez importante. Et chaque membre aurait un peu hésité de donner leurs statistiques de volume même à une centrale […] je crois que les premiers à le faire, ce sont les banques

[344] La liste des invités de marque de l'AIBD est publiée dans la *Gazette* de son dixième anniversaire. On retrouve aussi la trace de certaines interventions dans la presse.

[345] Mary Campbell, "Dealers seek more ordered market", *Financial Times*, 29 mai 1979

centrales. Les banques centrales considéraient que c'était certainement leur rôle principal surtout pour qu'au point de vue fiscal et gouvernemental, les gouvernements soient au courant de ce qui se fait. Mais nous on n'avait même pas, je crois qu'on l'a considéré, mais que ça serait beaucoup plus fructueux... comme nous ne le faisions pas on n'était pas vraiment une entité qui intéressait beaucoup, parce que c'est la seule chose qu'on aurait pu leur donner comme service, c'est les statistiques.

Stanislas Yassukovich se souvient de son rôle de président de l'AIBD comme celui d'un ambassadeur de l'association, auprès de la Commission européenne notamment. Il qualifie son action de « publicitaire », c'est à dire qu'il présente aux régulateurs européens les actions de l'association pour légitimer cette dernière et éviter les incursions régulatoires d'acteurs publics. Il dispose à l'époque, si l'on en croît la presse[346], de contacts au sein de la CEE puisqu'il a levé des fonds pour cette dernière et est une figure en vue du monde bancaire international et du marché primaire. Il souligne dans la citation précédente un intérêt mitigé du régulateur pour le marché des Eurobonds : d'après lui, les régulateurs européens s'intéressent de loin au marché – nous verrons plus avant que cette assertion mérite une certaine nuance –, à travers leurs lectures. En outre, l'AIBD ne serait pas un interlocuteur prioritaire des régulateurs parce que cette dernière n'est pas en mesure de centraliser des données qui donnent à voir le marché d'un point de vue statistique. Ce n'est pas tant parce que la chose est impossible à réaliser – certains acteurs, comme nous l'avons vu plus haut, compilent déjà des données afin de réaliser des *league tables*, par exemple, ou transmettent à l'AIBD des données relatives aux prix des obligations échangées sur le marché secondaire – mais parce que la mise en place d'un service statistique reviendrait trop cher à l'association et soulèverait des craintes au sein des membres qui préfèrent garder confidentielles certaines des données relatives à leur volume d'activité. L'AIBD se donne donc à voir aux régulateurs à travers ses Assemblées générales, les contacts que ses membres entretiennent avec les autorités et la presse dont elle dispose dans les médias.

IV. Logiques concurrentielles au sein de l'AIBD

Bien que l'AIBD forge une communauté de banquiers internationaux qui cultivent l'idée qu'ils exercent un métier à part, elle est aussi le creuset où ces derniers entretiennent leurs différences et défendent des modèles concurrentiels différents. En premier lieu, certaines institutions actionnaires des chambres de compensation du marché se livrent une bataille effrénée au sein même de l'association. En second lieu, le *board* de l'association prône une institutionnalisation qui distingue le marché primaire, où sont d'abord placées les émissions, du marché secondaire, où est assurée la liquidité de ces

[346] « The Yassukovich brand of financial engineering », *Euromoney,* juillet 1976

dernières. Tandis que certains se rangent du côté des préconisations du *board*, d'autres souhaitent remettre cette compartimentation en question pour permettre aux acteurs du marché secondaire de proposer des obligations dont le prix n'a pas encore été fixé ; il s'agit de ce que les acteurs de l'association appellent le *grey market*, une incursion des *dealers* du marché secondaire sur le territoire des acteurs du marché primaire[347]. En troisième lieu, les controverses propres aux *dealers* secouent l'association, puisque certains promeuvent un projet de marché de gré à gré, qui contourne les *dealers* qu'on qualifie de *market makers* et voient l'informatisation des transactions comme une opportunité à saisir pour mettre en place une architecture horizontale, accessible au plus grand nombre et sans rente de situation. En somme, au sein de l'association les grandes et les petites institutions, les acteurs du marché primaire et ceux du marché secondaire défendent des projets d'organisation de la concurrence très différents.

1. Le « paperwork crunch » et les logiques concurrentielles entre chambres de compensation

Les organisations faisant office de chambre de compensation sont au centre des premières controverses qui ébranlent l'activité d'échange d'Eurobonds à la fin des années 1960. Il s'agit principalement de luttes pour en capter l'activité et les bénéfices inhérents. Si les déboires rencontrés par les banquiers de l'époque avec les questions de *clearing* ont déjà été abordés dans la littérature historique (Norman, 2007; O'Malley, 2015), nous aborderons ici la question sous sa dimension conflictuelle pour l'AIBD.

L'AIBD naît en partie à cause de problèmes liés au *clearing* à l'occasion de ce que certains qualifient de « paperwork crunch »[348]. Le « paperwork crunch » est désigné par les vétérans de l'association comme un événement fondateur de cette dernière. Il est le résultat du nombre croissant d'Eurobonds qui s'échangent sur le marché et qui fait crouler sous la paperasse les banques américaines ainsi que, dans une moindre mesure, les banques luxembourgeoises. En effet, au milieu des années 60 et jusqu'à l'orée des années 1970, les transactions en Eurobonds s'appuient sur l'ancien système de *clearing* qui vaut pour les émissions en dollars : le *US clearing*, et, dans certains cas, le *Luxemburg clearing*. Il s'agit, dans les deux cas, de systèmes de compensation physique, où les bonds sont censés circuler de coffres en coffres au fur et à mesure qu'ils changent de propriétaire. Stanislas Yassukovich se souvient :

---

[347] Vers la fin des années 1970, les firmes sont plus nombreuses qui s'investissent directement dans les deux marchés, ce n'est pas forcément le cas au début de la période.

[348] *Euromoney*, S. Ross, juillet 1977, « Success and Frustration at the AIBD».

> « Ça c'était le bordel parce que c'était traité manuellement. C'était des certificats au porteur. Ça c'était naturellement l'élément clef de l'obligation Eurobond. C'était les coupons qu'on pouvait détacher et encaisser dans plusieurs centres de paiement. Alors pour ceux qui avaient peur de mouvements politiques, de révolutions où il fallait fuir, on mettait ces obligations dans la poche et on pouvait les encaisser à Londres ou à Amsterdam, à Paris, à Luxembourg, etc. Mais […] pour ce qui était [du] clearance and settlements, c'était un cauchemar, tout ça ça se faisait physiquement ! […] Alors, il y avait des encombrements, surtout dans les coffres des banques à New York. » Entretien avec Stanislav Yassukovich[349]

Quand les ayant-droits préfèrent déposer les Eurobonds en sécurité auprès de banques ou que les transactions sont réalisées par des *brokers* qui servent d'intermédiaires, le système de compensation est géré directement par les banques américaines ou luxembourgeoises auprès desquelles sont stockés les Eurobonds. Ces dernières sont alors chargées de suivre le paiement des coupons et, à cause de l'activité d'échange de bonds, elles répercutent les transactions qui ont lieu sur le marché secondaire. Ainsi, une transaction qui a lieu, par exemple, entre acteurs européens clients de banques différentes et qui porte sur des Eurobonds libellés en dollars, a, normalement, une incidence sur les coffres des banques américaines puisqu'elles doivent faire circuler physiquement les Eurobonds entre elles. Elles se retrouvent cependant rapidement dépassées par le volume de transactions qu'il s'agit d'enregistrer. Stanley Ross, dans un article publié dans la revue *Euromoney* revient sur son expérience en ces termes :

> « Je me souviens de m'être aventuré dans les coffres d'une banque à New York (que je ne nommerai pas) et avoir confirmé mes pires craintes en trouvant toutes les acceptations pour notre compte dûment faites (que nous ayons ou non reçu des instructions), alors que pratiquement aucune livraison contre paiement n'avait été effectuée. Alors que j'étais assis là, avec ma tête entre mes mains, marmonnant « je vais poursuivre les b[âtards] en justice, je vais les poursuivre en justice», une main s'est posée sur mon épaule et une voix profonde a dit «ne t'inquiète pas, Stan, la première semaine est la pire"» Stanley Ross[350]

Les difficultés liées à la compensation des transactions, outre le problème de la circulation physique des bonds, sont aussi liées à la coexistence d'habitudes et de procédures différentes entre les acteurs du marché pour enregistrer leurs transactions. En effet, les banques américaines sont très à cheval sur leurs procédures d'enregistrement des transactions et se refusent à valider une transaction si toutes les informations requises ne leur sont pas transmises en temps et en heure ; une transaction non-

[349] Entretien réalisé le 19 juin 2015

[350] « Success and Frustration at the AIBD», S. Ross, *Euromoney*, juillet 1977.

validée se retrouve bloquée avec le statut de « don't know » (aussi appelé D.K) dans les coffres de la banque américaine alors que le dealer européen est convaincu que la transaction est réalisée[351]. Cela engendre de grands décalages dans les comptes des dealers européens et dans certains cas, si l'on en croit les témoignages, pour plusieurs millions de dollars[352]. Certains dealers se retrouvent donc par moments en position débitrice alors qu'ils se trouvent en fonction créditrice et vice-versa. Il arrive que certains se retrouvent acculés à la faillite tandis que d'autres parviennent à grand peine à s'extirper de la situation. La firme de *brokerage* new yorkaise Weeden doit, par exemple, suspendre son activité de trading pendant plusieurs jours afin de résoudre un encombrement portant sur près de 70 millions de dollars[353], une somme considérable pour l'époque[354].

La crise du « paperwork crunch » est lancinante de la fin de l'année 1967 à l'année 1969. Quatre projets différents s'attèlent à la résoudre. On peut distinguer un premier projet, qui, si l'on en croit la Gazette publiée 10 ans plus tard[355], devait permettre la réalisation des trois autres : il s'agit de la mise en place d'une politique d'harmonisation des pratiques portée par la toute nouvelle AIBD. Les trois autres projets visent, eux, à fonder une chambre de compensation internationale : Euroclear, CEDEL et TECH[356].

Les deux premiers projets qui visent à résoudre la crise du « paperwork crunch » sont donc la fondation de l'AIBD, qui permet la mise en place de deux comités sur le « clearance »[357] et les questions de « settlements »[358], ainsi que le lancement par la banque américaine Morgan Guaranty de la chambre de compensation Euroclear. Alors que l'AIBD s'attache à harmoniser les pratiques de vérification et de confirmation de transactions, Euroclear met en place un système informatisé de compensation qui lui permet, jusqu'à la fondation de son concurrent CEDEL, de disposer d'un monopole.

---

[351] Un article entier de l'AIBD Gazette (1979) intitulé « Chaos to Clearance » et rédigé par Leslie A. Hempel porte sur les difficultés liées à la compensation lors des années 1967 et 1968.

[352] « Strains on the Secondary Sector", *Financial Times*, 4 décembre 1969

[353] « Delivery problems again in spotlight", *Financial Times,* 28 octobre 1968; « Strains on the Secondary Sector", *Financial Times*, 4 décembre 1969

[354] Un calcul réalisé à partir des taux d'inflation enregistrés par le département américain du travail donnerait une valeur actualisée d'environ 494 millions de dollars aujourd'hui.

[355] Leslie A. Hempel , « Chaos to Clearance », *AIBD Gazette*, 1979

[356] Cette dernière est une initiative des *clearing banks* anglaises, elle est avortée suite au manque de support de la communauté bancaire continentale et du manque de viabilité du projet à l'échelle anglaise.

[357] Le *clearing* consiste à cette époque dans le calcul des positions, c'est-à-dire de savoir si les bonds qui sont échangés sont effectivement disponibles et si l'argent pour les payer l'est aussi. Il s'agit de savoir qui doit quoi et à qui et si la transaction est possible (Norman, 2007).

[358] Le *settlement* est la clôture de la transaction, c'est-à-dire le paiement et l'échange effectifs du bond (Norman, 2007).

Euroclear n'est pas la première chambre de compensation, il en existe à l'époque déjà en France (Sicovam) et en Allemagne (*Auslandskassenverein*), mais il s'agit de la première à proposer ses services à une échelle internationale. Le monopole de Morgan Guaranty inquiète plusieurs membres de l'AIBD qui craignent un problème de « partialité »[359], c'est-à-dire qu'elles craignent que la banque ne puisse tirer des informations privilégiées de son activité de *clearing*. Les suspicions poussent Morgan Guaranty à ouvrir l'actionnariat d'Euroclear à 117 autres actionnaires à partir de 1972[360] afin de pouvoir s'affranchir de ce type de craintes. Cela lui permet, en outre, de faire figure égale avec la nouvelle chambre de compensation fondée en 1970, CEDEL. En effet, cette dernière est fondée dès le départ sur un actionnariat multiple.

Si l'on en croît la presse de l'époque, la concurrence acharnée que se livrent CEDEL et Euroclear, divise les membres de l'AIBD et pollue les débats des Assemblées générales. L'AIBD peine même à convaincre les membres des deux chambres de mettre en place un « pont » entre les deux chambres qui permette aux membres de l'une d'échanger des bonds facilement avec les membres de l'autre[361]. C'est sans compter sur le fait que la concurrence entre les deux organismes a un impact direct sur la gouvernance de l'association :

> «Le point le plus important de l'ordre du jour - l'interdiction pour un directeur d'une chambre de compensation de siéger au conseil d'administration de l'AIBD - n'est presque pas passé. Cela semble vital pour l'avenir du marché, car il est essentiel que le *board* ne s'implique pas dans une logique partisane en ce qui concerne les chambres de compensation. L'objectif à long terme de nombreux membres de l'AIBD est que les deux systèmes fusionnent ou intègrent leurs opérations et il semblerait qu'un conseil d'administration fort et indépendant soit une condition préalable. »[362]

La citation précédente permet, par exemple, de souligner l'importance que le conflit entre les deux chambres de compensation, CEDEL et Euroclear, revêt à l'occasion de l'Assemblée générale de 1973. A cette occasion, la règle qui interdit qu'un membre du *board* puisse être impliqué dans la direction d'une des chambres de compensation a tout l'air d'un coup d'Etat. En effet, ce que ne dit pas l'article issu de la revue *Euromoney* est qu'à cette occasion, le président de l'AIBD, Rolf Hallberg, est poussé à la démission par ce même vote parce qu'il dirige aussi Euroclear[363]. En outre, une autre partie

---

[359] « Morgan to reduce stake in Euroclear », *Times*, 22 avril 1972

[360] *Euromoney*, février 1977

[361] *Euromoney*, mai 1971

[362] « The AIBD annual meeting », Felix Freerider (Profiteur heureux), *Euromoney*, juin 1973

[363] « New rules for AIBD », *Times*, 7 mai 1973, A. Lutz, « Problems of the secondary market – has it really "come of age" ? », *Euromoney*, avril 1973

du *board* est poussée à démissionner[364]. La composition des membres de ce comité directeur nous apprend que des 10 membres du board, 3 sont poussés à la démission par cette nouvelle règle de neutralité vis-à-vis des chambres de compensation : J.F. Vidoudez et L. Wilson. Les trois membres en question sont remplacés par S. Colonna, P. Ganschinietz et M. Studerus. Parmi les derniers membres fondateurs de l'AIBD à siéger au comité directeur, seuls Armin Mattle, Stanley Ross et P. Sherwood, réussissent à se faire réélire[365]. L'exclusion des membres fondateurs des instances dirigeantes - la presse va plus tard jusqu'à les qualifier de « elder statesmen »[366] - pousse d'ailleurs certains à envisager en 1979 la création de postes de conseillers issus de leurs rangs voire, d'intégrer tous les banquiers de renom qui pourraient prêter leur image à l'association[367]. La proposition est repoussée de justesse à cause de critiques qui portent sur leur rôle potentiel et la situation privilégiée dont ils bénéficieraient au sein de l'association[368]. En effet, certains membres craignent que ces conseillers ne puissent devenir un « pouvoir de l'ombre » au sein de l'association et, parce qu'ils auraient accès à tous les documents de l'association, même les plus confidentiels, qu'ils ne soient en mesure d'exercer une forte influence sur les instances dirigeantes de l'association. Certains craignent aussi que le titre de « conseiller de l'AIBD » crée des jalousies entre les membres de l'association.[369]

Pourquoi, alors que les chambres de compensation sont un des hauts lieux de la concurrence entre banquiers, ces dernières ne rentrent-elles pas dans le giron de l'AIBD qui évite même bien souvent de se prononcer sur les conflits qui s'y déroulent, au grand dam de certains de ses adhérents ? On peut avancer deux hypothèses. La première est principalement liée à la chronologie ; en effet, la première initiative lancée sur le marché pour résoudre les problèmes de *clearing* est celle d'Euroclear en 1968. Il s'agit, qui plus est, d'une initiative privée qui vise à réaliser un profit à partir d'une activité autrefois gérée par les banques elles-mêmes. Euroclear ne rentre donc pas dans le giron de l'AIBD parce qu'il s'agit d'une initiative antérieure à la mise en place des règles de l'association concernant le *clearing* et le *settlement*.

---

[364] Les mandats durent 2 ans et une proposition est faite en 1979 de les étendre à 3 ans (article du 29 mai 1979, *Financial Times*)

[365] « New rules for AIBD », *Times*, 7 mai 1973

[366] « Dealers seek more ordered market », Mary Campbell, *Financial Times*, 29 mai 1979.

[367] « An historical appreciation of the AIBD », Advisory Council, *The Eurobond Market 10 years of development*, 1979

[368] « The idea of a supervisory council was only narrowly defeated: some members questioned its exact function and others its privileged position ». Source : « AIBD meeting – Changes rejected by dealers », *Financial Times*, 1er juin 1979

[369] « The birthday party that got out of hand », *Euromoney*, juillet 1979

En outre, on remarquera que si les publications de l'AIBD présentent les initiatives de cette dernière comme la condition *sine qua non* qui a permis l'émergence des chambres de compensation[370], Morgan Guaranty n'a pas attendu la fondation de l'AIBD pour lancer Euroclear. Euroclear préexiste donc à l'AIBD ; cela n'exclut pas une coopération entre les deux organisations mais le rôle de l'AIBD est peut-être, sur ce point, exagéré par ceux qui en retracent l'histoire à l'occasion de ses dix ans.

La deuxième hypothèse qui permet d'expliquer pourquoi l'AIBD n'est pas en mesure de faire rentrer les chambres de compensation dans son giron tient dans le fait que l'activité des chambres de compensation représente en puissance une source non-négligeable de revenus pour qui la mène. En 1976, les deux chambres de compensation ont un turnover total de 66.7 milliards de dollars ; si l'on tient compte du fait que le coût moyen de gestion de 100 000$ d'Eurobonds est d'environ 2.25$[371], on obtient un volume d'affaire de 667 000$ de chiffre d'affaires soit environ 3 millions de dollars en dollars actuels[372], sans compter les activités annexes tels que les transferts d'une chambre vers l'autre ou des services de crédit mis à disposition des clients[373], entre autres. Cela représente, au bas mot, deux fois le budget de l'AIBD de 1977[374]. En 2015, le turnover d'Euroclear a elle seule est de 675 trillions de dollars[375], c'est-à-dire que son activité, à elle seule, a été multipliée par 10 100. L'AIBD, dès 1969[376], indique ne pas vouloir entrer en concurrence avec les initiatives privées dans le domaine de chambres de compensation. Cette volonté de ne pas s'aventurer sur le « territoire » (Abbott, 1988) de ce qui devient un segment à part du marché est très certainement liée à l'incapacité de l'association de mener des incursions dans des domaines d'activité qui puissent rapporter de l'argent ; ces derniers sont laissés à l'initiative privée. Cela explique aussi que le conflit entre les deux chambres de compensation perdure tout au long des années 1970 et que l'AIBD n'arrive pas non plus à mener à terme une fusion entre les deux chambres. On peut imaginer qu'une fusion, si elle faciliterait les échanges sur le marché, risquerait de faire basculer les services des chambres de compensation dans le domaine des communs du marché et donc de limiter les profits qui pourraient en être tirés.

---

[370] Voir par exemple « Chaos to Clearance », Leslie A. Hempel, *AIBD Gazette*, 1979

[371] *Euromoney,* février 1977

[372] Le calcul est réalisé à partir des taux d'inflation enregistrés par le département américain du travail.

[373] *Euromoney,* février 1977

[374] Ces quelques calculs ne sont que des approximations fondées sur des informations disparates. Les chiffres ne proviennent pas de bilans officiels des chambres.

[375] Rapport annuel d'Euroclear, 2016.

[376] « A first appraisal of the AIBD », Armin J. Mattle, *Financial Times*, 4 décembre 1969.

2. Vers un marché de gré-à-gré ou une organisation héritée des marchés anglo-saxons : la controverse du registre de market makers

Nous avons vu que l'AIBD prônait la reprise de modes d'organisation empruntés à des marchés financiers anglo-saxons. Nous verrons ici qu'alors que certains acteurs du marché reprennent ces modes d'organisation, ces emprunts à des institutions nationales et leur transposition au niveau international prêtent à controverse. En effet, plusieurs firmes de poids sur le marché reprennent des institutions telles que la distinction entre un marché primaire (où les émissions sont placées) et un marché secondaire (où les émissions changent de main jusqu'à maturité) ou encore la figure de *market maker* (firme qui assure à tout moment et à un prix public la liquidité des instruments échangés sur le marché). Si la distinction entre marché primaire et marché secondaire existe bien dans d'autres places financières, les arrangements précis qui sont empruntés ici le sont aux marchés anglais et, surtout, américain.

Cette transposition de la part de quelques firmes est loin de faire l'unanimité au sein de l'AIBD et des acteurs qui échangent sur le marché. La majorité du comité exécutif et certains membres de l'association défendent des points de vue diamétralement opposés. Le comité exécutif de l'AIBD souhaite favoriser un mode d'organisation qui entretient la séparation entre marché primaire et secondaire et désire mettre en place une liste de *market makers* agréés par l'organisation. Il propose un modèle d'organisation du marché où l'émission et l'échange d'instruments de dette est compartimenté et où la liquidité du marché est assurée à tout moment par les *market makers*. L'AIBD doit se placer au centre de ce projet d'institutionnalisation du marché et le piloter. Nombreux sont cependant les membres de l'AIBD qui refusent de s'y plier et qui souhaitent échanger de gré à gré sans contraintes concurrentielles ; le marché est, par ailleurs, souvent décrit comme un marché *over the counter*[377]. Ces acteurs dénoncent dans l'agencement du marché prôné par les instances dirigeantes de l'association la rente de situation dont pourraient profiter les *market makers* qui touchent une commission pour chaque transaction liée à un instrument dont ils assurent la liquidité. La controverse que nous analyserons ici est celle relative à l'établissement par l'AIBD d'un registre de *market makers* qui détermine quels sont les acteurs par lesquels doivent passer les transactions sur le marché.

Deux modèles d'organisation coexistent donc dans les faits sur le marché des Eurobonds, l'un organisé autour des *market makers*, l'autre fonctionnant totalement de gré-à-gré. Le premier est le fait de firmes qui s'engagent à maintenir la liquidité de certaines émissions en les vendant et les achetant à tout moment à un prix donné[378]. La pratique n'est pas généralisée aux débuts du marché des

[377] "Towards a European over-the-counter market ?", *Euromoney*, janvier 1973

[378] A partir de l'année 1974 les *market makers* et les *dealers* commencent à se spécialiser dans l'échange de bonds issus de certains secteurs géographiques, libellés dans certaines devises, ou appartenant à

Eurobonds[379] et s'y développe alors qu'elle est de plus en plus remise en question au sein des marchés nationaux. Le *London Stock Exchange* fait, par exemple, face au développement d'une nouvelle pratique, le « *put through* » qui consiste à contourner les *jobbers* anglais, qui font office de *market makers*[380]. Le système des bourses nationales anglo-saxonnes est, en parallèle, bousculé par la mise en place progressive de l'informatisation des transactions, comme à New York, qui augmente la visibilité de certains acteurs du marché qui se situeraient autrement à la marge et qui permet de faciliter la mise en relation des acteurs du marché. L'informatisation, loin de distendre les relations entre les acteurs du marché dessine une nouvelle configuration qui remet en question les modèles d'organisation des bourses anglo-saxonnes. Au début des années 1970 certains observateurs[381] vont jusqu'à se demander si le modèle du marché des Eurodollars (cf. chapitres 1,2 et 3), marché de gré à gré par excellence de l'époque, ne va pas se propager en transcendant les barrières nationales et en permettant grâce au téléphone, au télex et aux ordinateurs, une suprématie du modèle « over-the-counter » au sein des marchés financiers.

Pour ce qui est du marché des Eurobonds, l'AIBD est présentée par certains comme l'instance qui doit agencer le marché autour du modèle institutionnel anglo-saxon :

> «L'autorégulation est le seul espoir de survie du secteur d'activité, qui doit clairement aller au-delà des règles existant actuellement dans le cadre de l'AIBD.
>
> Si aucune mesure concrète n'est prise dans l'année à venir (si tant est qu'il reste vraiment autant de temps) et que le marché ne s'organise pas d'une manière différente, il tombera lentement mais sûrement dans une agonie qui deviendra fatale et scellera la fin du rêve du premier marché de capitaux véritablement international. […] Tant que l'industrie continuera sa lutte vieille de 10 ans pour se tailler en pièces, elle ne réussira pas »[382]

Dans l'article d'où est extraite la citation ci-dessus, A. Lutz, de la banque Merill Lynch, défend l'idée de l'absolue nécessité pour la survie du marché de compter sur des *market makers* et en appelle à la régulation depuis l'AIBD. Un bras de fer semble se jouer entre les acteurs qui favorisent un fonctionnement du marché selon le principe du gré à gré et celui d'un marché intermédié par les *market makers*. Selon Lutz, dont la banque propose des services d'intermédiation, 50% des transactions sur le marché des Eurobonds se feraient en contournant les *market makers* alors que ces derniers engagent

---

certains secteurs économiques. Il y a cependant des *market makers* qui restent généralistes. « Eurobonds : the changing face of the market", *Euromoney*, avril 1974.

[379] "Developing a Eurocapital Market", David Montagu, *Euromoney*, avril 1971

[380] "Towards a European over-the-counter market ?", *Euromoney*, janvier 1973

[381] *Ibid.*

[382] « Eurobonds : Self-regulation the key to survival", A. Lutz, *Euromoney*, avril 1974

une partie de leur capital afin de proposer d'assurer la liquidité d'une valeur en échange d'une commission d'intermédiation. Lutz déplore le « free-riding » et considère qu'en contournant les *market makers*, les autres *dealers* renforcent la concurrence au sein du marché. En effet, si l'on en croît Lutz, les *dealers* renforceraient la compétition entre eux-mêmes, c'est-à-dire entre ceux qui proposent de faire marché, les *market makers*, et ceux qui agissent pour le compte de leurs clients, les *brokers,* mais aussi avec leurs propres clients, c'est-à-dire d'autres banques qui essaient de réaliser des transactions sur des Eurobonds par elles-mêmes sans passer par les *dealers*. On peut donc interpréter la volonté de l'AIBD de défendre le territoire de ses membres, face à des banques qui empiètent sur le « territoire » que l'AIBD essaie de fermer mais aussi comme une volonté d'opérer un distinguo au sein même de ses membres en distinguant les *market makers*, qui tiennent marché, des simples *brokers* (qui vendent et achètent des bonds pour le compte de leurs clients) et des *traders* (qui agissent plutôt pour leur compte propre).

La question de l'existence des *market makers* se pose principalement en temps de crise, comme en 1974 lorsque certaines firmes se retirent du marché[383], ou lors de l'émergence de nouveaux instruments, encore peu échangés, comme les convertibles en 1973[384]. Il faut garder à l'esprit que le marché des Eurobonds ne s'appuie pas à l'époque sur des outils informatiques qui permettent de faire se rencontrer l'offre et la demande d'un instrument. Le marché se fait par téléphone ou télex et l'information concernant les prix circule en fonction des réseaux tissés par les dealers[385]. La revue spécialisée *The Banker* revient dans son numéro de mai 1974 consacré à l'*offshore* sur les discussions au sein de l'AIBD qui visent à organiser le marché des Eurobonds :

> "L'un des principaux sujets de discussion - en lien étroit avec les problèmes du marché secondaire au cours de l'année dernière - a été la proposition de mise en place d'un registre de *market makers*. D'après les propositions, la définition d'un *market maker* serait limitée - un *trader* ne pourrait être inclus dans le registre qu'en acceptant de ne négocier qu'un nombre limité d'obligations et en quantités limitées. Mais bien que l'un

---

[383] « AIBD : regulatory authority of social club ?", Felix Freerider (ie. Profiteur Heureux), *Euromoney,* juin 1974

[384] C'est le cas, par exemple, des bonds convertibles en actions, les *euroconvertibles* en 1973 pour lesquels seules trois banques font un marché en 1973. « Problems of the secondary market – has it really "come of age" ?", A. Lutz, *Euromoney*, avril 1973

[385] O'malley (2015) explique qu'en 1975, une *dealing room* s'appuie sur les équipements suivants : un téléphone par trader, avec des lignes directes vers certains *dealers* de la même place financière, des *telex*, ainsi qu'un accès au service de Reuters de cotation des prix et celui de Videomaster pour obtenir les prix d'actions dans le monde entier. Mon entretien avec S. Yassukovich permet de compléter ce tableau : le système Reuters est à l'époque un système qui permet d'obtenir les prix auxquels se sont échangés des bonds, il ne permet pas de relier l'offre à la demande. D'après Yassukovich, le consortium bancaire qu'il dirige à l'époque, EBIC, est le premier à coter en direct les prix auxquels il est prêt à échanger ses bonds – ce qui lui vaut une visite d'agents de la Banque d'Angleterre.

> des pires problèmes du marché est lié au fait que des *traders* individuels décident de coter, ou de ne pas le faire, au jour le jour (ce qui signifie que lorsque cela leur profite, les *traders* essayent de réduire le volume d'affaires de leurs concurrents tandis que lorsque les prix chutent, la plupart des *traders* choisissent de ne pas coter - avec pour résultat l'impossibilité de garantir la liquidité d'un instrument donné) la proposition devrait être très controversée. En effet, même le comité qui l'a proposé ne s'est pas mis d'accord sur une politique précise » [386]

La citation ci-dessus montre que lors des périodes d'expansion du marché, de nombreux nouveaux entrants réalisent des opérations sur le marché secondaire et certains dealers ou certaines banques sont alors tentés d'y avoir recours sans passer par l'intermédiaire d'une firme qui agisse en tant que *market maker*. Lors des périodes de récession, nombreux sont les *dealers* qui quittent le marché, ceux que l'on appelle alors les « on and off operators » [387] ou qui arrêtent de donner une cote régulière, ce qui limite la liquidité des Eurobonds et donc l'attractivité de l'instrument lui-même. Stanley Ross, dans un article datant de 1975, c'est-à-dire après la crise de 1974, esquisse des considérations sur la nature du marché des Eurobonds[388] ; il distingue les acteurs qui réalisent des transactions ponctuelles de ceux qui proposent avec constance leurs services. Favorable à l'institution des *market makers*, il souligne que leur prise de risque est salutaire pour la tenue du marché en Eurobonds, puisqu'ils ne prélèveraient qu'une commission très faible en échange d'assurer la liquidité constante du marché. Il va même jusqu'à souligner emphatiquement que suite aux crises, qui auraient séparé le bon grain de l'ivraie, rares sont les *dealers* prêts à « se crucifier sur l'autel du *market making* ». Il faut cependant garder à l'esprit que Ross est justement l'un des membres du comité qui milite le plus ardemment pour la mise en place d'un registre de l'AIBD qui recense les *market makers* et qu'il est membre du sous-comité concernant les pratiques qui ont cours sur le marché[389]. La citation ci-dessus montre cependant à quel point la proposition est controversée, elle diviserait même le comité directeur que le président peine à rallier à son projet malgré le militantisme de certains des membres du comité directeur, comme Stanley Ross.

L'AIBD cherche à réguler la fonction de *market maker* à travers l'élaboration d'un registre et de règles communes qui encadrent l'activité. Le registre doit permettre une meilleure visibilité des *dealers* engagés dans les activités de *market making* et les contraindre à certaines obligations pour avoir l'heur d'y figurer tandis que les règles plébiscitées par l'association ont pour objectif de faciliter la

---

[386] « Euromarket surplus liquidity », Mai 1974, *The Banker*, vol 124, nº579, p.440

[387] « Problems of the secondary market – has it really "come of age" ?", A. Lutz, *Euromoney*, avril 1973

[388] « Eurobond trading : still in business", Stanley Ross, *Euromoney*, février 1975

[389] « Stanley Ross, trader extraordinary », *Euromoney,* février 1977.

comparabilité des instruments financiers. En effet, en 1974, chaque *market maker* suit ses propres règles de cotation, ce qui rend la comparaison plus laborieuse entre les instruments proposés.[390]

Outre les réticences des membres du comité directeur, l'association est confrontée à une opposition liée à la conjoncture et à une opposition structurelle au sein de l'association qui oppose les membres les plus gros à ceux qui sont plus petits. En premier lieu, l'AIBD lance son projet de régulation des *market makers* alors qu'elle est accusée d'inefficacité croissante et alors que sévit une crise financière. Si l'on en croît la presse de l'époque les *market makers* qui sont en activité sur le marché en 1974 ont essuyé des pertes conséquentes et lancent des politiques de réductions de coûts en limitant leur exposition et le nombre de valeurs qu'ils cotent. Or, le projet de l'AIBD implique de la part de ces derniers des responsabilités et une exposition accrues[391]. En second lieu, le projet oppose les grandes banques de l'association, qui disposent des ressources suffisantes pour coter plusieurs valeurs, aux *dealers* plus petits qui seraient obligés d'avoir recours aux *market makers* pour réaliser leurs transactions. Pour convaincre les plus grands acteurs du marché de souscrire à son projet régulatoire, l'AIBD organise une réunion avec 18 *market makers* et le comité exécutif[392]. Le projet finit par voir le jour et à partir juin 1976 l'AIBD publie mensuellement, dans le *Financial Times*, la liste des *market makers* ainsi qu'une longue série de cotations obtenue à partir de ces derniers. La section « Eurobond quotations and yields » couvre alors 16 pages du journal et, comme il est possible de le voir dans la figure 29, 82 *market makers* sont en activité dans la deuxième moitié de l'année[393]. On remarquera aussi que les market makers sont regroupés par région, institution centrale de la gouvernance de l'AIBD et que leur répartition permet d'esquisser une géographie du marché des Eurobonds avec Londres comme place la plus représentée. La liste de *market makers* de l'AIBD fonctionne, en outre, comme un signal réputationnel à une période où le marché est en pleine expansion ; il s'agit, si l'on en croît S. Ross, d'un moyen pour l'association de choisir ses membres à des moments où l'expansion du marché « attire le mauvais type de participants », c'est-à-dire ceux qui ne font pas marché contre vents et marées[394].

---

[390] "Eurobond trade rules proposed for dealers", Christopher Wilkins, *Times*, 2 mai 1974

[391] *Ibid.*

[392] "Computerizing bond trading", *Times*, 5 octobre 1974; "Euromarkets", *Times*, 21 octobre 1974

[393] Le nombre de *market makers* est assez variable mais suit une tendance générale à la hausse, en lien avec les développements du marché. Si l'on en croît S. Ross, il y a 50 *market makers* en 1975 et le chiffre passe à 96 en 1977.

[394] « a booming market often attracts the wrong kind of participants » (« Success and frustration at the AIBD », Stanley Ross, *Euromoney*, juillet 1977, p.31).

MARKET MAKERS

REGION 1—BELGIUM

105 Boudtrade
1000 Brussels 3, Montagne du Parc
P 513 90 40/513 82 38 T 23 438

110 Dewaay, Sebille, Servais Van Campenhout & Cie
1000 Brussels 1 Boulevard Anspach-Bôite 10
P 219 38 90 T 21 325/21 326

115 Kredietbank N.V.
1000 Brussels 7, Arenbergstraat
P 511 90 99 T 23 522 Trading
P 513 19 45 T 221 909 New Issues

REGION 2—FRANCE

225 Banque Louis-Dreyfus
75008 Paris 6, Rue Rabelais
P 225-7085 T 28 980/65 569

205 Banque Nationale de Paris
75009 Paris 16, Boulevard des Italiens
P 255-4700/523-5500
T 650814/650819

210 Credit Commercial de France
75008 Paris 103, Avenue des Champs-Elysees
P 720-37-90 P 723-22-64
P 723-26-62/-3 P 359-49-72
P 723-26-77 T 62086/62845

215 Crédit Lyonnais
75002 Paris 19, Boulevard des Italiens
P 295-18-20 T 680947/680266
P 295-12-81

220 Interunion-Banque
75001 Paris 8, Place Vendôme
P 261-5525 T 680365/240011
P 260 91 18
P 260 91 27

REGION 3—GERMANY/AUSTRIA

305 Deutsche Bank AG
6000 Frankfurt Grosse Gallusstrasse 10-14
Junghofstrasse 5-11
P 21 41 T 41 1976

307 Westdeutsche Landesbank Girozentrale
4000 Dusseldorf Friedrichstrasse 56.
P 826 31 22 T 858 1882

309 Creditanstalt Bankverein
1010 Vienna Schottengasse 6
P 63692340/1 T 74324

310 Girozentrale und Bank der österreichischen Sparkassen AG
1011 Vienna Schubertring 5
P 72 94 272/72 94 772 T 13 195

REGION 4—ITALY

405 Banca Commerciale Italiana
20121 Milan Piazza della Scala 6
P 8850/80 74 05 T 31 067

407 Banco Ambrosiano S.p.A.
20121 Milan Via Clerici 2
P 87 12 00 T 35 124
P 86 67 88

409 Banco di Roma
00186 Rome Via del Corso 307
P 679 35 08/686215 T 62058

410 Banco di Sicilia
00186 Rome Via del Corso 271
P 678 56 41 T 61 028/61 038

415 Credito Italiano
20123 Milan Piazza Cordusio 2
P 87 17 44/8862 T 35 617
P 89 01 16

420 Istituto Bancario Italiano
20121 Milan Via Manzoni 3
P 87 01 17/88901 T 34 257

425 Istituto Bancario San Paolo di Torino
10121 Turin Piazza San Carlo 156
P 51 22 31/53 06 66 T 21 332
P 51 92 91/54 88 04

430 Monte dei Paschi di Siena
20121 Milan Centroborsa
Via Santa Margherita 11
P 87 53 70 T 32 515

REGION 5—LUXEMBOURG

505 Banque Générale du Luxembourg S.A.
Luxembourg 27, Avenue Monterey
P 479 91 T 3401/2742

510 Banque Internationale à Luxembourg S.A.
Luxembourg 2, Boulevard Royal
P 479 11 T 2740 New Issues
T 2817 Trading

515 Dewaay Luxembourg S.A.
Luxembourg 47, Boulevard Royal
P 293 91/293 33 T 2603/2798

520 Kredietbank S.A. Luxembourgeoise
Luxembourg 37, Rue Notre-Dame
P 219 62/8 T 1451
P 47 00 55

REGION 6—NETHERLANDS

600 H. Albert de Bary &,Co. N.V.
Amsterdam Herengracht 450
P 21 33 12 T 12 296

601 Algemene Bank Nederland N.V.
Amsterdam Vijzelstraat 32
P 29 91 11 T 15 500

602 Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.
Amsterdam Herengracht 595
P 28 93 93 T 12 430
P 28 37 18

603 Bank Mees & Hope N.V.
Amsterdam Herengracht 548
P 527 91 11 T 11 424

604 Barclays Kol & Co. N.V.
Amsterdam Herengracht 500
P 62 209 T 12 130/12 193

605 Labouchere & Co. N.V.
Amsterdam Tesselschadestraat 12
P 16 00 11 T 12 220/16 116

610 F. van Lanschot
Amsterdam Heregracht 199-201
P 23 75 71/64477 T 15 233/15 121

606 Nederlandsche Middenstandsbank N.V.
Amsterdam Amstelstraat 21
P 543 91 11 T 12 009/13 143

607 Nederlandse Credietbank N.V.
Amsterdam Herengracht 458
P 21 27 27/24 28 89 T 14 386

608 Pierson, Heldring & Pierson
Amsterdam Herengracht 206-214
P 21 11 88 T 12 116

609 Slavenburg, Oyens & Van Eeghen N.V.
Amsterdam Keizersgracht 279-283
P 633 636 T 12146

REGION 7—SCANDINAVIA

705 Bank of Helsinki Ltd. (Helsingfors Aktiebank)
00100 Aleksanterinkatu 17
Helsinki 10 P 162 01 T 12 2502

740 Den Norske Creditbank
Oslo 1 Kirkegaten 24
P 11 68 03/11 68 04 T 18 290

710 R. Henriques jr. Bank-Aktieselskab
1200 Hujbro Plads 9
Copenhagen K P 12 00 52 T 19 162/19 952

715 Kansallis-Osake-Pankki
00100 Aleksanterinkatu 42
Helsinki 10 P 163 3444 T 12 1177

720 Kjobenhavns Handelsbank
1091 Holmens Kanal 2
Copenhagen K P 12 86 00 T 19 177

745 Postipankki
00007 Unioninkatu 20
Helsinki-7 P 164 5399 T 12 16 98
P 164 5395

730 Privatbanen Aktieselskab
2400 Postbox 1000
Copenhagen K P 11 11 11/11 01 01 T 16 711

735 Skandinaviska Enksilda Banken
10640 Kungsträdgårdsgatan 8
Stockholm P 763 50 00/24 28 30 T 11 007

725 Union Bank of Finland (Nordiska Föreningsbanken Ab)
00100 Aleksanterinkatu 30
Helsinki 10 P 122 21 T 12 2161

REGION 8—SWITZERLAND

800 Bondpartners S.A.
1002 Lausanne 28 Rue de Bourg
P 20 79 11 T 25 101

805 Credit Suisse/Swiss Credit Bank
8021 Zurich Paradeplatz 8
P 29 28 11 T 56 512 New Issues
T 55 212 Trading

860 Swiss Bank Corporation
8022 Zurich Paradeplatz 6
P 29 5011 T 53 471

870 Union Bank of Switzerland
8021 Zurich Bahnhofstrasse 45
P 29 44 11 T 53 551/52 333
Trading & New Issues

REGION 9—UNITED KINGDOM

905 Bankers Trust International Limited
London 56-60 New Broad Street
EC2M 1JU P 588-7131, T 88 8707

910 Brown Harriman & International Banks Ltd.
London 41 Eastcheap
EC3M 1HX P 626-2721/2723 T 88 7186

911 Citicorp International Bank Limited
London 335 Strand
WC2R 1LS P 836-1250 T 88 4903

912 Continental Illinois Limited
London 14 Moorfields Highwalk
EC2Y 9DL P 638-6060 T 88 4661
P 638-9113 Trading

913 Daiwa Europe N.V.
London 8-14 St. Martins-le-Grand
EC1A 4AJ P 600-5676 T 88 41 21

915 Deltec Trading Company Limited
London 11 Copthall Avenue
EC2R 7LU P 628-4761 T 88 3306

920 Dillon, Read Overseas Corporation
London 1 Hill Street
W1X 7FA P 493-9127 T 22 162

925 European Banking Company Ltd.
London 40 Basinghall Street
EC2P 2DY P 638-0401 T 88 11001
P 625-0221

927 The First Boston Corporation
London 16 Finsbury Circus
EC2M 7RY P 638-3891 T 88 6586
P 628 2000 T 88 4211

930 First Chicago Limited
London P & O Building, Leadenhall St.
EC3V 4QU P 283-5714 T 88 8550

931 Goldman Sachs International Corp.
London 40 Basinghall Street
EC2V 5DE P 638-4155 T 88 7902
P 638-9243

935 Kidder, Peabody Securities Limited
London Bucklersbury House, Cannon St
EC4N 8EL P 236-3301 T 88 4694/5

940 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith (Brokers & Dealers) Ltd.
London 35 Newgate Street
EC1A 7DA P 236-1030 T 88 5357/88 11801

945 Nesbitt, Thomson Limited
London 1 Union Court, Old Broad Street
EC2N 1DY P 588-6821 T 88 8536

942 The Nikko Securities Co. (Europe) Ltd.
London Royex House,
EC2V 7LJ Aldermanbury Square
P 606-7171 T 88 4717

943 Nomura Europe N.V.
London Barber-Surgeons Hall,
EC2V 5BL Monkwell Square,
London Wall
P 606-7482/6 T 88 11473

946 Orion Bank Limited
London 1 London Wall
EC2Y 5JX P 600-6222 T 88 3496
P 600-800 Trading

947 Salomon Brothers International Ltd.
London 1 Moorgate
EC2R 6AB P 600-4151 T 88 6441

950 Samuel Montagu & Co. Ltd.
London 114 Old Broad Street
EC2P 2HY P 588-6464 T 88 3273/74

955 Scandinavian Bank Limited
London 36 Leadenhall Street
EC3A 1BH P 709-0565 T 88 3224

960 Strauss, Turnbull & Co.
London 3 Moorgate Place
EC2R 6HR P 638-5699 T 88 3201

926 Sumitomo Finance International
London 66 Gresham Street
EC2V 7EL P 606-5645 T 88 11043

965 S. G. Warburg & Co. Ltd
London 30 Gresham Street
EC2P 2EB P 600-4555 T 88 8476/88 3193

970 Westdeutsche Landesbank Girozentrale
London 21 Austin Friars
EC2N 2HB P 638-6141 T 88 7984/5

975 White Weld Securities
London P & O Building,
EC3V 4QH 122 Leadenhall Street
P 623-3321 T 88 4981
P 283-4200 T 88 7924

980 Wood Gundy Limtied
London 30 Finsbury Square
EC2A 1BB P 628-4030 T 88 11576

990 Yamaichi International (Europe) Ltd.
London St. Alphage House
EC2Y 5AA 2 Fore Street
P 628-2271 T 88 7414

REGION 10—UNITED STATES

10 Arnhold & S. Bleichroeder, Inc.
New York City 30 Broad Street
NY 10004 P 943 9200 T 82 710
P 943-7515 T 23 2250

20 Drexel Burnham & Co. Inc.
New York 60 Broad Street
NY 10004 P 212 344-1400 T 420710 ITT

30 Kidder, Peabody & Co. Incorporated
New York 10 Hanover Square
NY 10005 P 212 747 2000 T 233 496

60 Salomon Brothers
New York One New York Plaza
NY 10004 P212 747 7000 T 222 428

70 Shields Model Roland Incorporated
New York 44 Wall Street
NY 10005 P 212 785-8460 T 222 340 RCA
627 79 WU

80 UBS-DB Corporation
New York 40 Wall Street
NY 10005 P 212 363 5622 T 235 510 RCA
T 620 727 WU

90 White Weld & Co. Incorporated
New York 91 Liberty Street
NY 10006 P 212 285 2000 T 232 571 RCA
T 423 948 ITT

Figure 29 : liste des 82 market makers publiée dans le Financial Times du 13 septembre 1976

3. Quand les *dealers* contestent la séparation entre marché primaire et secondaire : la controverse du Grey market

Une deuxième controverse vient ébranler l'association ; il s'agit de la controverse autour du *grey market*, aussi appelé *pre-market*[395]. Nous avons vu dans la section III que l'AIBD prônait une distinction entre le marché primaire, où les émissions sont lancées, et le marché secondaire, celui où les *dealers* échangent des bonds. Cette reprise du modèle anglo-saxon qui distingue le marché primaire, théoriquement en dehors du giron de l'association, du marché secondaire, domaine de prédilection de l'association, est remise en question par certains *dealers* qui mènent des incursions sur le « territoire » (Abbott, 1988) professionnel des maisons d'émission[396]. En effet, le *grey market* désigne l'activité de prévente de bonds menée par certains *dealers* du marché secondaire avant même que les conditions contractuelles des bonds en question ne soient bouclées par les acteurs du marché primaire. Cette activité fait fi de la distinction entre marché primaire et secondaire, permet aux *dealers* d'influencer la fixation des prix des émissions et rogne les marges des acteurs traditionnels du marché primaire. Stanislas Yassukovich revient sur la question :

> S.Y. : « Alors si vous voulez, pendant ma présidence, un grand événement a été l'évolution du marché gris, le *grey market*. Parce que le protocole, si vous voulez, c'était qu'on commençait à traiter une émission quand le processus de distribution était terminé et l'émission était *released,* c'est-à-dire que le prix avait été fixé. Et voilà, on commençait à traiter [sur le marché secondaire]. Mais il y avait un garçon très intelligent, qui s'appelait Stanley Ross, qui était le … lui il avait décidé que le marché primaire – parce que la concurrence entre les membres du marché primaire devenait de plus en plus féroce – alors, lui avait considéré que le marché primaire fixait des prix qui étaient peut-être à l'avantage de l'émetteur mais pas à nécessairement à l'avantage de l'investisseur. Alors il considérait – avec raison – que le marché primaire protégeait surtout les intérêts de l'émetteur, tandis que le marché secondaire protégeait plutôt les intérêts des investisseurs. Et il pensait qu'il y avait – c'est toujours comme ça – un conflit –. Le rôle des banques d'affaires, c'est un rôle de conflit, entre les intérêts de l'émetteur et les intérêts de l'investisseur. Evidemment l'émetteur veut émettre au prix maximum et l'investisseur au prix minimum. Ok, alors il

[395] O'Malley (2015, pp. 64–65) revient sur cet épisode en détail dans son ouvrage ; nous insistons cependant plus sur la dynamique conflictuelle de l'affaire et utilisons des sources de presse de l'époque pour la retracer et relever des points de vue dissonants par rapport à ceux des vétérans de l'association.

[396] Rappelons ici que certaines firmes agissent sur les deux marchés lorsqu'elles ont une envergure suffisante ; c'est le cas, par exemple, de la banque Hambros.

a décidé de commencer à traiter l'obligation même avant que le prix soit fixé. Même avant que l'émission soit *released*. Et c'était ce qu'on appelait un *grey market*.

J.-B.P. : donc il sondait le marché ?

S.Y. : oui, oui, il était prêt à coter sur le prix même avant de savoir où le prix serait fixé. Il prenait le prix d'une obligation comparable d'un même émetteur parce qu'il y avait des émetteurs qui faisaient des émissions assez souvent. Alors, les marchés primaires étaient naturellement ahuris, parce que ça faussait les négociations avec l'émetteur sur la fixation du prix ; les autres, du marché secondaire, il y en avait qui étaient pour ça, il y en avait qui étaient contre. En tout cas, tout ça, ça a été mis sur l'agenda pour l'assemblée générale. Et il y avait Stanley Ross. Moi, j'étais dans une position un peu difficile, mon rôle c'était plutôt de défendre le statu quo des différentes pratiques qui étaient en place. Et Stanley Ross pensait que cette pratique était la mauvaise, qu'il fallait avoir une pratique qui était beaucoup plus [inaudible]. Il avait un *stammer* et ça c'était un peu sa technique quand il traitait parce qu'il pouvait changer son prix en cours de conversation. Alors il dit [à l'occasion de l'assemblée générale] : « popopopoint in order, Mismister chairman !» Alors il s'est levé et il y a eu une discussion assez dense. Et lui il pensait, apparemment, moi je ne le savais pas mais j'ai lu ça dans le livre de Chris O'Malley, que Stanley Ross avait été l'un de ceux qui avait fomenté que je sois l'un des présidents après [Hans-Peter Sorg]…parce qu'il pensait peut-être que j'étais plutôt côté secondaire, marché secondaire. Même si moi je travaillais entièrement sur le marché primaire, c'était mon métier. Alors il était déçu que je ne défendais pas assez l'intérêt du marché secondaire. Et je ne suis pas absolument sûr si mon propre conseil était avec moi ou non, « C'est comme ça, les règles actuelles sont comme ça, je suis désolé, mais si on veut les changer il faut un mouvement formel ». Mais lui il savait très bien que lui il pouvait continuer à faire ce qu'il voulait faire parce qu'on n'allait pas certainement le discipliner en lui demandant de quitter le marché. Il savait ça, je savais ça, il savait que je savais ça … ça c'était une petite controverse mais finalement c'est devenu académique, parce que finalement le marché a évolué vers un système d'offre à prix fixes, *fixed price*. Ça veut dire que finalement on allait chez un émetteur et on lui garantit [un prix] … parce que ça se passait si rapidement… parce qu'autrefois ça prenait du temps pour assurer la discussion. On ne pouvait pas fixer le prix en avance parce que les conditions du marché changeaient, etc.»

La citation qui précède permet de revenir sur l'événement le plus marquant de la présidence de Stanislas Yassukovich ainsi qu'un des problèmes les plus épineux qu'a eu à traiter son successeur, Rupert Hambro. A l'occasion d'un discours en 2013, Yassukovich va jusqu'à parler de cet événement comme d'un « baptême de feu » et de Stanley Ross, l'instigateur de la controverse et ancien

membre du comité directeur de l'association, d'une « arme de destruction massive »[397]. Yassukovich revient ici sur l'Assemblée générale de mai 1979 qui est, d'après la presse de l'époque, particulièrement mouvementée et qui aurait laissé perplexes bien des participants[398]. A l'occasion de cette Assemblée générale, le comité directeur de l'association propose de transformer en règle l'une des recommandations de l'association, la recommandation 161 du code de l'AIBD, qui vise à ne permettre de traiter une émission sur le marché secondaire que lorsque cette dernière a été signée[399] (il s'agit de la dernière étape d'émission, lorsque les bonds sont signés individuellement). Le comité tâche de ce fait de renforcer la séparation entre le marché primaire et le marché secondaire puisque la recommandation permettrait d'éviter que les *dealers* ne puissent traiter des émissions avant qu'elles ne soient mises sur le marché primaire à un prix définitif (sur la base d'un « if, as and when issued »[400]). Comme le rappelle Yassukovich, Ross souhaite influencer le processus de fixation des prix en faisant fi du processus de négociation propre à chaque émission. En établissant des comparaisons avec des émissions similaires, il est prêt à coter un prix qui court-circuite les négociations entre les banques du marché primaire et les émetteurs. Cette pratique envoie un signal de prix qui peut être discordant avec celui souhaité par les banques du marché primaire ; il peut aussi leur faire perdre une grande partie de leurs marges sur l'émission[401].

L'existence du *grey market* est rendue possible par la convergence de deux phénomènes. En premier lieu, pour que des bonds puissent être échangés sur le marché secondaire, il est nécessaire que les acteurs de ce dernier se croient en mesure de pouvoir en obtenir. La chose est rendue possible parce que des acteurs du marché primaire, principalement des *underwriters* du *selling group* (cf. section III), cherchent à obtenir une place dans une émission et promettent au *lead manager* de l'émission de pouvoir placer auprès de leur clientèle les bonds en question alors qu'ils n'en ont pas la capacité réelle. Ces *underwriters* passent alors par l'intermédiaire du marché secondaire et de ses *dealers* avant même que l'émission ne soit signée, prêts à vendre les bonds en question au prix d'une réduction conséquente de leur commission, voire, dans certains cas, à perte. En second lieu, certains acteurs du marché secondaire, Stanley Ross étant le plus en vue, observent que cette première manœuvre devient une habitude et est présente dans la grande majorité des émissions – la presse se fait d'ailleurs l'écho du cauchemar des *lead managers* qui ne peuvent plus faire confiance à leur *selling group*[402] -. Anticipant l'action des

---

[397] Discours prononcé en 2013 à l'occasion de l'anniversaire des 50 ans de l'émission Autostrade. Source : ICMA

[398] « AIBD meeting - Changes rejected by dealers », Nicolas Colchester, *Financial Times*, 1er juin 1979

[399] « The birthday party that got out of hand » *Euromoney*, juillet 1979

[400] « AIBD meeting- Changes rejected by dealers », Nicolas Colchester, *Financial Times*, 1er juin 1979

[401] « Could the grey market be stamped out ? », Nigel Adam, *Euromoney*, mai 1969

[402] *Ibid.*

acteurs du marché primaire, et sûrs qu'ils vont pouvoir obtenir les bonds dont ils cotent les prix par avance, certains *dealers* du marché secondaire se tiennent prêts à tenir marché sur la base d'un « if, as and when issued » à un prix qu'ils ont eux-mêmes déterminé. Cela pose des problèmes aux *lead managers* d'une émission, puisque ces-derniers voient la réputation de leur émission ternie – ainsi que la leur propre[403]-, et que leurs marges attaquées.

Les acteurs du marché primaire peuvent avoir recours à plusieurs moyens de pression pour éviter que leurs émissions ne se retrouvent sur le *grey market*. Le premier est réalisé par l'intermédiaire d'un appel téléphonique qui vise à intimider le *dealer* qui ferait marché trop tôt de manière ostentatoire[404] (les transactions étant anonymes, c'est l'affichage public d'un prix de marché qui peut mettre le *dealer* en porte-à-faux). Le second est la pression exercée au niveau de l'AIBD, mais qui s'avère sans effet majeur puisque, nous l'avons vu, la règle visant à interdire le recours au *grey market* est rejetée et que Stanislas Yassukovich souligne dans la citation précédente qu'il ne peut pas se permettre d'appliquer une procédure d'exclusion contre Stanley Ross («Mais lui il savait très bien que lui il pouvait continuer à faire ce qu'il voulait faire parce qu'on n'allait pas certainement le discipliner en lui demandant de quitter le marché. Il savait ça, je savais ça, il savait que je savais ça … »). Le troisième est ce que la presse qualifie de « bear hug »[405], une stratégie agressive des *lead managers* pour discréditer les *dealers* qui cotent des prix avant même d'avoir les bonds en leur possession (ils ont une position qualifiée en finance de *short*). Il s'agit lorsque l'on est *lead manager* et que l'on contrôle une très large majorité de la capacité de placement des bonds, d'acheter ses propres bonds sur le *grey market* en sachant par avance que le *dealer* ne pourra pas se les fournir au prix qu'il affiche. Pour pouvoir honorer sa promesse, le *dealer* est obligé d'acheter à tout prix les bonds en question. Le cas rendu public par la revue Euromoney, celui où la figure la plus en vue du *grey market,* Stanley Ross, a été piégé délibérément par Armin Mattle, couvre 6 pages dans la revue et montre que les vétérans de l'AIBD peuvent être rivaux tant sur le plan économique que sur le plan personnel. D'autres cas de « bear hug » préexistent à celui où Ross est piégé par Mattle mais celui-ci est rendu emblématique des tensions entre le marché primaire et le marché secondaire, ainsi que des divisions au sein de l'AIBD.

En outre, la controverse du *grey market* déchaîne les passions au sein de l'AIBD parce qu'elle soulève des questions concernant la gouvernance de l'association et le positionnement de cette dernière en tant qu'association de *dealers*. Les instances dirigeantes de l'association sont accusées de maintenir

---

[403] Cela implique, en effet, que certains clients paient l'émission à son plein-prix tandis que d'autres l'obtiennent avec une réduction qui peut atteindre la structure entière des commissions de placement, voire plus.

[404] "Could the grey market be stamped out ?", Nigel Adam, *Euromoney*, mai 1969

[405] "The day Mattle gave the grey market a bear hug", *Euromoney*, janvier 1981

une distinction artificielle entre le marché primaire et le marché secondaire et de favoriser les conflits d'intérêt au profit des plus grands acteurs du marché primaire :

> "En tant que représentant de la région nordique, j'ai reçu le mandat de m'opposer à la proposition du conseil d'administration de créer un conseil consultatif et à sa décision d'interdire la négociation de nouvelles émissions sur le marché secondaire avant la signature de l'accord de souscription. Les deux propositions ont été vaincues. Le fait que le *board* n'a pas réussi à faire adopter ces deux propositions indique que les membres de l'association ne sont pas satisfaits de son leadership. La région nordique estime que certaines institutions se sont si fermement ancrées dans la structure de l'AIBD que des sujets spécifiques d'une grande importance pour les membres ordinaires ne sont pas débattus ouvertement et pleinement.
>
> Le troisième objectif de l'AIBD, « établir et maintenir une liaison étroite entre les marchés primaire et secondaire » a été presque entièrement négligé. Beaucoup d'entre nous se demandent pourquoi.
>
> La distinction entre le marché primaire et le marché secondaire est artificielle […]. Beaucoup estiment que l'existence de l'AIBD a servi à perpétuer cette fiction. Un coup d'œil à n'importe quel tableau de classement révélera que le marché primaire comprend un petit groupe de chefs de file puissants dont les intérêts convergent davantage que ceux du reste du marché.
>
> Il est curieux de voir que ces mêmes membres qui veulent réglementer le marché secondaire au sein de l'AIBD occupent également des postes de direction dans cette partie du marché qui refuse de parler à l'AIBD." Nicholas Anderson[406]

La citation précédente permet de voir que les régions au sein de l'association sont de véritables forums de discussion où les membres n'hésitent pas à remettre en cause les positions adoptées par le *board* de l'association et son président. La controverse du *grey market* est celle où le poids des régions est le plus visible dans la presse avec le projet de la région nordique de s'opposer à l'interdiction des transactions sur le *grey market*. La région nordique soutient à partir de 1979 tout projet qui vise à remettre en cause la séparation entre le marché primaire et le marché secondaire. Elle se fait l'écho d'une partie des membres de l'AIBD qui nourrissent une opposition croissante envers les grandes banques du marché primaire et leur position dominante sur ce segment du marché des Eurobonds[407].

---

[406] Entretien retranscrit au sein de l'article « The birthday party that got out of hand », *Euromoney*, juillet 1979

[407] "The AIBD report – The challenge to the primary market", Nigel Adam, *Euromoney*, Mai 1980

Certains, comme les représentants de la région qui englobe le Royaume-Uni, préconisent de créer au sein même de l'AIBD une autre association qui ne regroupe que des *dealers* afin que ces derniers puissent s'organiser par eux-mêmes. La plupart des préconisations provenant des régions nordique et Royaume-Uni vont dans le sens d'une reprise en main par les *dealers* de leur influence au sein de l'AIBD, au détriment des autres types d'acteurs qui y sont représentés.

En outre, la controverse qui est soulevée lors de l'assemblée générale intervient alors que la passation de pouvoir entre présidents a lieu. Elle souligne, le caractère stratégique du choix du président pour l'association : les deux présidents embarqués dans la controverse ont un pied dans le marché primaire alors que l'association a pour objectif premier de défendre les intérêts des *dealers*, acteurs du marché secondaire. Comme le rappelle Yassukovich plus haut, O'Malley (2015) montre qu'une des déceptions auxquelles a dû faire face Stanley Ross est la manière dont Yassukovich incarne son rôle de président : issu du marché primaire, ce dernier se pose en garant du statut quo, alors même que Ross voyait dans ce financier de haut vol un allié potentiel du marché secondaire. Rupert Hambro, dont la banque, Hambro, est à la fois un acteur du marché primaire et du marché secondaire, semble reprendre cette conception à son compte et n'ose pas se mouiller outre mesure dans la controverse une fois élu[408]. La banque dont il est issu fait partie, en outre, des banques les plus puissantes du marché ; de ces mêmes banques qui selon les structures plus petites « défendent leurs intérêts comme des faucons »[409] et qui seraient en mesure d'imposer leurs décisions aux acteurs les moins puissants de l'association parce qu'elles auraient l'oreille des dirigeants de l'AIBD et une place de choix au sein des comités de réflexion sur les réformes à mettre en place.

Enfin, une partie croissante des membres de l'AIBD militent pour que l'association, dont une partie significative des membres a aussi un pied dans le marché primaire, assume aussi un rôle de régulation des processus d'émission d'Eurobonds. L'idée est qu'elle ne se limite pas à réguler le marché secondaire mais que ses compétences soient aussi étendues que l'est la base des membres qui sont présents sur les deux marchés, voire, qui traitent d'autres instruments que les Eurobonds. Certains vont même jusqu'à suggérer un changement de nom, afin que cette dernière devienne une association internationale qui régule les instruments financiers internationaux (International Securities Association). Il ne s'agit pas, contrairement à ce que peuvent affirmer certains journalistes[410], du premier projet au sein de l'association qui milite pour une extension de ses compétences ; le précédent du projet concernant les Euro-equities en est un exemple mais il permet de cerner la volonté récurrente des *dealers* d'étendre leur territoire professionnel de façon à maîtriser l'échange des instruments financiers

[408] « Pre-market traders' victory », John Evans, *Financial Times*, 4 juin 1979

[409] « The AIBD report – The challenge to the primary market », Nigel Adam, *Euromoney*, Mai 1980

[410] « The AIBD report – The challenge to the primary market », Nigel Adam, *Euromoney*, Mai 1980

internationaux. Ces derniers se projettent dans un projet de bourse internationale qui englobe les instruments financiers internationaux.

4. Le marché des Euroequities : l'AIBD face à la concurrence des bourses nationales et de la Communauté Economique Européenne

L'AIBD projette à plusieurs reprises d'étendre le champ de ses compétences à d'autres instruments que les Eurobonds. L'association vote notamment, à l'occasion d'une session en mai 1973, une résolution qui propose de réguler les actions internationales[411]. Il s'agit alors d'investir un nouveau secteur naissant, l'*Euro-equity* market. Cette volonté de se percevoir comme une bourse internationale, qui régule les instruments financiers internationaux[412], se déploie en parallèle de la volonté de la Communauté Economique Européenne de créer un marché européen de capital. Nous verrons ici que si les deux projets se déploient en parallèle, et rentrent potentiellement en concurrence, aucun des deux n'arrive cependant à s'imposer. En effet, l'AIBD fait face à la concurrence des bourses nationales où s'échangent déjà des actions internationales tandis que la CEE n'arrive pas à imposer son projet aux Etats membres de la Communauté[413].

Dans un article de 1971 publié dans la revue *Euromoney*, S. Yassukovich fonde l'espoir de voir apparaître un nouveau marché international de placement et d'échange d'actions, dans le sillage du marché des Eurodevises et des Eurobonds :

> "Le marché des Eurobonds et ses mécanismes de mobilisation de capitaux représentent en effet une étape transitoire dans l'évolution du financement international du secteur privé ; la transition d'une ère dominée par des marchés de capitaux nationaux tout-puissants et libres au Royaume-Uni et aux États-Unis vers une ère qui pourrait assister à l'émergence d'un marché des capitaux véritablement mondial ou, à tout le moins, d'un marché Européen uni. Ce marché de transition a suivi bon nombre des modèles de croissance caractéristiques d'un marché national des capitaux. Il est naturel à mon avis que ce processus d'évolution se poursuive. De façon classique, nous avons vu le développement d'un marché à maturité courte - le marché monétaire de l'eurodollar - vers un marché à plus longue échéance - les euro-obligations - et l'étape suivante doit sûrement être des titres à maturité infinie - à savoir les actions. Jusqu'à présent, les opérations dites

[411] "Bond dealers meet", *Financial Times*, 4 mai 1973

[412] Ces instruments financiers internationaux sont regroupés au sein des marchés anglo-saxons sous la catégorie de *securites*

[413] « Developing a Eurocapital Market », S. Montagu, *Euromoney*, avril 1971

> Euro-equity auxquelles nous avons assisté n'ont été qu'un pas provisoire et limité dans cette direction"[414]

Yassukovich s'appuie sur une argumentation téléologique où les différents compartiments des Euromarchés, les Eurodevises, les Eurobonds et les *Euro-equities* sont le résultat d'un glissement progressif de maturités. Cette perspective le conduit à annoncer la naissance d'un nouveau marché au sein des Euromarchés qui viendrait concurrencer les marchés nationaux de capitaux –notamment américain et britannique- où sont habituellement placées les émissions internationales. Il s'agirait donc, puisqu'il découlerait du marché des Eurodevises et des Eurobonds, d'un marché qui transcenderait les frontières et placé pour partie hors de portée des influences étatiques. On remarque que le périmètre du marché en question n'est pas alors défini précisément : Yassukovich souligne que celui-ci pourrait être d'envergure mondiale ou se cantonner à l'espace européen - principal espace où se déploient alors les Euromarchés. Nous verrons que cette référence à l'espace européen est liée aux premiers projets de mise en place d'un marché européen de capital de la part de la CEE, projets qui se heurtent à la volonté de certains banquiers qui, comme Yassukovich, préfèrent laisser les marchés de capitaux à l'initiative privée et des Etats membres de la communauté qui craignent de se départir d'un pan de leur souveraineté.

Pourtant, la possibilité de voir émerger l'*euro-equity market* est, à l'époque, contestée. Dans un article d'avril 1972, N. J. Bär défend une position contraire à celle de Yassukovich. Pour Bär, le marché des *euro-equities* serait un marché redondant puisque le placement et l'échange d'actions internationales est déjà investi par les bourses nationales :

> « Cette attitude sceptique, pour ne pas dire négative, ne signifie cependant pas que je ne crois pas aux marchés internationaux d'actions, bien au contraire. Mais pourquoi devrions-nous créer quelque chose de nouveau alors que nous avons déjà des possibilités qui fonctionnent très bien : les bourses nationales. Si l'on veut élargir le marché d'une action, on peut la coter au sein d'une bourse étrangère […]. La cotation sur les marchés nationaux ne crée pas de nombreux marchés locaux qui ne fonctionnent uniquement qu'à l'intérieur de leurs propres frontières, mais plutôt une véritable base d'un marché vraiment international. S'il n'y a pas de restrictions dans le pays lui-même […] l'arbitrage professionnel international entre les différentes bourses créera un grand marché, à condition, bien entendu, que l'émission soit suffisamment importante. Nous avons déjà aujourd'hui, et depuis un certain temps, de nombreux exemples de sociétés dont les actions s'échangent au sein d'un marché véritablement international car elles sont activement négociées sur les marchés nationaux et au-delà des frontières […]. Tout bien

[414] Stanislav Yassukovich, "The Development of the International Capital Market", *Euromoney*, janvier 1971

considéré, on peut donc dire: le marché des *euro*-equities est mort (avant qu'il ne démarre vraiment), vive le marché euro-*equities* »

Bär défend l'idée de la redondance du marché des *euro-equities* avec les marchés nationaux. En effet, à l'occasion du placement d'actions en grand volume, les grandes entreprises des années 1970 peuvent décider d'offrir ces actions sur plusieurs marchés nationaux à la fois ; c'est ce qu'on appelle le placement en tranches. Ce type de politique de placement permet aux entreprises de s'affranchir de la taille de leur marché national et de ratisser plusieurs marchés : de grands volumes d'émission sont ainsi rendus possibles et les actions sont proposées à des investisseurs internationaux. Bär, pour illustrer son propos, prend notamment l'exemple de la Royal Dutch, compagnie pétrolière, dont les actions sont listées dans plusieurs places financières à la fois.

Bär termine son article par un jeu de mots où *euro*-equity est opposé à euro-*equity*. Il joue ici sur la polysémie du préfixe « euro » qui peut à la fois renvoyer à la dimension internationale d'un marché ou à son appartenance aux Euromarchés. Un lexique publié par la revue *Euromoney* en janvier 1973[415], souligne, lui aussi, que le vocable « euro-equity » est un faux ami. En effet, *euro-equity* peut à la fois renvoyer aux actions internationales, listées dans plusieurs bourses nationales (euro-*equity*), et aux actions internationales, qui ne dépendraient pas d'une bourse nationale (*euro*-equity). Aussi faut-il faire attention à l'usage qui est fait du terme dans la littérature de l'époque : *euro-equity* renvoie plus souvent à euro-*equity* qu'à *euro*-equity[416].

Si pour Bär les actions internationales associées aux Euromarchés sont mortes-nées, d'autres soulignent que rien n'est encore joué, notamment au niveau européen où n'existe pas de marché unifié de capitaux. Un éditorial de la revue *Euromoney* datant de mars 1973 s'interroge sur la structure potentielle du marché européen de capitaux :

> « est-ce pour suivre le modèle américain, avec un centre majeur, correspondant à New York, dominant le *trading* des grandes valeurs, les autres centres agissant en tant que satellites? Ou l'unité est-elle plus susceptible d'émerger par la structure actuellement fragmentée des marchés d'émission et des marchés secondaires des Euro-obligations ? »[417]

La question soulevée par l'éditorial, celle de savoir si les marchés de capitaux européens seront centralisés autour d'une bourse ou décentralisés sur le modèle des Euromarchés est possible parce que

---

[415] "Instruments in the Euromarkets – Plus ça change… », *Euromoney*, janvier 1973

[416] Les auteurs de l'époque précisent souvent quel est le sens qu'ils retiennent afin d'éviter toute ambigüité.

[417] « Towards a European over-the-counter market?", *Euromoney*, mars 1973

l'espace européen est en pleine recomposition financière. En premier lieu, les bourses nationales voient leur monopole contesté, tant au niveau national - puisque leurs membres tendent à les contourner - que sur les Euromarchés[418]. En deuxième lieu, la CEE lance un projet de marché de capital européen qui doit devenir le pendant financier de la libre circulation des biens. Ce projet, s'il ne prend la forme que d'annonces politiques, ouvre un débat sur l'organisation des marchés de capitaux européens. Marcel Sarmet, chef de la division des institutions financières et des marchés de capitaux à la CEE, publie un article au sein de la revue *Euromoney*[419] afin de présenter son point de vue sur l'évolution du marché européen de capital. Il part du constat de l'absence de marché commun et des fortes divergences qui existent entre les marchés nationaux tout en soulignant l'importance des Euromarchés au moment de faire circuler le capital. Sarmet s'interroge pourtant : « les Euromarchés représentent-ils un chemin viable vers un marché intégré européen du capital ou brouillent-ils, en fait, les pistes en rendant plus difficile les progrès vers un marché européen du capital à cause de leurs effets déstabilisateurs ? »[420]. Sa réponse est sans appel, c'est autour de la CEE que doit se structurer un marché européen du capital. En dernier lieu, l'AIBD tente de récupérer la régulation des marchés de capitaux en plaçant sous son égide les Eurobonds et les *euro-equities*, entrant de ce fait en concurrence avec les bourses nationales et la CEE.

En effet, outre le segment des Eurobonds, c'est le segment des *euro-equities* que l'AIBD souhaiterait investir afin de devenir une bourse internationale qui s'affranchisse des bourses nationales. La résolution nº1 votée à l'occasion de l'Assemblée générale de 1973 va dans ce sens puisqu'elle dispose de la création d'un comité qui étudie la possibilité que l'AIBD devienne, comme pour les Eurobonds, une instance d'autorégulation des actions internationales :

> "Résolution n ° 1:
>
> Puisse-t-il être accepté par les membres de l'AIBD qu'un comité soit formé pour étudier et formuler les règles et règlements qui seraient nécessaires pour permettre à l'Association de prendre sous son égide l'autorégulation des actions internationales de la même manière que le l'AIBD a promulgué de telles règles et réglementations pour les opérations obligataires.

---

[418] Nous l'avons vu, la bourse de Londres, le *London Stock Exchange* (LSE), voit le développement de pratiques qui visent à contourner les *market makers* des marchés d'actions, aussi appelés *jobbers*. La pratique de contournement la plus courante est le *put through* où les dealers placent eux-mêmes les actions de leurs clients sans avoir recours aux *jobbers*. Ce contournement des institutions habituelles aux bourses se traduit jusqu'au sein des Euromarchés où les modèles de fonctionnement de gré à gré concurrencent les modèles importés des bourses anglo-saxonnes.

[419] "Euromarkets or common capital market ?", Marcel Sarmet, *Euromoney,* avril 1973

[420] *Ibid.*

> Ce comité devra faire son rapport à l'assemblée générale de 1974 avec l'espoir et la possibilité que ses conclusions puissent être acceptées par tous les membres, afin de permettre à l'Association d'élargir ses politiques pour inclure le domaine des actions internationales."[421]

La volonté de l'association d'investir ce nouveau créneau est publicisée par deux articles dans la presse. Elle est, cependant, par la suite passée sous silence et il n'a pas été possible de retrouver de traces du comité en question. L'accès aux archives de l'AIBD m'ayant finalement été refusé, il n'a pas été possible de pousser plus avant les recherches sur ce point. On imagine, cependant, que les difficultés que traverse l'association à partir de 1973 font perdre de son actualité à ce projet de régulation de l'émission et de l'échange d'actions internationales. En effet, comme nous avons pu le voir, l'AIBD se recentre alors sur la fondation de régions, sur la mise en place du séminaire de formation, s'efforce de surmonter la crise économique de 1974 et se focalise sur la résolution des conflits entre le marché primaire et le marché secondaire qui menace son ambition d'étendre son territoire au marché primaire. Aussi, la combinaison des difficultés internes de l'association, la concurrence des bourses nationales déjà fermement implantées dans l'échange d'actions internationales et la faible envergure des *euro-equities* ont-elles dû avoir raison du projet de l'AIBD d'étendre son emprise aux marchés d'actions internationales.

V. Mettre le marché des Eurobonds et l'AIBD en histoire

1. Passage de relai ou combat d'arrière-garde ? La mise en récit des premiers temps du marché des Eurobonds et de l'AIBD

Dès la fin des années 1970 les acteurs des Euromarchés ne manquent pas de fêter les différents événements qui jalonnent, à leur sens, l'histoire du marché et notamment celle du segment des Eurobonds. Nous allons ici montrer que leur volonté d'identifier des moments fondateurs a pour objectif d'ancrer dans les mentalités des acteurs privés et publics du marché l'idée que les Eurobonds matérialisent une révolution des pratiques financières et la renaissance de la finance internationale. Si l'on suit cette mise en récit par les acteurs de l'époque, cette révolution des pratiques financières ne serait possible que grâce à l'ingéniosité, la camaraderie et la persévérance des financiers qui ont participé au développement des Eurobonds ainsi qu'à la ténacité de ceux qui ont mis en place l'AIBD en tant qu'instance régulatrice de l'émission et de l'échange de ces titres financiers.

[421] « The AIBD annual meeting", tableau intitulé "Key decisions at the AIBD meeting", Felix Freerider (Profiteur heureux), *Euromoney*, juin 1973

Les membres fondateurs et certains des nouveaux dirigeants de l'AIBD jouent un rôle important dans la mise en récit des premiers moments du marché et de sa régulation. En effet, alors que l'association traverse des moments difficiles dès le milieu des années 1970, puisqu'une partie de ses membres est critique envers son rôle et certaines des mesures qu'elle souhaite promouvoir, certains de ses membres les plus éminents prennent la plume pour retracer son histoire et justifier son existence. Pour faire face à des critiques de plus en plus audibles et au risque de *stasis* de l'association, des financiers en vue, comme Stanislav Yassukovich, surnommé « the financial engineer »[422], ou Stanley Ross, qualifié de « trader extraordinary »[423], entre autres, endossent le rôle de porteurs de mémoire. Leur récit souligne que les Eurobonds et l'AIBD ont survécu à plusieurs crises, à la menace de la régulation étatique, et se sont imposés, presque envers et contre tout, « comme une composante permanente de la vie financière internationale »[424]. Ce travail de reconstitution du passé est un travail de mémoire[425] (Nora, 1984) parce qu'il est fait de façon sélective, poursuit un objectif politique et vise à cimenter une communauté autour d'un instrument financier, les Eurobonds, ainsi qu'à fédérer les différents acteurs du marché autour d'un seul organisme, l'AIBD. Ces porteurs de mémoire désignent à partir de leur expérience propre - voire des faits qui leur auraient été relatés - les événements fondateurs du marché, les grands acteurs de ce qui devient une épopée semée d'embuches et justifient leur démarche par le désir de passer le témoin à la nouvelle génération de financiers qui intègrent l'association en masse[426].

La Gazette de l'AIBD, pour commémorer les 10 ans de l'association en 1979, s'ouvre sur un éditorial du secrétaire général de l'association, René Jaquet, qui souligne le rôle des commémorations et de la mise en récit pour former une mémoire collective qui rassemble les anciens et les nouveaux acteurs du marché et de l'association :

> « Mes sincères remerciements vont à tous ceux qui ont spontanément accepté de participer à notre GAZETTE spéciale du 10ème anniversaire. Grâce à ces contributions, nous avons pu compiler cette histoire de l'AIBD. J'espère sincèrement que ces articles

---

[422] Illustration issue de l'article « The Yassukovich brand of financial engineering », *Euromoney,* juillet 1976.

[423] "Stanley Ross, trader extraordinary", *Euromoney*, février 1977.

[424] Ibid.

[425] La mémoire est un phénomène toujours actuel, un lien vécu au present éternel ; l'histoire, une représentation du passé. […] la mémoire ne s'accommode que de détails qui la confortent ; elle se nourrit de souvenirs flous, télescopants, globaux ou flottants, particuliers ou symboliques, sensible à tous les transferts, écrans, censure ou projections. […] La mémoire sourd d'un groupe qu'elle soude » (Nora, 1984)

[426] "participants, just like our policemen, seem to get younger everyday" "Every day new participants appear from the most improbable places around the globe"; « Success and frustration at the AIBD – The Paris meeting », Stanley D. L. Ross (un des fondateurs de l'association et un acteur reconnu du marché dans les années 1960 et 1970), *Euromoney*, juillet 1977

permettront également à nos jeunes lecteurs de comprendre les difficultés que notre industrie a dû traverser au cours de la dernière décennie et des excellents résultats du travail acharné de quelques idéalistes dévoués et visionnaires."

Ce travail de mise en récit, couronné par la commémoration des dix ans de l'association débute cependant dans la presse spécialisée dès 1977 quand plusieurs articles paraissent dans *Euromoney* pour faire le bilan de l'action de l'AIBD et proposer des réformes. Les années 1977, 1978 et 1979 tombent à point nommé puisqu'elles coïncident avec le dixième anniversaire des premières discussions et réunions qui auraient inspiré la fondation de l'AIBD et ses premiers projets. Le recours à ces articles commémoratifs pour retracer la fondation de l'association et ses premiers projets doit donc être fait de manière critique : il est nécessaire de remettre ces sources secondaires dans le contexte de leur production, c'est à dire au sein d'une période de fortes critiques envers l'AIBD de la part d'une partie de ses membres et parfois issus de régions peu impliquées dans les premiers temps du marché. Les mêmes précautions doivent être prises lors de la mobilisation des discours et des textes produits à l'occasion des commémorations récentes des premières années du marché. En effet, l'organisation qui a absorbé l'AIBD, l'ICMA, a organisé ces dernières années plusieurs rassemblements pour fêter les origines du marché des Eurobonds : 2008 a été l'année du 40^{e} anniversaire de la fondation de l'AIBD, 2013 celle du 50^{e} anniversaire de l'émission qui a été consacrée comme celle du premier Eurobond (l'émission Autostrade de 1963) et 2018 sera l'année du 50^{e} anniversaire de la fondation de l'AIBD. Les mêmes anecdotes sont inlassablement reprises depuis les premières célébrations organisées à la fin des années 1970. Ceux qui comme S. Yassukovich ou S. Ross, profitent d'une longévité certaine se relisent et se répètent presque mot pour mot. Cela peut renforcer l'impression de véridiction à leur écoute mais reprend surtout la mémoire forgée dans les années 1970 et figée depuis. Le même répertoire est inlassablement mobilisé pour souligner l'ingéniosité et la débrouille des premières années : la persévérance, l'abnégation, ainsi que la résistance face aux obstacles bureaucratiques qui sont désamorcées avec ou sans la connivence des autorités publiques.

2. Quand la mémoire dépasse les bornes : l'intégration de la critique interne et externe du marché à travers le récit fondateur de l'AIBD

2.1. Mémoires dissonantes et bornes basses : quand commencer une histoire de l'AIBD ?

Les mémoires forgées depuis l'AIBD - qui devient en 1992 l'International Securities Market Association puis est absorbée par l'International Primary Market Association (IPMA) pour former l'International Capital Market Association (ICMA) - et par les pionniers du marché placent

rétrospectivement la première émission d'Eurobonds en 1963. Selon le récit qui prédomine, la première émission d'Eurobond est celle réalisée par Sigmund Warburg pour le compte de l'Etat italien pour l'entreprise Autostrade en 1963. Les financiers qui ont participé à cette émission sont depuis célébrés, à de rares exceptions près, comme de grands innovateurs, l'hebdomadaire *Euroweek* va même jusqu'à les comparer à Samuel Morse et à l'invention du télégraphe[427]. Cette borne basse du marché des Eurobonds est cependant un construit qui cohabite avec d'autres interprétations. Certains, tels S. Yassukovich, s'ils ne la remettent pas directement en question, en nuancent la portée :

> « On était très fier de ce qu'on faisait, de la création d'un marché de capital qui allait en dehors des centres domestiques. Mais au fond on a rien inventé. Tout ce qu'on a fait était dans la tradition des emprunts internationaux remontant au XVIIe siècle. Les techniques étaient entièrement les techniques américaines. Le système de formation de syndicats de garantie, la structure de commissions, tout était déjà bien établi dans le marché à New-York et on a fait certaines adaptations. Moi j'ai toujours dit que la seule invention vraiment de l'Euromarché, c'est une obligation qui n'existait pas à l'époque en Amérique, c'était le floating rate note. Il n'y avait pas d'obligations en Amérique avec un taux d'intérêt flottant. […] Le floating rate note est une invention des Euromarchés. Mais le reste, tout ça, ce sont des adaptations de techniques et d'instruments, de structures et de méthodes (les syndicats, le marché secondaire). Tout ça, ça existait déjà, et naturellement, ça a existé après la deuxième guerre, quand ce qu'on appelait le foreign dollar bond market était à New-york. […]
>
> Et c'est à ce moment là que Sigmund Warburg, parmi d'autres, a dit « mais c'est ridicule, pourquoi passer par la SEC pour s'adresser aux investisseurs en Europe ? ». Moi je maintiens que la première de ces émissions n'était pas Autostrade mais était une émission de notes, c'est à dire d'obligations à moyen terme pour le Royaume de Belgique qui avaient été lancées par Samuel Montagu, qui n'étaient pas cotées. Mais le fait que ces obligations après ça étaient cotées, était au fond, … »
>
> J.-B. P : « C'était en 62, 63 ? »
>
> S.Y. : C'est ça »

[427] « Mighty Eurobond market celebrates 50th anniversary », Jo Richards et Toby Fildes, *Euroweek*, vendredi 28 juin 2013.

S.Y. : pour Chris O'Malley qui est devenu l'historien officiel, il dit "non on peut pas compter ça comme Eurobond parce que c'était pas coté"». Entretien avec Stanislav Yassukovich.

D'autres, comme l'ancien président de l'AIBD Rupert Hambro, à l'occasion même des commémorations des 50 ans de l'émission Autostrade, en soulignent le caractère artificiel tout en proposant une alternative compatible avec les habitudes commémoratives. En effet, Hambro défend dans un discours[428] que ce n'est pas tant les 50 ans de l'émission Autostrade qu'il faudrait célébrer que les 150 de l'émission des Etats Conférés en livres sterling à l'occasion de la guerre de Sécession américaine en 1863. Enfin, d'autres, comme Stanley Ross n'hésitent pas à souligner le caractère artificiel de la désignation d'une émission comme étant la première sans apporter de récit alternatif :

«Si quelqu'un m'avait demandé [Stanley Ross] alors "que pensez-vous de cette toute première émission d'Eurobond ?", je n'aurais probablement pas compris de quoi il s'agissait ! […] Vous devez garder à l'esprit » dit-il « qu'au début, pour les maisons d'arbitrage, comme nous, c'était juste un autre titre à traiter »[…]« Je trouve très difficile de croire qu'à partir de cette petite offre d'obligations isolée et, selon la plupart des standards, très ordinaire, nous pourrions voir apparaître le genre de marché que nous avons aujourd'hui »[429]

Les vétérans du marché, s'ils contribuent à la cristallisation d'une mémoire commune, et sont souvent d'accord les uns avec les autres, font entendre quelques dissonances qui permettent la prise de distance par rapport au récit de la fondation du marché tel qu'il nous est donné.

[428] "150 years of the Eurobond", Rupert Hambro, discours prononcé à l'occasion de la commémoration par l'ICMA des 50ans du marché des Eurobonds, 2013. Disponible en date du 21/04/2018 à l'adresse suivante : https://www.icmagroup.org/About-ICMA/history/history-of-the-eurobond-market/

[429] "Stanley Ross, trader extraordinary", Richard Ensor, *Euromoney*, février 1977, p.29.

Figure 30 : photographie des pionniers des Euromarchés prise à l'occasion du 50ème anniversaire fêté par l'ICMA en juin 2013 de l'émission pour Autostrade

2.2. L'internalisation de la critique interne et externe par la mémoire

Ces porteurs de mémoire doivent cependant faire face à plusieurs vagues critiques. On observe notamment un double mouvement qui met leur héritage en doute, c'est-à-dire tant leurs actions passées que le récit qu'ils contribuent à produire. Ces critiques sont marginales dans les sources exploitées ici puisque le chapitre se centre principalement sur les débuts de l'AIBD mais elles laissent une empreinte dans la mémoire des années postérieures du marché puisque l'on remarque que le récit mémoriel intègre les critiques en donnant une place de choix au récit des crises. Quelques rares passages dissonants se font entendre dans la presse et permettent de prendre une certaine distance face à l'impact qu'a pu avoir ce travail de mémoire jusqu'à nos jours au sein des financiers eux-mêmes. Le plus irrévérent est publié dans l'*International Financing Review* à l'occasion du 30e anniversaire de l'émission Autostrade, en 1993. Il remet en cause le legs de l'arrière garde du marché et dépeint les plus vieux financiers du marché sous les traits d'hommes gâteux, escortés par une cohorte d'infirmières et sponsorisés par une marque de déambulateurs :

> "Un vénérable serviteur du Brooks's Club [ndlr: prestigieux club de gentlemen londonien] à Londres nous a raconté un dîner extraordinaire qui a eu lieu vendredi dernier.

> Quand nous avons entendu les noms sur la liste des invités, nous avons presque appelé Vera Lynn pour chanter quelques couplets de *We'll Meet Again*. Des rumeurs totalement non confirmées disent que le dîner aurait pu être parrainé par Zimmer Frames UK [ie. marque de déambulateurs] et qu'une équipe d'infirmières se tenait à côté au cas où l'un des invités succomberait aux effets de la vieillesse. Quel est le dénominateur commun de ce groupe extrêmement riche mais mal assorti ? Nous suggérons que seuls une paire d'entre-eux sont les seuls non-SG Warburgs [ie. maison qui a émis les obligations pour Autostrade en 1963] diplômés de cette euro-classe de 1964. L'un ne reconnaîtrait pas même un Eurobond dans le cas où ce dernier viendrait lui mordiller les bourses ; et n'était-ce pas un autre qui s'est mouillé dans l'infâme émission de Warburg pour les *Famous Artists' Schools* - le premier numéro Eurobond à faire défaut [ie. en 1971]? N'était-ce pas encore un autre qui a été très impliqué dans Soditic, la maison suisse d'émissions qui nous a donné plus de défauts que Joe DiMaggio a lancé de *home runs* [ie. coup de batte au baseball qui permet de faire un tour complet du circuit]? Heureusement, tous ces détenteurs de cartes seniors ont maintenant dépassé l'âge des critiques injustes. »

Si le passé plus lointain, celui qui est décrit comme un âge d'or par les vétérans du marché, c'est à dire les années 1960 jusqu'au début des années 1970, n'est pas trop égratigné par les générations de financiers suivantes (on peut supposer que c'est parce qu'ils ne les ont pas vécues et parce qu'ils ont moins de prise sur le récit qui en est fait), les années postérieures aux années 1970 laissent la part belle aux crises et aux critiques. Le passage de *International Financing Review* cité plus haut est exemplaire sur ce point puisqu'il fait référence aux tous premiers défauts du marché ainsi qu'aux maisons qui, comme Soditic, accumulaient les émissions à défauts. On prend mieux mesure de l'importance que prennent les crises dans la mémoire du marché en consultant le site web de l'ICMA dans sa version actuelle, puisqu'une chronologie y figure où les dernières années du marché se caractérisent par une succession de crises :

Figure 31 : chronologie retraçant les jalons de l'histoire du marché des Eurobonds selon l'ICMA

History of the Eurobond Market

1963	First Fixed rate issue: Autostrade
1969	Launch of Association of International Bond Dealers (AIBD)
1969	Launch of Euromoney
1969	Euro-clear established (forerunner of Euroclear)
1970	Cedel established (forerunner of Clearstream)
1970	First Floating Rate Note: ENEL
1979	First bought deal: GMAC
1981	First swap: IBM/IBRD
1989	Fixed price reoffer introduced
1989	First global bond: World Bank
1992	Association of International Bond Dealers (AIBD) changes name to International Securities Market Association (ISMA)
1994	First CDS: Exxon/EBRD
1999	Pot deal introduced
1999	Euro introduced in 12 countries forming the Eurozone
2005	International Securities Market Association (ISMA) and International Primary Market Assocation (IPMA) merge to form International Capital Market Association (ICMA)
2007	Global credit crisis starts
2008	Lehman's default
2010	European sovereign debt crisis starts
2013	50th Anniversary of the Eurobond Market

En outre, dans une dynamique proche de celle décrite par Boltanski et Chiapello (2011), les mémoires du marché intègrent les critiques pour les désamorcer. Cette intégration de la critique dans les récits permet en partie de se dédouaner des responsabilités en faisant appel à un âge d'or fantasmé par les vétérans où tout semblait aller pour le mieux. En effet, on observe que les critiques se cristallisent dans les récits à tel point que ces dernières sont intégrées au récit fondateur du marché : on observe alors dans les récits que les crises côtoient les innovations dans la chronologie d'événements qui fondent le marché des Eurobonds et de la dette en Eurodevises. L'internalisation de la critique a cependant pour effet de la neutraliser en partie puisqu'elle permet de s'en dédouaner faisant appel à cet âge d'or fantasmé par les vétérans, en soulignant les spécificités du métier de trader – incompris des autres et parfois même de ses pairs – et en insistant sur les grands apports de l'activité d'émission de dette et de son échange sur les marchés malgré les crises. C'est ce que souligne le discours suivant d'Eugene Rotberg, ancien de la SEC et trésorier de la Banque Mondiale de 1968 à 1987, qui trace un pont entre les anciennes et nouvelles générations de financiers malgré les crises :

> « Maintenant, à part le recours à la thérapie, nous pourrions admettre certaines "caractéristiques" de base de notre profession. La plupart d'entre vous et moi sommes d'une génération différente, mais nous sommes vraiment pareils.
>
> Nous répondons à la pression des pairs. Nous voulons émettre cette obligation magique à zéro coupon avec une échéance perpétuelle, dont nous n'aurions à payer ni l'intérêt ni le principal. Nous voulons obtenir des récompenses rapidement et de façon ostensible afin que nous puissions bien paraître même dans le cas où nous ne serions pas bons. Nous nions notre responsabilité. Nous ne mesurons jamais ni ne signalons les opportunités ratées. Nous nous appuyons sur des conventions comptables flexibles. Nous concevons des mesures de performance innovantes pour dissimuler nos erreurs. On les appelle des *benchmarks*. Nous prenons des décisions basées sur [les questions suivantes]: Serons-nous découverts ? Identifiés comme coupables ? Voulons-nous vraiment avoir à expliquer ces choses à quelqu'un qui a passé sa vie dans les ventes ou le marketing ? L'effet de levier est grisant. Voilà ce qui faisait notre identité. Voilà ce que nous sommes toujours.
>
> Mais je ne peux pas vous laisser sur une note aussi négative parce que, malgré tout ce que j'ai dit, les gens dans cette salle, nos prédécesseurs et ceux qui nous suivent, ont changé et changeront le monde. Très simplement, vous avez permis au capital, sous toutes ses formes ordinaires et obscures, d'être à la disposition du secteur privé, des gouvernements et des institutions multinationales. Vous avez été des ponts vers le succès, vous avez permis l'accès [au financement], vous avez été le catalyseur de la mondialisation et, bien que vous n'ayez pas inventé le financement transfrontalier, vous l'avez perfectionné, poli,

ajusté, adapté aux circonstances et aux exigences des investisseurs. Quel est donc le résultat pour lequel vous méritez un énorme crédit ? :

- Moins de mortalité infantile
- Moins de mères mortes en couches
- 300 millions de personnes sont entrées dans la classe moyenne en Chine
- Moins de filles de 12 ans travaillent jusqu'aux genoux dans les rizières
- L'apport calorique est en hausse de 50% dans les pays les moins développés
- Il y a moins de famines
- Les gens vivent plus longtemps
- L'âge moyen en Inde a augmenté de 20 ans
- Les enfants vont maintenant à l'école partout dans le monde, chose inimaginable il y a encore 30 ans
- Il y a maintenant de l'électricité, des routes, des ports, un accès à l'éducation, des barrages, de l'eau, de la nourriture, une prise de conscience de ce qui se passe dans le monde dans des endroits qui se sont vautrés dans la pauvreté pendant mille ans

Bref, les gens ont maintenant de l'espoir. Ils voient leur vie et celle de leurs enfants s'améliorer. Oui, vous et vos successeurs avez créé les instruments qui ont facilité cette croissance économique. Oui, un bâtiment s'effondrera au Bangladesh. Mille meurent. Oui, les tempêtes ravageront la terre en réponse à notre négligence de l'environnement. Oui, mon pays a alimenté inutilement et bêtement beaucoup d'hostilité et de violence. Mais le fait demeure qu'il y a moins de violence provoquée par un sentiment de désespoir. Et c'est tout à votre honneur. […] Cela vous apportera une autre sorte d'immortalité.» Eugene Rotberg, 2013

Ce passage montre que dans les discours des vétérans du marché, malgré les crises et les penchants des traders pour les prises de risques, le marché des Eurobonds permet de faire circuler le capital au niveau mondial et, par ce biais, de financer le développement. La critique est désamorcée ici

par la mobilisation implicite du mécanisme de la main invisible[430] (Smith, 1776), sûrement connu de son auditoire, selon lequel les volontés égoïstes des acteurs d'un marché peuvent apporter des bienfaits au niveau agrégé pour la société. Ici, le mécanisme est mobilisé à l'échelle planétaire et est permis par l'astuce des financiers qui contournent les obstacles tant au niveau de leur organisation, au sein de laquelle ils sont incompris par les acteurs qui les supervisent, qu'au niveau des politiques publiques. Par son discours dithyrambique, Eugene Rotberg désamorce les critiques qui ont pu être faites au marché. Il permet aussi de contourner la problématique des limites de l'action des organes d'autorégulation tels que l'AIBD ou encore ICMA. On pourrait objecter que cela revient à faire le constat de leur inutilité ; il n'en est rien puisque ces dernières ont pour vocation principale de faciliter les relations au sein de la profession définie de manière restreinte autour des Eurobonds et de faire porter leur parole. Ce faisant, Rotberg trace un pont entre l'ancienne génération de financiers et la nouvelle ; cette dernière est par ailleurs encouragée à poursuivre l'œuvre des vétérans du marchés en toute liberté au sein des cadres de l'association et de l'héritage libéral qu'elle porte.

Pour comprendre l'histoire de l'AIBD et pouvoir éviter l'écueil de trop se fier aux discours rétrospectifs des acteurs et à leurs redites, il était donc nécessaire ici de dépasser les bornes qui sont issues du travail de mémoire des acteurs du marché et de replacer l'association dans un temps plus long que la première décennie de son existence. C'est alors que le statut très particulier de cette première décennie apparaît : elle se présente du point de vue des acteurs comme un âge d'or presque indépassable où les risques régulatoires sont paradoxalement omniprésents et pourtant lointains, où l'innovation permet de contourner les obstacles bureaucratiques et où l'abnégation de quelques-uns contribue à la construction d'un marché et d'une communauté de financiers à échelle globale qui finit par les dépasser, voire même, par leur échapper. C'est ce qui explique que lors des commémorations contemporaines, certains des financiers de l'ancienne garde n'hésitent pas à dire aux nouvelles générations d'acteurs du marché qu'ils ne les jalousent d'aucune façon. Stanley Ross va jusqu'à dire :

> « Alors pour finir, permettez-moi de dire qu'à notre époque nous échangions au sein d'un système avec très peu de contraintes, et j'ai adoré chaque moment que j'y ai passé ; cependant, je voudrais dire à ceux qui travaillent aujourd'hui encore dans le métier, sous l'ombre croissante et impossible à éviter de l'Union Européenne : je-ne-vous-envie-pas-

[430] " il [le marchand] ne pense qu'à son propre gain ; en cela, comme dans beaucoup d'autres cas, il est conduit par une main invisible à remplir une fin qui n'entre nullement dans ses intentions ; et ce n'est pas toujours ce qu'il y a de plus mal pour la société, que cette fin n'entre pour rien dans ses intentions. Tout en ne cherchant que son intérêt personnel, il travaille souvent d'une manière bien plus efficace pour l'intérêt de la société, que s'il avait réellement pour but d'y travailler. Je n'ai jamais vu que ceux qui aspiraient, dans leurs entreprises de commerce, à travailler pour le bien général, aient fait beaucoup de bonnes choses." Tome IV, chapitre II

le-moins-du-monde » Stanley Ross, commémoration des 50 ans du marché des Eurobonds[431]

3. Les premiers temps des Euromarchés (1962-1968) : l'épopée fondatrice d'une bourse sans domicile fixe.

3.1. Un projet conquérant et des horizons dépassables ?

Le registre mobilisé par les vétérans pour décrire la première décennie du marché et de l'association est épique. Si l'on en croit les récits mobilisés lors des différentes célébrations commémoratives, les acteurs désignés comme les fondateurs des Eurobonds ou de l'AIBD frisent l'héroïsme. Tels des héros fondateurs, ces financiers sont érigés en figures dont le parcours individuel cimente une communauté et dont l'héritage mérite d'être préservé. Le registre épique est employé dès la fin des années 1970 pour qualifier le travail mené par les fondateurs et les vétérans de l'AIBD. Rolf Hallberg, président de l'association de sa fondation à 1973, souligne l'importance que revêt le travail des vétérans en ces termes lors de la commémoration de la première décennie d'existence de l'AIBD en 1979 :

> « Je veux dire une chose. De toute évidence, l'AIBD a vu le jour grâce à l'effort d'équipe d'une poignée de personnes qui étaient vraiment dévouées à faire quelque chose. Nous estimions qu'il était nécessaire que le marché retrouve un certain ordre à ce moment-là. […] La principale valeur d'une étude de l'Histoire est qu'elle permet, intelligemment exploitée, de tirer les bonnes conclusions pour l'avenir. […] L'Histoire n'est pas le récit d'histoires et bien que j'aie en réserve des histoires amusantes du passé de l'AIBD - comme tous ceux qui y ont été impliqués depuis le début - je ne pense pas que plus d'une ou deux seraient intéressantes.
>
> […] Comme Cortez [sic] l'acharné, debout sur la rive du Pacifique après des années de labeur à travers le Mexique, je pourrais dire que nous - c'est-à-dire l'AIBD - avons accompli beaucoup de choses, mais je peux aussi entrevoir de vastes nouveaux domaines que nous devrions couvrir. Contrairement à Cortez [sic], cependant, qui n'a jamais conquis le Pacifique mais est rentré chez lui se reposer sur sa renommée et ses lauriers,

[431] Discours prononcé en anglais par Stanley Ross, intitulé « Ma recherche du temps perdus[sic] » à l'occasion de la conférence anniversaire du marché, organisée par l'ICMA, juin 2013

> je crois sincèrement que l'AIBD devra affronter et maîtriser de nouveaux défis. Notre passé est assez bon et assez intéressant, mais la fascination réside dans le futur.[432]
>
> Rolf Hallberg, discours prononcé à l'occasion de la conférence anniversaire de l'AIBD le 30 mai 1979 à Londres.

Le discours est conquérant et a une portée rétrospective autant que prospective. En comparant les fondateurs de l'AIBD au conquistador Hernán Cortés, Hallberg insiste sur le labeur et la persévérance qui ont été nécessaires pour conquérir de nouveaux marchés et établir de nouvelles règles ; ce faisant, il souligne aussi le fait que les horizons de l'association sont dépassables. Hallberg assume une vision instrumentale du passé où l'histoire est « intelligemment exploitée » en vue de dégager des conclusions pour mettre en place un futur désirable. Cette réappropriation du passé se fait en fonction de deux axes : la comparaison avec le projet conquérant d'Hernán Cortès et le recours à des jalons historiques qu'il partage avec la plupart des fondateurs de l'association.

La comparaison avec Cortès a une visée méliorative mais souligne aussi les dynamiques géographiques que connaît le marché des Eurobonds à la fin des années 1970. En effet, si Cortès, Européen qui conquiert les Amériques, s'arrête sur les rives du Pacifique, le marché des Eurobonds de la fin des années 1970 commence à rassembler de plus en plus d'acteurs issus d'Asie de l'Est et du Moyen-Orient (Yago, 2018). L'expansion du marché n'est plus seulement l'affaire des régions d'origine du marché, c'est à dire l'Europe, l'Amérique du Nord et le Japon mais celle aussi des pays en voie de développement. Enfin, alors que les articles dans la presse et certains des discours commémoratifs de l'époque pointent un essoufflement des initiatives de l'association, Hallberg porte un regard très mélioratif sur le passé de celle-ci. Ce passé ne semble dépassable que par un futur où l'association porterait un projet plus conquérant encore que ceux qu'elle a su développer par le passé.

Le futur ne peut donc, selon Hallberg, que tirer les leçons du passé. Ce passé s'articule autour d'une chronologie, esquissée par les vétérans du marché, qui se structure autour de quatre principaux événements. L'événement considéré comme fondateur est l'instauration de l'IET en 1963 qui « chasse »[433] les banquiers spécialisés dans les transactions internationales de la place newyorkaise. Le deuxième événement clef est l'éclair de génie de Sigmund Warburg qui met en place grâce à l'émission Autostrade un mécanisme visant à contourner les règles de la SEC sur les émissions en devise américaine. Le troisième événement, présenté comme inattendu et providentiel, est la formation d'un

---

[432] « An historical appreciation of the AIBD », Rolf Hallberg IN *The Eurobond Market – 10 years of development*, AIBD, 1979

[433] "You see, what happened was that when we were driven away from the New York Stock Exchange and the familiar trading ground there by the Interest Equalization Tax of 1963" « An historical appreciation of the AIBD », Rolf Hallberg IN *The Eurobond Market – 10 years of development*, AIBD, 1979, p. 10

marché autour de l'instrument popularisé par Warburg et structuré autour de la place de Londres, le dernier, enfin, est la création de l'AIBD qui vient mettre de l'ordre dans un marché au bord de l'implosion.

3.2. L'IET : un choc régulatoire comme événement fondateur

Le premier événement de la mémoire autour du marché est la mise en place par l'administration Kennedy de l'IET, en 1963, en vue de rétablir l'équilibre de la balance des paiements américaine. Cette mesure politique instaure une taxe qui doit décourager les sorties de capitaux en grevant les transactions internationales. Elle joue un rôle majeur dans la psychè des vétérans du marché puisque tous y font référence comme un choc régulatoire qui bouleverse les équilibres financiers internationaux. En effet, la place de Londres se développe alors aux dépends de New York en captant des affaires qui étaient menées par des maisons américaines depuis Wall Street :

> « Il ne faut pas oublier que l'introduction en 1963 de la taxe de péréquation des intérêts [ie. IET] aux États-Unis a eu des conséquences qui n'étaient pas nécessairement prévues. Non seulement elle a donné naissance à une activité d'émission d'euro-obligations en dehors des États-Unis. Cela a également éloigné une grande partie des échanges d'obligations en Eurodollars du marché établi, New York. Bien que la majeure partie de ces échanges se soient déroulés de gré à gré et non à la Bourse de New York, cette Bourse et ses règles et règlements avaient fourni une base solide pour les échanges. Un marché international, une «Bourse sans domicile», a dû être créé par les acteurs du marché."[434]

Dans cette citation issue de la Gazette de l'AIBD publiée en vue de commémorer les dix ans de l'association en 1979, l'événement est décrit dans une perspective déterministe où une « activité », principalement de gré à gré, doit survivre au sein d'une bourse sans domicile fixe, l'AIBD, qui devient un marché international à part entière. Les fondateurs et les vétérans de l'AIBD opèrent donc une distinction qui devient centrale entre le « marché », les Eurobonds, qui est structuré autour d'une bourse, l'AIBD qui lui serait dédiée, et « l'activité » qui regroupe des transactions ne formant pas un tout régulatoire cohérent, les *foreign dollar bonds*. L'AIBD, devient à leurs yeux une bourse internationale et, de ce fait, « sans domicile fixe » si ce n'est l'association elle-même. C'est la vision d'une bourse internationale qu'ils tâchent de défendre à travers la consolidation de l'AIBD.

Comme le signalaient dans des citations antérieures Yassukovich et Hambro, les transactions préexistent au marché des Eurobonds sur la place de New-York. Les émissions puis l'échange de dette en devises étrangères ne sont pas une nouveauté en tant que telles et bien qu'étant réalisées de gré-à-

[434] « An evaluation of AIBD», Rolf Hallberg, *AIBD Gazette*, avril 1979, p. 7

gré, c'est-à-dire sans le recours à une bourse règlementée, elles sont pourtant réalisées en fonction des règles qui s'appliquent au sein du New York Stock Exchange. La bourse de New York influence donc les transactions entre les acteurs habitués à son cadre régulatoire mais qui émettent et échangent des instruments qui ne rentrent pas directement dans son cadre d'action. Cet environnement sécurisant et compétitif est cependant bouleversé par l'introduction de l'IET qui augmente le coût du financement à partir des instruments en question. Stanislav Yassukovich rentre dans les détails du fonctionnement du marché pendant et après l'introduction de l'IET à l'occasion de l'entretien que j'ai pu mener avec lui :

> S.Y. : « Moi je me suis trouvé en 61 au bureau de White Weld à Zurich […] c'est là où nous faisions le maintien de marché dans ce qui était à l'époque les *foreign dollar bonds.* C'était des obligations étrangères émises par l'Australie, les entités européennes, le Crédit Foncier, la ville d'Amsterdam, à New York avec des émissions enregistrées avec la SEC. Et inscrit par des banques newyorkaises ; les syndicats étaient entièrement des banques de Wall Street. Morgan Stanley surtout. Mais pendant les années 50 et surtout les années 60, comme les liquidités commençaient à s'établir en Europe, d'abord 20% de ces émissions étaient souscrites en Europe, 30%, 40%, finalement au début des années 1960, presque 80% de ces émissions étaient souscrites en Europe. […] Dans ces jours du début du marché, il n'y avait pas plus d'une demi-douzaine de participants dans le marché en Europe. [Pour White Weld] il y avait [un bureau] à New York et un autre à Zurich qui était la contrepartie de Koller a New York parce que l'après-midi il passait le livre à New York.
>
> […] Les premiers, c'était Koller de White Weld, c'était Julius Strauss a Turnbull, c'était Tom Beacham a Wood Gundy. C'était, la Deutsche Bank à Mannheim, je sais pas pourquoi, mais la Deutsche Bank à Mannheim, pas à Francfort ni Dusseldorf, mais c'est la succursale à Mannheim qui traitait les obligations étrangères, les *foreign dollar bonds*. Il y avait aussi la COMIT, Banca Commerciale Italiana, à Milan ; il y avait la KreditBank à Luxembourg… À Londres, il y avait que, Wood Gundy et Turnbull, seulement ces deux là. Et à Zurich, il y avait Koller, avec White Weld. Ça c'était le marché au début [33'56]. Alors naturellement ça s'est élargi après ça. » Entretien avec Stanislav Yassukovich

La citation précédente permet de comprendre que les firmes américaines qui émettent ou échangent des *foreign dollar bonds* disposent de relais en Europe avant l'imposition de l'IET pour pouvoir placer leurs instruments. Cela est rendu possible par le développement de l'Europe après la Seconde Guerre mondiale ainsi que par l'accumulation auprès de particuliers, d'entreprises voire de banques centrales en Europe de dollars américains issus du commerce international. C'est pour cela que les investisseurs européens se montrent désireux de placer ces devises sur des instruments libellés en dollars, les *foreign dollar bonds* qui deviennent par la suite les Eurobonds. C'est aussi sans compter sur

le fait que le dollar étant monnaie de référence au niveau international, les emprunteurs se font de plus en plus nombreux et sollicitent les banquiers de *Wall Street* afin d'émettre de la dette et sous la protection du cadre règlementaire américain. Afin d'échapper à la taxe en question les émetteurs et les dealers de ces instruments déploient leurs opérations en Europe soit à travers leurs filiales soit à travers des intermédiaires locaux. C'est à partir de ce déracinement que les règles américaines d'échange et d'émission sont progressivement introduites en Europe et que le marché des Eurobonds se développe au sein des places européennes. Cette transmission régulatoire entre *Wall Street* et les places financières européennes se fait par l'intermédiaire des grands acteurs du marché et, suite à sa fondation, par celle de l'AIBD où les banquiers familiers des règles américaines les retranscrivent dans le corpus normatif de l'association.

Si l'on suit la mise en récit des vétérans de l'association, ce qui devient progressivement un marché international déraciné hors du territoire américain, et dans des devises toujours plus diversifiées, a un besoin impérieux d'être organisé à travers une organisation, l'AIBD. C'est du moins l'idée que défendent plusieurs des orateurs à l'occasion de la commémoration des dix ans de l'association. Cette mise en récit débute cependant bien avant dans la presse spécialisée et se complexifie dès 1977 quand plusieurs articles paraissent dans *Euromoney* pour faire le bilan de l'action de l'AIBD et proposer des réformes.

3.3. Intérêt manifeste ou abnégation des vétérans de l'association pour sauver le marché des Eurobonds ?

La citation suivante, est extraite d'un des articles qui reviennent dès 1977 sur l'histoire de l'AIBD, ses racines et ses acquis. Intitulé « Success and frustration at the AIBD », il est publié par Stanley D. L. Ross en juillet 1977 dans la revue Euromoney. Ce dernier participe activement à la mise en récit de l'association en fixant sa mémoire. Ross, en revenant sur l'histoire de l'AIBD, souligne ce qui constitue en son sens les acquis et les ratés de l'association mais fait un bilan suffisamment positif pour justifier une réforme de celle-ci et lui donner un nouvel élan plus ambitieux. Il retrace un parcours animé par la volonté des fondateurs de mettre en ordre l'activité qui a quitté New York pour l'Europe pour la consolider en marché autour d'une association faisant office de bourse. Avant cependant d'aborder la fondation de l'AIBD en tant que telle, Ross souligne le caractère informel des premières réunions préalables à la constitution de l'association :

> « Les origines de l'association pourraient cependant remonter encore plus loin, jusqu'en mai 1967, lorsqu'une demi-douzaine d'entre nous s'est rencontrée pour la première fois dans les bureaux de Weeden & Company avec l'intention de créer une association informelle rassemblant cette poignée de *dealers* londoniens qui vendaient sur le nouveau marché des obligations au porteur libres d'impôt […]. En fait, ces toutes premières

> rencontres n'ont donné lieu qu'à quelques séances alcoolisées qui, si agréables soient-elles, n'ont rien produit de concret.» Stanley D. L. Ross [435]

Ce format de réunions serait inspiré du *Montreal Bond Club*, une association de membres du marché obligataire canadien qu'avait fréquenté Walter Imthurn, l'un des fondateurs de l'AIBD, avant de venir s'installer en Europe et de s'impliquer dans le marché des Eurobonds (O'Malley, 2015). Paradoxalement donc, si l'on en croit les récits des vétérans de l'association, l'objectif premier des réunions n'est pas tant de mettre en ordre le marché que de créer un esprit de camaraderie entre financiers et d'entretenir un réseau professionnel dans l'esprit des clubs de *gentlemen* répandus alors au sein de la City. Ceci explique que Stanley Ross qualifie les premières réunions d'informelles et que ces dernières n'ont rien produit de concret. Ce premier élément d'explication doit cependant être conjugué à un deuxième point : celui de la mise en récit des premiers moments de l'association. Si les vétérans de l'association, Ross en premier chef, s'attachent à donner une importance aux réunions informelles puis aux différentes anecdotes qui montrent que les vétérans de l'association ont su prendre du bon temps, ce n'est pas tant par souci de produire un récit historique que pour souligner en partie leur désintéressement. On observe donc la cohabitation dans les récits d'une perspective déterministe, où la création d'une association qui mette de l'ordre dans le marché est un besoin afin d'éviter l'effondrement de l'activité et d'une perspective plus désintéressée où l'investissement humain et financier des fondateurs n'est pas un dû mais un don.

Bien que tous soient mus par leur intérêt propre – ce dont ils ne se défendent pas – tous sont convaincus, ce faisant, de servir la communauté. Leur abnégation permet de cimenter l'AIBD et leurs récits de fonder une communauté liée par un âge d'or indépassable, la période située entre 1962 et 1968. Cette période a pour bornes basses les émissions qui sont considérées par ces derniers comme les premiers Eurobonds, autour des années 1962 et 1964, et pour borne haute la fondation de l'AIBD et les premières mesures prises en son sein pour mettre en ordre le marché qu'ils croient menacé par certaines pratiques, entre 1967 et 1969.

> « Je vous promets, qu'en effet, c'était un marché épineux. Ces problèmes, et bien d'autres encore, menaçaient d'étrangler l'industrie qui était alors, comme elle l'est encore des années plus tard, en pleine expansion. La nécessité de réforme était donc à la fois urgente et formidable.
>
> Pour les premiers membres du comité exécutif réellement impliqués, il s'agissait d'un coût énorme en termes de sacrifice personnel de temps et d'énergie, sans parler des dépenses très importantes engagées par leurs différentes entreprises […]. Une gratitude

[435] « Success and frustration at the AIBD – The Paris meeting », Stanley D. L. Ross (un des fondateurs de l'association et un acteur reconnu du marché dans les années 1960 et 1970), *Euromoney*, juillet 1977

> incommensurable est due par tous les acteurs du marché d'aujourd'hui pour le dévouement non seulement de ces premiers *traders*-devenus-administrateurs mais aussi pour la bonne volonté de leurs entreprises qui ont contribué librement et qui contribuent encore par de grosses sommes d'argent au financement des billets d'avion, des frais d'hôtels, ainsi qu'à celui du temps perdu par ceux qui sont sans doute leurs employés les plus importants. Mais cela n'équivaut, bien sûr, après tout qu'à de l'argent. On pourrait peut-être raisonnablement dire que les entreprises concernées ne faisaient rien de plus que protéger leurs investissements en permettant la survie du marché. Il serait ingrat de dire la même chose des membres originaux du conseil d'administration ; certes, ils avaient aussi des intérêts manifestes, mais il est clair que le sacrifice que certains ont fait allait par-delà l'appel du devoir. » [436]

La citation ci-dessus, issue du même article de Stanley Ross de 1977, permet de resituer l'effort qui aurait été fourni par les fondateurs de l'AIBD pour cadrer un marché qui est qualifié « d'épineux », voire « d'effroyable », si l'on en croit le souvenir qu'en garde Stanley Ross. Ce souvenir est très négatif puisque Ross n'hésite pas à insister sur le fait que le marché est au bord de l'effondrement et qu'une réforme des pratiques est une question de survie. Les fondateurs doivent, selon lui, faire face à une situation des plus urgentes et affronter des banquiers américains peu scrupuleux, que Ross n'hésite pas à qualifier plus loin de « bâtards », et qui plutôt que d'enregistrer comptablement les transactions réalisées sur le marché des Eurobonds et de faire le suivi des paiements à réaliser – ce que l'on appelle en banque le *clearing* ou la compensation des transactions – profitent de l'éloignement des acteurs du marché des Eurobonds pour engranger des bénéfices indus. C'est, d'après lui, l'abnégation des premiers administrateurs de l'AIBD pour créer un corpus de règles qui cadre le marché qui permet de sauver celui-ci. Cette implication des fondateurs de l'AIBD se fonde sur plusieurs registres : le premier est celui du sacrifice personnel pour la communauté face à un danger « urgent et formidable », le deuxième est celui de la contribution intéressée mais dont les effets méritent une reconnaissance « incommensurable », et le dernier est celui des « intérêts manifestes » où les firmes des fondateurs, pour sauvegarder leurs affaires, les déchargent de leur travail pour les détacher à la mise en ordre du marché.

En combinant ces trois registres et en employant le ton qui se veut être celui de la franchise, Stanley Ross désamorce les critiques qui pourraient être faites à l'association d'avoir été fondée pour protéger les intérêts des premiers acteurs du marché. En effet, ceux-ci sont décrits comme ayant pour intérêt de sauvegarder le marché des Eurobonds au point de délaisser les affaires courantes pour investir des

[436] "Success and Frustration at the AIBD – The Paris Meeting", Stanley D.L. Ross, *Euromoney*, juillet 1977, p.29.

ressources considérables dans le futur du marché sans être assurés d'un retour rapide sur investissements. On quitte paradoxalement ici l'idée d'une main invisible, comme celle qui est mobilisée plus haut par Eugène Rotberg, puisque les acteurs impliqués dans la citation de Ross font un calcul basé sur une rationalité limitée, puisqu'ils ne disposent pas de toutes les informations qui leur permettraient de prendre la décision la plus éclairée possible, et teintée d'abnégation. C'est cette abnégation, qui dépasse le registre de l'économique, qui doit, selon Ross, forcer le respect et mériter une reconnaissance « incommensurable ».

En définitive, les Euromarchés ne seraient pas seulement mus par une main invisible mais nécessiteraient l'intervention d'un organisme d'autorégulation. La mobilisation d'une main invisible dans les discours n'est d'ailleurs pas forcément incompatible avec la mobilisation concomitante d'un discours prônant l'autorégulation. Cela tient à la mise en place d'une logique discursive où les instances autorégulatrices comme l'AIBD ont une responsabilité à taille variable lorsqu'il s'agit de faire face à la critique de leur action ou de leur inaction. Lorsqu'il s'agit des succès, l'AIBD et ses successeurs, peuvent se targuer d'une influence élargie – qui va jusqu'à la facilitation du financement de l'économie mondiale et du développement - ; en temps de crise, cependant, l'AIBD ou encore ICMA ont pour vocation principale de faciliter les relations au sein de la profession définie de manière restreinte autour des Eurobonds.

Conclusion

Alors que les précédents chapitres de la thèse se sont penchés sur la genèse de la régulation publique des Euromarchés, celui-ci a décrit l'émergence d'un projet privé de régulation - celui de l'*Association of International Bond Dealers* - dans un contexte où la libéralisation des marchés financiers s'accompagne d'une emprise régulatoire croissante provenant d'acteurs publics mais aussi privés.

Après avoir vu que le début des années 1970 marque un tournant en termes de publicité et de controverses autour des Euromarchés, nous avons montré que l'AIBD se saisit d'une « fenêtre d'opportunité » (Kingdon, 1984) qui est laissée ouverte par les autorités publiques pour investir, notamment, la régulation du segment des Eurobonds.

Forte de cette situation, l'AIBD a principalement visé à accroître le « territoire » (Abbott, 1988) du « segment professionnel » (Strauss and Baszanger, 2017) des *dealers* d'Eurobonds ; d'abord sur les marchés secondaires et primaires d'obligations internationales puis, sans succès, sur les marchés d'actions internationales, les *Euro-equities*.

Notre étude s'est attachée à montrer les tensions qui existent au sein de l'association afin d'expliquer pourquoi les *dealers* de l'AIBD, alors qu'ils disposent d'une « fenêtre d'opportunité » (Kingdon, 1984) que les autorités publiques pourraient refermer, contestent les projets phares de l'association pour réguler leur segment professionnel. Si les conflits au sein des *trade associations* sont monnaie courante puisque une des fonctions premières de ces dernières est de fournir des modes de résolution de conflits (Bernstein, 1992; Carnevali, 2004; Lanzalaco, 2008; Lemercier, 2009), le cas de l'AIBD interpelle cependant par la récurrence des conflits en son sein, notamment lors de ses premières années d'existence.

L'une des raisons de cette conflictualité récurrente des premières années de l'association est liée à l'hétérogénéité des membres qui la composent et à la structure particulière de l'association. Fondée tout d'abord à partir de l'échelle transnationale, l'AIBD fait fi, lors de ses premières années, des différences géographiques entre ses membres. Ce n'est qu'en 1973 et 1974 que sont crées des entités régionales qui tiennent compte des intérêts spatialisés des membres de l'association. En outre, nous avons vu, que les *dealers* ne forment pas, aux débuts de l'association, un segment professionnel homogène. L'association rassemble en son sein des financiers issus de pays divers, ancrés dans des traditions distinctes et appartenant à des types d'organisations différents. L'AIBD s'efforce en conséquence de faire naître, à travers ses fêtes multitudinaires et ses programmes de formation, un sentiment d'appartenance à une communauté qui transcende les organisations et les frontières : celui de *dealer* en Eurobonds tout d'abord, en instruments internationaux par la suite.

Malgré l'émergence progressive d'une identité professionnelle commune qui fait naître un « segment professionnel » (Strauss and Baszanger, 2017) nouveau et international, les tensions autour de l'organisation des marchés d'Eurobonds fragilisent les entreprises régulatoires de l'association. En effet, la volonté des instances dirigeantes de l'association de transposer au marché d'Eurobonds une organisation calquée sur les bourses anglo-saxonnes, avec des *market makers* qui centralisent les transactions et assurent la liquidité du marché, rencontre l'opposition d'une partie de la base qui milite pour la mise en place d'un marché de gré à gré.

En outre, la distinction entre un marché primaire, où sont émis les Eurobonds, et un marché secondaire, est contestée par une partie de la base de l'association qui souhaite étendre son « territoire » (Abbott, 1988) professionnel en faisant fi de cette compartimentation du marché. Une partie des *dealers* de l'association considère en effet que tout échange d'instruments doit légitimement pouvoir lui être confié. Cela implique que les *dealers* veuillent pouvoir échanger des Eurobonds dès leur mise sur marché, voire, comme nous l'avons vu avec la controverse du *grey market*, avant que les conditions contractuelles ne soient toutes arrêtées.

A partir du moment où les *dealers* de l'AIBD se donnent pour métier d'échanger les instruments internationaux que sont les Eurobonds, ils n'hésitent pas à vouloir déborder les cadres originaux de l'association afin de pouvoir réguler et échanger des instruments internationaux comme les *Euro-equities* naissants. C'est en ce sens que le peut comprendre leur volonté de réformer l'AIBD quitte à la transformer en hypothétique International Securities Association. Ce projet de réforme de l'association et de baptême ne verra cependant le jour qu'en 1992, avec la refondation de l'association sous le nom de International Securities Market Association puis de sa fusion au sein de l'International Capital Market Association, qui regroupe aujourd'hui les acteurs du marché primaire et du marché secondaire.

CONCLUSION GENERALE

La thèse retrace la sociogenèse de la régulation des Euromarchés dans les années 1960 et 1970. Elle explique pourquoi des transactions financières dont le développement remet en cause la souveraineté monétaire des Etats sont instituées par l'action croisée d'acteurs privés et publics en tant que marché international. La thèse explicite les différentes modalités de régulation des Euromarchés en s'appuyant sur les acteurs et les moments clefs qui ont abouti aux partages régulatoires du marché et à sa qualification. Elle rend compte du travail de frontières mené par les principaux acteurs de la régulation des Euromarchés en identifiant trois temps forts dans la régulation du marché et des activités financières internationales. Elle montre que ces temps forts aboutissent à la redéfinition des frontières souveraines financières, à l'institutionnalisation des Euromarchés offshore ainsi qu'à la reconfiguration des relations régulatoires entre les acteurs publics et privés de la finance internationale.

Le premier temps fort, développé dans les deux premiers chapitres, est celui de la mise en place d'une politique de coordination et de supervision multilatérale par les banques centrales autour de la Banque des Règlements Internationaux à Bâle dans les années 1960. Il s'agit là de comprendre pourquoi les banques centrales se sont emparées d'une pratique financière singulière et l'ont rendue légitime en tant que marché non-régulé au niveau international. A travers leur coopération, les banques centrales instaurent une nouvelle modalité de gouvernement de la finance internationale par un travail de quantification et par la communication. Celles-ci cherchent à suivre les développements de la finance internationale depuis Bâle et à anticiper les mouvements de cette dernière pour pouvoir agir en cas de crise.

Les experts du comité produisent alors des savoirs sur le marché : ils en mesurent la taille, les taux d'intérêts, la répartition géographique des transactions et tâchent de comprendre les risques qui pèsent sur ce dernier. En mesurant ces différentes composantes, les banquiers réunis à la BRI acquièrent différentes convictions concernant les Euromarchés. La taille du marché justifie selon eux la non-réversibilité du phénomène, les taux d'intérêts convergents marquent l'interdépendance nouvelle des marchés financiers internationaux, la structure en chaîne des transactions – qualifiée à l'époque de « pyramidale » - soulève des questions sur la possibilité de réactions en chaîne. Les données comptables rassemblées sur les Euromarchés constituent de véritables « dispositifs agissants » (Eyraud, 2015) puisqu'elles mettent le monde financier en forme et influencent les acteurs du marché (banquiers centraux, banquiers, presse, notamment).

Ce faisant, les banques centrales fondent un nouveau rapport de force avec leurs concurrents institutionnels (le FMI, l'OCDE, leurs Trésors, entre autres) et les banques qu'elles supervisent. La thèse

montre que, loin d'être hors de portée de toute action étatique, les Euromarchés sont investis au niveau national et international par les banques centrales des principales places d'Eurodevises. L'intervention des banques centrales, à travers une communication non-contraignante et depuis une institution internationale, permet aux banquiers centraux de ménager les souverainetés nationales. Nous avons vu que cette approche de la régulation par la communication voit l'imbrication de deux échelles : une échelle domestique où chaque banque centrale communique au sein de sa propre place financière et une échelle internationale où l'action de communication est conjointe. Les Euromarchés, loin d'être dérégulés, sont profondément investis par les banques centrales.

Le deuxième temps fort de la régulation des Euromarchés intervient au moment où les Etats précisent les cadres territoriaux de leur comptabilité nationale. Le développement des transactions en Eurodevises sur le territoire français, à première vue, constitue un paradoxe au regard des théories qui proposent une genèse des Euromarchés s'appuyant sur la sphère économique privée alors que la France est décrite de la Libération jusqu'au début des années 1980 comme une économie interventionniste. Nous avons pourtant montré que l'*offshorisation* de la place de Paris est, pour partie, le fait des autorités monétaires françaises.

La thèse se penche sur le cas de la France qui met en place des années 1960 aux années 1970 un nouvel instrument comptable dont l'objectif est de discriminer les transactions financières qui ont lieu sur le territoire de celles qui se situeraient à l'international : il s'agit de la position globale de change. Cette politique de contrôle des mouvements de capitaux suppose alors de croiser deux types de comptabilités : d'une part, la comptabilité nationale, qu'utilise la Banque de France pour établir la balance des paiements et, d'autre part, la comptabilité bancaire et cambiste, qui sert de support aux transactions en devises et en francs avec l'étranger pour les intermédiaires agréés. En traduisant des éléments de la comptabilité nationale vers les catégories propres aux comptabilités bancaire et cambiste, la position globale de change contribue au renvoi de certaines transactions internationales hors du champ d'action de la régulation monétaire. Le cadre d'action économique échafaudé par cette politique distingue, par construction, certaines transactions financières qui relèvent de l'action étatique à cause de l'inscription territoriale et comptable qui en est faite, d'autres transactions qui en sont exclues.

Le troisième chapitre explique ainsi pourquoi certaines transactions sont exclues de la souveraineté française tandis que l'emprise sur d'autres transactions, qualifiées de domestiques, se trouve renforcée. La thèse montre que la position globale de change permet à la Banque de France de durcir les frontières financières françaises en distinguant ce qui relève directement du territoire financier français des transactions qui se situent hors des frontières comptables. La position globale de change est loin de représenter un dispositif comptable neutre. Les catégories et les concepts territoriaux, tout particulièrement les notions de résidence et de capitaux étrangers deviennent un attribut de qualification propre aux Euromarchés : l'*offshore*. Le concept de résidence, qui est aujourd'hui toujours invoqué

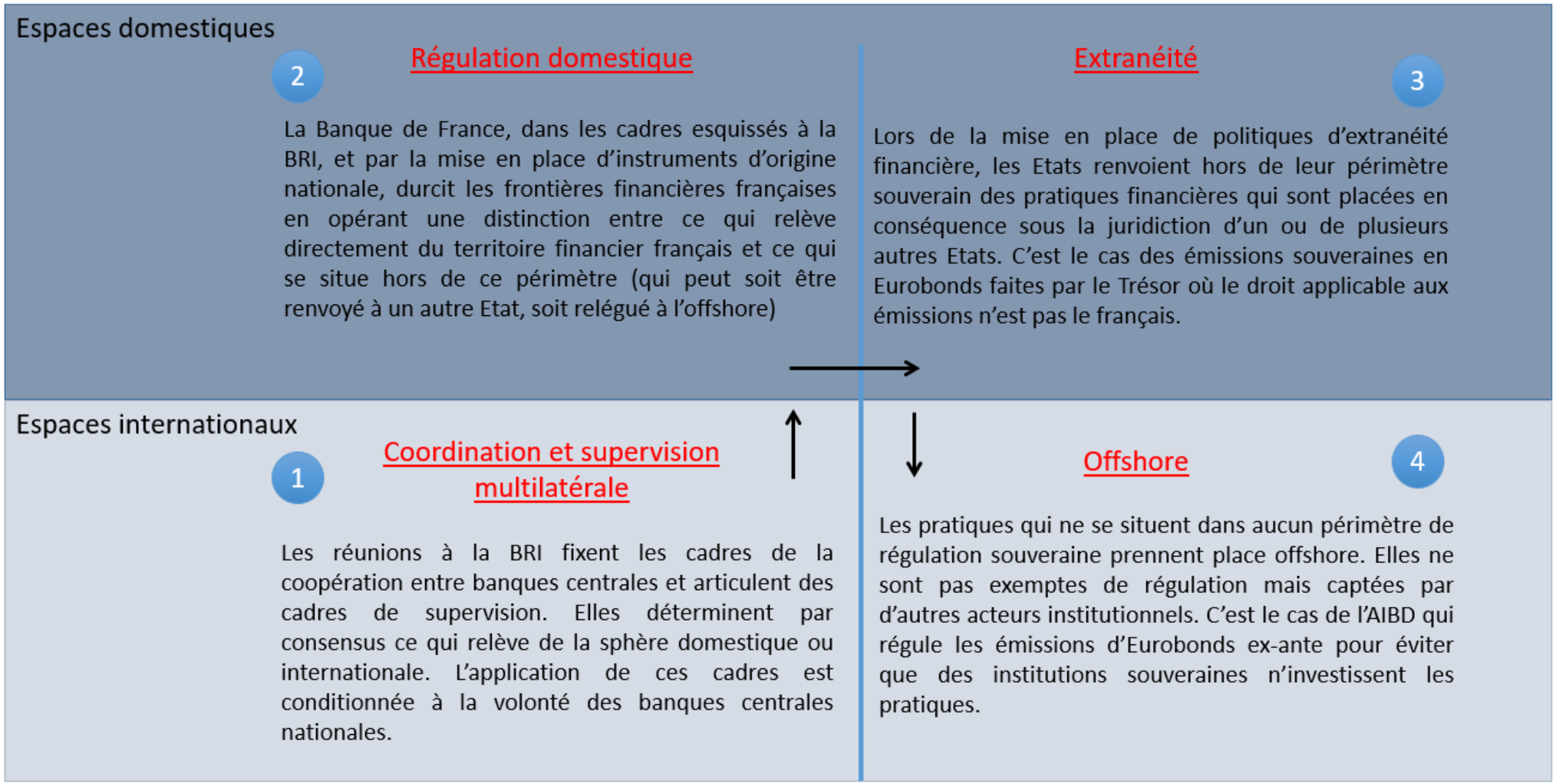
quand il s'agit de définir les marchés financiers *offshore*, provient du vocabulaire et du cadrage de la comptabilité nationale.

Le troisième temps fort de la régulation, développé dans le quatrième chapitre, retrace l'émergence d'un projet privé de régulation au cours des années 1970. L'Association of International Bond Dealers (AIBD), en tant qu'association internationale de professionnels des Euromarchés, nourrit le projet de s'imposer au sein de la profession bancaire comme une institution clef d'autorégulation des marchés internationaux.

La thèse montre que malgré un projet ambitieux de prise en main des transactions financières internationales par les financiers eux-mêmes, et une fenêtre de possibilité unique laissée par les autorités, l'association rencontre de nombreuses résistances de ses adhérents. Elle explicite pourquoi un projet régulatoire visant ouvertement à laisser la nouvelle finance internationale aux financiers a été si laborieux et si contesté par les banquiers eux-mêmes. Elle montre que l'autorégulation vise à protéger les banquiers internationaux d'eux-mêmes en dépit d'un contexte de concurrence exacerbée et d'accélération des échanges, ainsi qu'à tenir à distance les régulateurs publics des marchés financiers internationaux et à justifier l'existence de marchés financiers libres. L'AIBD, et son comité exécutif tout particulièrement, érigent finalement en priorité le fait d'investir au mieux, et le plus rapidement possible, les espaces financiers internationaux libres de régulation des années 1970.

La matrice suivante (figure 32), à partir des cas étudiés dans la thèse, résume les différentes étapes du processus de construction territoriale et d'offshorisation autour des Euromarchés.

Figure 32 : matrice résumant le processus d'offshorisation et de compartimentation territoriale à travers l'exemple de la France



Une première contribution de la thèse est de montrer que le développement des Euromarchés est le résultat d'un processus incertain. Alors que dans certains travaux d'économie politique (Schenk, 1998) l'innovation fait marché, nous montrons que la mise en marché et le développement des dépôts en devises est le fruit du travail d'entrepreneurs publics et privés. Ces derniers les singularisent d'autres transactions financières en leur attribuant une qualité nouvelle : le renvoi à la sphère internationale.

En outre, à l'origine, les biens pouvant être échangés sur les Euromarchés sont l'objet de dissensions. Si la qualité internationale des dépôts en devises est rapidement reconnue des banquiers centraux – ces derniers placent même leurs fonds sur le marché - celle des Eurobonds ne l'est pas initialement. Le travail d'acteurs privés tels que l'AIBD est essentiel à la reconnaissance de ce caractère. Même au cœur de l'Etat français, les autorités monétaires ne sont pas toujours d'accord à ce sujet. A titre d'exemple, la Banque de France n'exerce aucun contrôle sur les émissions françaises officielles d'Eurobonds que promeut le Trésor pour financer la dette et les entreprises publiques, signe que les intérêts entre les banques centrales et les Trésors ne sont pas toujours alignés

Une deuxième contribution est de montrer la relation d'interdépendance entre l'Etat et la finance *offshore.* Les Euromarchés ne se sont pas construits aux marges de l'Etat. Les autorités monétaires ont construit les frontières qui ont donné son caractère *offshore* au marché. Tandis que Ronen Palan (2006) suggère que l'*offshore* est souvent le fait de politiques non-intentionnelles, de *loopholes*, nous montrons ici que les autorités monétaires ont participé activement à l'*offshorisation* du marché et à sa légitimation. Afin de s'inscrire dans le mouvement d'internationalisation des économies capitalistes, et pour moderniser l'économie française, la Banque de France et le Trésor français s'emparent, respectivement, de la question des Eurodevises et des Eurobonds.

La thèse précise les modalités de ce travail d'*offshorisation* des marchés de la dette réalisé par des acteurs publics ; facettes restées inexplorées dans la littérature sur le sujet. Quatre modalités de ce travail sont identifiées. La première vient d'une réforme de la comptabilité nationale et de ses catégories internes. L'introduction de la catégorie de résidence au sein de la comptabilité bancaire et cambiste a pour effet de discriminer les transactions domestiques des transactions internationales. Cela a pour conséquence d'exclure ces dernières de la souveraineté française. La deuxième modalité renvoie au travail relationnel que mènent les banquiers centraux avec les acteurs privés du marché. Nous avons montré la diversité de leurs formes de sociabilité (dîners, correspondances amicales, conférences, notamment) qui participent à la constitution d'une communauté financière. Des circulations entre acteurs publics et privés sont communes et il arrive que des banquiers centraux deviennent de fervents défenseurs des Euromarchés une fois passés dans le privé (comme Julien Koszul dont nous avons évoqué la trajectoire dans le chapitre 2). La troisième modalité concerne la production et la circulation de savoirs sur les Euromarchés par des acteurs publics. En documentant le marché, en quantifiant les transactions, les banques centrales donnent à voir les Euromarchés et, ce faisant, les légitiment.

Si les Etats participent à la reconfiguration et au fonctionnement des Euromarchés, ces derniers, en retour, apportent des ressources aux Etats et acteurs publics. Les Euromarchés permettent aux Etats de

se financer à l'extérieur de leurs frontières. Ce recours au marché financier international se fait au prix du renoncement à certains aspects de la souveraineté. Dans le cas français, par exemple, les Eurobonds émis par l'Etat, et garantis par la République, pour le compte d'entreprises publiques sont exonérés d'impôts[437] et sont cotés à l'étranger. Le développement des Euromarchés favorise, en outre, certaines institutions au sein de l'Etat ; c'est le cas des banques centrales dont l'expertise s'internationalise et dont le domaine d'intervention s'étend depuis la BRI. Parce que la coordination des politiques de communication au niveau international est plus aisée que la mise en place d'un cadre régulatoire harmonisé, les banques centrales gagnent sur deux tableaux. Elles s'accordent plus de liberté d'action au niveau domestique et ne s'exposent pas à l'intervention invasive des autres autorités monétaires telles que les Trésors. Les Euromarchés sont constitués progressivement en pré-carré des banques représentées à la BRI ainsi qu'en symboles de la finance internationale d'une nouvelle ère.

[437] Au titre de l'article 131-1ter du Code Général des Impôts.

BIBLIOGRAPHIE

Abbott, A.D., 1988. The system of professions: an essay on the division of expert labor, University of Chicago Press. ed. Chicago.

Abdelal, R., 2009. Capital rules: the construction of global finance. Harvard Univ. Press, Cambridge, Mass.

Abdelal, R., 2005. Le consensus de Paris : la France et les règles de la finance mondiale. Critique internationale 28, 87.

Achard, P., Andrieu, C., Asselain, J.-C., Baruch, M.-O., Bassères, J., Blancheton, B., Bonin, H., Bossuat, G., Boudon, J.-O., Bussière, É., Cahart, P., Charle, C., Chatriot, A., Dard, O., Descamps, F., Oliveira, M. de, Effosse, S., Éveno, P., Feiertag, O., Hodeir, C., Joly, H., Jumeau, C., Kessler, M.-C., Kott, S., Lepetit, M.-C., Masquelier, P., Prada, M., Quennouëlle-Corre, L., Ribeill, G., Rouban, L., Saul, S., Savoye, A., Schweitzer, S., Tellier, T., Touchelay, B., Tristram, F., Vadelorge, L., Cardoni, F., Carré de Malberg, N., Margairaz, M., France, Ministère du commerce extérieur, France, Ministère du redressement productif (2012-....), 2014. Dictionnaire historique des inspecteurs des finances, 1801-2009: dictionnaire thématique et biographique.

Alstadsaeter, A., Johannesen, N., Zucman, G., 2017. Who Owns the Wealth in Tax havens ? Macro Evidence and Implications for Global Inequality. NBER Working Paper Series.

Altamura, C.E., 2017. European banks and the rise of international finance: the post-Bretton Woods era, Routledge explorations in economic history. Routledge, London New York.

Altamura, C.E., 2013. La banque dans la tourmente : les banques françaises, la Banque de France et le marché de l'euro-dollar. Histoire@Politique 19, 101.

Baker, M., Collins, M., 2005. London as an International Banking Centre, 1950-1980, in: Cassis, Y., Bussière, E. (Eds.), London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century. Oxford.

Banks, E., 1999. The rise and fall of the merchant banks. K. Page, London.

Bartley, T., 2011. Transnational governance as the layering of rules: Intersections of public and private standards. Theoretical inquiries in law 12, 517–542.

Battilossi, S., 2000. Financial innovation and the golden ages of international banking: 1890–1931 and 1958–81. Financial History Review 7, 141–175.

Battilossi, S. [battilos, 2009. The Eurodollar revolution in financial technology. Deregulation, innovation and structural change in Western banking in the 1960s-70s. Working Papers in Economic History - Universidad Carlos III de Madrid.

Beckert, J., 2009. The social order of markets. Theory and Society 38, 245–269.

Bergeron, H., Castel, P., Nouguez, É., 2013. Éléments pour une sociologie de l'entrepreneur-frontière: Genèse et diffusion d'un programme de prévention de l'obésité. Revue française de sociologie 54, 263.

Bernstein, L., 1992. Opting out of the legal system: Extralegal contractual relations in the diamond industry. The Journal of Legal Studies 21, 115–157.

Binder, A., 2019. The politics of the invisible: Offshore finance and state power - A country-level comparison. Cambridge, Cambridge.

Boltanski, L., 1982. Les cadres: la formation d'un groupe social, Le Sens commun. Editions de Minuit, Paris.

Boltanski, L., Chiapello, È., 2011. Le nouvel esprit du capitalisme, TEL. Gallimard, Paris.

Bolton, G., 1966. The International Money Market (1958-1966) - Report of a two day conference held in London in November 1966. Federal Trust for Education and Research, Londres.

Bonin, H., 2014. Europeanised French bankers? (From the 1830s to the 1970s). Business History 56, 1312–1334.

Bordo, M., Monnet, E., Naef, A., 2017. The Gold Pool (1961-1968) and the Fall of the Bretton Woods System. Lessons for Central Bank Cooperation. (No. w24016). National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Brian, É., 2002. Transactions statistiques au XIXe siècle [Mouvements internationaux de capitaux symboliques]: Mouvements internationaux de capitaux symboliques. Actes de la recherche en sciences sociales 145, 34–46.

Burn, G., 1999. The state, the City and the Euromarkets. Review of International Political Economy 6, 225–261.

Bussière, E., 2005. French Banks and the Eurobonds Issue Market during the 1960s, in: Cassis, Y., Bussière, E. (Eds.), London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century. Oxford University Press, pp. 265–281.

Bussière, E., 2003. La stratégie européenne du Crédit lyonnais de l'après-guerre à Europartenaires (des années 1950 aux années 1970, in: Le Crédit Lyonnais (1863-1986), Publications d'histoire Économique et Sociale Internationale. Bernard Desjardins et al, pp. 679–701.

Bussière, É., 2003. L'intégration économique de l'Europe au XXe siècle : processus et acteurs. Entreprises et histoire 33, 12.

Callon, M. (Ed.), 1998. The laws of the markets, Sociological review monograph series. Blackwell Publishers/Sociological Review, Oxford ; Malden, MA.

Callon, M., 1986. Eléments pour une sociologie de la traduction : La domestication des coquilles Saint-Jacques et des marins-pêcheurs dans la baie de Saint-Brieuc. L'Année sociologique Troisième série, Vol. 36, 169–208.

Callon, M., Muniesa, F., 2003. Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul. Réseaux 21, 189–233.

Callon, M., Rabeharisoa, V., Meadel, C., 2002. The economy of qualities. Economy and Society 31.

Camp, A., 1964. Comptabilité nationale et comptabilité privée. Revue économique 15, 378–393.

Carnevali, F., 2004. 'Crooks, thieves, and receivers': transaction costs in nineteenth-century industrial Birmingham1. The Economic History Review 57, 533–550.

Champy, F., 2012. La sociologie des professions. PUF, Paris.

Chavagneux, C., Palan, R.P., 2012. Les paradis fiscaux. La Découverte, Paris.

Chiapello, E., 2005. Les normes comptables comme institution du capitalisme. Une analyse du passage aux normes IFRS en Europe à partir de 2005. Sociologie du Travail 47, 362–382.

Clunan, A.L., Trinkunas, H.A. (Eds.), 2010. Ungoverned spaces: alternatives to state authority in an era of softened sovereignty. Stanford Security Studies, Stanford, Calif.

Cochoy, F., 2014. Sociologie du packaging: ou l'âne de Buridan face au marché, Presses Universitaires de France. ed. Paris.

Cooper, A.F., 2011. Internet gambling offshore: Caribbean struggles over casino capitalism. Palgrave Macmillan, New York.

de Roover, R., 1946. The Medici Bank Financial and Commercial Operations. The Journal of Economic History 6, 153–172.

Delange, G., 1969. Les mecanismes financiers et la comptabilite nationale. Revue économique 20, 401.

Demazière, D., Gadea, C., Arborio, A.-M. (Eds.), 2009. Sociologie des groupes professionnels: acquis récents et nouveaux défis, Recherches. Découverte, Paris.

Denizet, J., 1955. Opérations financières et comptabilité économique. Revue économique 6, 406–426.

Derains, Y., Schwartz, E.A., 2005. A guide to the ICC rules of arbitration, 2. ed. ed. Kluwer Law Internat, The Hague.

Desjardins, B. (Ed.), 2003. Le Crédit lyonnais, 1863-1986: études historiques. Droz, Genève.

Desrosières, A., Wolff, L., 2009. Entretien avec Alain Desrosières et Loup Wolff. Courrier des statistiques.

Didier, E., 2009. En quoi consiste l'Amérique? les statistiques, le New Deal et la démocratie, Textes à l'appui. Série "Anthropologie des sciences et des techniques." Découverte, Paris.

Dormael, A. van, 1997. The power of money. New York University Press, Washington, Square, N.Y.

Drach, A., 2016. Liberté surveillée, Supervision bancaire et globalisation financière au Comité de Bâle, 1974-1988. European University Institute, Florence.

Dumoulin, M., Dutrieue, A.-M., 1993. La Ligue Européenne de Coopération Économique (1946 - 1981): un groupe d'étude et de pression dans la construction européenne, Euroclio Études et documents. Lang, Berne.

Eco, U., 1985. Lector in fabula: ou la coopération interprétative dans les textes narratifs, Figures. Grasset, Paris.

Eichengreen, B., 2011. Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system. Oxford University Press, Oxford; New York, NY.

Eichengreen, B., 2008. Globalizing capital: a history of the international monetary system, 2nd ed. ed. Princeton University Press, Princeton.

Eichengreen, B., 2004. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. Economie internationale 100, 39–50.

Einzig, P., 1961. Statics and Dynamics of the Euro-Dollar Market. The Economic Journal 71, 592.

Einzig, P. 1897-, 1971. Le système des euro-dollars / Paul Einzig ; traduit de l'anglais par Marie et Dominique Waquet.

Einzig, P. (1897-1973), 1964. The Euro-dollar system : practice and theory of international interest rates / Paul Einzig, Macmillan. ed. London.

Eyraud, C., 2015. Réflexions pour une sociologie de la quantification statistique et comptable. Entreprises et histoire 79, 74.

Feiertag, O., Margairaz, M. (Eds.), 2016. Les banques centrales et l'État-nation, Mission historique de la Banque de France. Sciences Po Les Presses, Paris.

Fourcade, M., 2006. The Construction of a Global Profession: The Transnationalization of Economics. American Journal of Sociology 112, 145–194.

François, P., 2008. Sociologie des marchés, Collection U Sociologie. Colin, Paris.

Frieden, J.A., 1987. Banking on the world: the politics of American international finance, 1st ed. ed. Harper & Row, New York.

From practice to profession : A History of the Financial Analyst Federation and the Investment Profession, 1997. . AIMR, Charlottes, Virginie.

Garcia-Bernardo, J., Fichtner, J., Takes, F.W., Heemskerk, E.M., 2017. Uncovering Offshore Financial Centers: Conduits and Sinks in the Global Corporate Ownership Network. Sci Rep 7, 6246.

Gélain, J.-M., 1986. La comptabilite bancaire. Revue Banque Editeur, Paris.

Goodhart, C.A.E., 2011. The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997. Cambridge University Press, Cambridge, UK ; New York.

Green, J., 2016. Anglo-American development, the Euromarkets, and the deeper origins of neoliberal deregulation. Review of International Studies 42, 425–449.

Hassenteufel, P., 1997. Les médecins face à l'Etat: une comparaison européenne. Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, Paris.

Hautcœur, P.-C., 2008. Produire des statistiques : pour quoi faire ? Histoire & mesure XXIII, 85–136.

Helleiner, E., 1996. States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s. Cornell University Press.

Kane, D.R., 1983. The Eurodollar market and the years of crisis. St. Martin's Press, New York.

Kim, S.W., 2019. "Has the Euro-Dollar a future?" – The Production of Knowledge, Contestation and Authority in the Eurodollar Market, 1959~1964, in: Money and Markets: Essays in Honour of Martin Daunton. Boydell and Brewer.

Kim, S.W., 2018. The European Unit of Account and the Formation of a European Capital Market Without a Single Currency, 1956 ~ 1967. Presented at the WEHC 2018, Boston.

Kingdon, J.W., 1984. Agendas, alternatives, and public policies. Little, Brown, Boston.

Kynaston, D., 2002. The city of London. A club no more, 1945 - 2000, Pimlico ed. ed, Pimlico. Pimlico, London.

Lanzalaco, L., 2008. Business Interest Associations, in: The Oxford Handbook of Business History.

Lattre (de), A., 1971. Le point de vue de la France, in: Prochnow, H.V. (Ed.), L'Eurodollar. Calmann-Lévy.

Le Galès, P., Scott, A.J., 2008. Une révolution bureaucratique britannique ?: Autonomie sans contrôle ou « freer markets, more rules ». Revue française de sociologie 49, 301.

Le Port, H., 1977. L'élaboration du tableau des opérations financières dans le système élargi de comptabilité nationale. Statistiques et études financières 31, 8–21.

Lebaron, F., Dogan, A., 2020. Central Bankers as a Sociological Object: Stakes, Problems and Possible Solutions, in: Denord, F., Palme, M., Réau, B. (Eds.), Researching Elites and Power. Springer International Publishing, Cham, pp. 95–111.

Lemercier, C., 2009. Looking for "Industrial Confraternity" Small-Scale Industries and Institutions in Nineteenth-Century Paris. Enterprise and Society 10, 304–334.

Lemoine, B., 2016. L'ordre de la dette: les infortunes de l'État et la prospérité du marché. La Découverte, Paris.

Marcot, F. (Ed.), 2006. Dictionnaire historique de la Résistance: Résistance intérieure et France libre, Bouquins. Laffont, Paris.

Merckaert, J., 2013. Paradis fiscaux : l'industrie du secret. Projet 334, 82.

Mespoulet, M., 2008. Construire le socialisme par les chiffres: enquêtes et renseignements en URSS de 1917 à 1991, Classiques de l'économie et de la population. Institut national d'études démographiques, Paris.

Miller, P., 1998. The margins of accounting. European Accounting Review 7, 605–621.

Monnet, E., 2018. Controlling credit: central banking and the planned economy in postwar France, 1948-1973.

Mourlon-Druol, E., 2016. Banking Union in Historical Perspective: The Initiative of the European Commission in the 1960s-1970s: Banking Union in Historical Perspective. JCMS: Journal of Common Market Studies 54, 913–927.

Mourlon-Druol, E., 2015. 'Trust is good, control is better': The 1974 Herstatt Bank Crisis and its Implications for International Regulatory Reform. Business History 57, 311–334.

Nora, P. (Ed.), 1984. Les Lieux de mémoire, Bibliothèque illustrée des histoires. Gallimard, Paris.

Norman, P., 2007. Plumbers and visionaries: securities settlement and Europe's financial market. John Wiley & Sons, Chichester, England; Hoboken, NJ.

O'Malley, C., 2015. Bonds without borders: a history of the Eurobond market. Wiley, Chichester, West Sussex, United Kingdom.

Palan, R., 2006. The offshore world: sovereign markets, virtual places, and nomad millionaires. Cornell University Press, Ithaca [N.Y.].

Palan, R., 1999. Offshore and the Structural Enablement of Sovereignty, in: Abbott, J., Hampton, M. (Eds.), Offshore Finance Centres and Tax Havens : The Rise of Global Capital. Macmillan, pp. 43–79.

Palan, R., 1998. Trying to have your cake and eating it: How and why the state system has created offshore. International Studies Quarterly 42, 625–643.

Palan, R., Murphy, R., Chavagneux, C., 2013. Tax Havens How Globalization Really Works. Cornell University Press, Ithaca.

Paquin, S., 2013. Théories de l'économie politique internationale: cultures scientifiques et hégémonie américaine, Références Économie politique. Science Po, Paris.

Paradeise, C., 1988. Les professions comme marchés du travail fermés. Sociologie et sociétés 20, 9.

Perrot, E., 2016. Les paradis fiscaux à l'ombre de la morale. Etudes 6, 29–40.

Picciotto, S., 1999. Offshore: the state as legal fiction, in: Abbott, J., Hampton, M. (Eds.), Offshore Finance Centres and Tax Havens : The Rise of Global Capital. Macmillan, pp. 43–79.

Podolski, T.M., 1986. Financial innovation and the money supply. Basil Blackwell, Oxford, OX, UK ; New York, NY, USA.

Quattrone, P., 2009. Books to be practiced: Memory, the power of the visual, and the success of accounting. Accounting, Organizations and Society 34, 85–118.

Quennouëlle-Corre, L., 2005. The state, banks and financing of investments in France from World War II to the 1970s. Financial History Review 12.

Ravenhill, J., 2017. Global political economy, Fifth edition. ed. Oxford University Press, Oxford, United Kingdom.

Roberts, S., 1994. Fictitious capital, fictitious spaces: the geography of offshore financial flows, in: Money, Power and Space. S Corbridge, NJ Thrift, RL Martin, p. 452.

Robson, K., 1992. Accounting numbers as “inscription”: Action at a distance and the development of accounting. Accounting, Organizations and Society 17, 685–708.

Rosental, P.-A., 2003. L’intelligence démographique: sciences et politiques des populations en France, 1930-1960, Histoire. Jacob, Paris.

Ruggie, J.G., 1982. International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order. International Organization 36, 379.

Ruiz, É., 2015. Quantifier une abstraction ? Genèses n° 99, 131–148.

Schenk, C.R., 2014. Summer in the City: Banking Failures of 1974 and the Development of International Banking Supervision. The English Historical Review 129, 1129–1156.

Schenk, C.R., 1998. The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955–1963. Explorations in Economic History 35, 221–238.

Schneiberg, M., Bartley, T., 2008. Organizations, Regulation, and Economic Behavior: Regulatory Dynamics and Forms from the Nineteenth to Twenty-First Century. Annual Review of Law and Social Science 4, 31–61.

Schor, P., 2009. Compter et classer: histoire des recensements américains, En temps & lieux. Éditions de l’École des hautes études en sciences sociales, Paris.

Stanziani, A., 2005. Histoire de la qualité alimentaire: XIXe-XXe siècle, Collection Liber. Seuil, Paris.

Strange, S., 1996. Casino Capitalism. Manchester University Press.

Strange, S., Delamare, P., Badie, B., 2011. Le retrait de l’État la dispersion du pouvoir dans l’économie mondiale. Temps présent, Paris.

Strauss, A.L., Baszanger, I., 2017. La trame de la négociation: sociologie qualitative et interactionnisme. L’Harmattan, Paris.

Toniolo, G., 2007. Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930-1973, Studies in Macroeconomic History. Cambridge University Press.

Torslov, T., Wier, L., Zucman, G., 2018. The Missing Profits of Nations. NBER Working Paper Series.

Tournay, V., 2011. Sociologie des institutions, 1re ed. ed, Que sais-je? PUF, Paris.

Ugolini, S., 2017. The evolution of central banking: theory and history, Palgrave studies in economic history. Palgrave Macmillan, London.

Vanoli, A., 2002. Une histoire de la comptabilité nationale, Manuels Repères. Découverte, Paris.

Vetel, B., 2013. Déviance en ligne Enquête sur les serveurs illégaux de jeux vidéo. Terrains & travaux 1, 115–134.

Vogel, S.K., 1996. Freer markets, more rules: regulatory reform in advanced industrial countries, Cornell studies in political economy. Cornell University Press, Ithaca, N.Y.

Yago, K., 2012. The financial history of the Bank for International Settlements, Routledge studies in the modern world economy. Routledge, London ; New York.

Zucman, G., 2013. La richesse cachée des nations: enquête sur les paradis fiscaux, La République des idées. Seuil : La République des idées, Paris.

RÉSUMÉ

La thèse esquisse une sociogenèse de la régulation des Euromarchés dans les années 1960 et 1970. Elle cherche à expliquer pourquoi des transactions financières dont le développement remet en cause la souveraineté monétaire des Etats sont instituées en tant que marché international.

Les Euromarchés sont un marché international de crédit en devises étrangères qui se constitue des années 1960 aux années 1980 et qui incarne pour les acteurs de l'époque l'internationalisation de la finance et l'émergence d'un nouvel ordre financier mondial. La thèse cherche à expliciter les différentes modalités de régulation des Euromarchés en s'appuyant sur les acteurs et les moments clefs qui ont abouti aux partages régulatoires du marché et à sa qualification. Elle couvre une vingtaine d'années et explicite le travail de frontières mené par les principaux acteurs de la régulation des Euromarchés en identifiant trois temps forts dans la régulation du marché et des activités financières internationales. Elle montre que ces temps forts aboutissent à la redéfinition des frontières souveraines financières, à l'institutionnalisation des Euromarchés offshore ainsi qu'à la reconfiguration des relations régulatoires entre les acteurs publics et privés de la finance internationale.

MOTS CLÉS

Euromarchés, marchés financiers, régulation, banques centrales, comptabilité

ABSTRACT

The thesis outlines a sociogenesis of the regulation of Euromarkets in the 1960s and 1970s. It seeks to explain why financial transactions whose development calls into question the monetary sovereignty of States are instituted as an international market.

The Euromarkets are an international market for credit in foreign currencies which embodied the internationalization of finance and the emergence of a new financial order. The thesis seeks to highlight the different modalities of regulation of the market by identifying the key players and moments that led to its qualification as a market. It covers about twenty years and identifies three highlights:

1) the redefinition of sovereign financial borders,
2) the institutionalization of the Euromarkets offshore,
3) the reconfiguration of regulatory relations between public and private actors in international finance

KEYWORDS

Euromarkets, financial markets, regulation, central banking, accounting