

L'espace bancaire et financier européen

Marianne Bliman*,

Catherine Bruno et Jacques Le Cacheux,

Département des études de l'OFCE

En Europe, comme dans l'ensemble des économies développées, la sphère financière a connu, au cours des années quatre-vingt, un développement et des mutations sans précédent. Bien que d'ampleur inégale selon les pays, les phénomènes — pour la plupart mondiaux — de déréglementation, d'internationalisation et d'innovations financières ont engendré, dans des structures financières naguère très disparates et marquées par des spécificités nationales fortes, des tendances communes, notamment au renforcement de la concurrence, mais aussi à la concentration, à la diversification, à la marchandisation et l'ouverture internationale. Dans ce nouvel environnement, les comportements et les performances des intermédiaires ont profondément changé.

S'appuyant sur l'étude des structures de bilan des banques et des agents non financiers, du volume des principaux marchés boursiers et d'un certain nombre d'indicateurs des structures et des performances des banques dans cinq pays de la Communauté européenne (Allemagne, France, Italie, Luxembourg et Royaume-Uni) — comparés, le cas échéant, aux données américaines et japonaises —, cet article identifie les principales spécificités nationales et les tendances communes qui caractérisent l'espace bancaire et financier européen en cours de réalisation.

De concert avec ces mutations, la nature et la gestion par les établissements des différents types de risques ont évolué, souvent vers des solutions de marché permettant une meilleure couverture. Mais, du fait des interdépendances financières croissantes entre établissements, agents non financiers et marchés, les risques systémiques se sont probablement renforcés.

Face à ces évolutions, les réglementations nationales ont eu tendance à se rapprocher, notamment en matière prudentielle, et une véritable réglementation européenne s'est progressivement élaborée. Pourtant, dans un contexte d'intégration financière sans cesse plus poussée et dans la perspective d'unification monétaire, les signes de fragilité des institutions financières et des marchés, et d'instabilité systémique qui se sont récemment multipliés dans plusieurs pays incitent à réfléchir à de nouvelles avancées, institutionnelles notamment, dans le domaine de la prévention et du traitement des crises éventuelles.

* Au moment de la rédaction de cet article, Marianne Bliman était stagiaire au Département des études de l'OFCE.

La vague de déréglementation des systèmes bancaires et financiers qui a affecté, plus ou moins profondément, toutes les économies occidentales était fondée sur la conviction qu'un allègement des contraintes pesant sur les opérations, les institutions financières et les marchés d'actifs favoriserait l'innovation et serait porteuse d'efficience. On en attendait notamment une amélioration du volume et de l'allocation de l'épargne mondiale, et l'apparition de synergies positives entre un secteur financier plus concurrentiel, donc plus dynamique et plus efficace, et le secteur réel.

Jugées à l'aune de ces espérances, les évolutions observées au cours de la dernière décennie ont été singulièrement décevantes : certes, la rémunération de l'épargne s'est vivement redressée au début des années quatre-vingt et s'est, depuis lors, maintenue partout à des niveaux très élevés ; mais l'accroissement attendu ne s'est pas manifesté, bien au contraire, et l'investissement a, en moyenne, enregistré des performances médiocres. L'allocation de l'épargne s'est effectivement modifiée en profondeur, bouleversant la structure des portefeuilles des différentes catégories d'agents bancaires, financiers et non financiers ; et la carte mondiale des capacités et besoins de financement a changé du tout au tout en moins d'une décennie. Mais il est difficile d'en conclure que les circuits de financement y ont beaucoup gagné en efficacité globale.

Plus récemment, des signes récurrents d'instabilité se sont manifestés dans plusieurs systèmes bancaires et financiers nationaux, rappelant opportunément que bon nombre des réglementations en vigueur jusqu'à la fin des années soixante-dix avaient été instituées en réponse aux grandes crises bancaires qu'avaient connues les pays développés, et singulièrement les Etats-Unis, dans les années trente, à la suite du krach boursier de 1929. L'heure est donc à une certaine « reréglementation » destinée, une fois encore, à prévenir les risques de crise dont est porteuse l'instabilité actuelle. Mais l'extraordinaire développement des systèmes financiers, leur globalisation et leur internationalisation croissante, les relations de plus en plus étroites et complexes qui les unissent aux agents non financiers, obligent à repenser complètement les contrôles et les tutelles nécessaires, la nature et les compétences des autorités, les instruments appropriés aux nouveaux risques, etc. Cette réflexion est d'autant plus pertinente et urgente que l'espace financier européen est en voie d'achèvement et que la perspective de l'unification monétaire rend inéluctable la définition d'un nouveau partage des rôles en Europe.

Déréglementation et rationalisation des systèmes bancaires et financiers

Les pays européens ont, à l'instar des Etats-Unis et du Japon, connu une profonde mutation de leur système financier depuis le début des années quatre-vingt. Un mouvement de déréglementation, d'ampleur inégale selon les pays, s'est en effet développé, amorcé par les autorités publiques — en France et en Italie, par exemple — ou par des décisions « spontanées » des intervenants de la sphère financière eux-mêmes, comme au Royaume-Uni. Ces mesures ont contribué à favoriser la concurrence sur les marchés bancaires et financiers, en uniformisant les règles auxquelles sont soumis tous les intervenants. Il en est résulté une atténuation des différences institutionnelles entre ces derniers, les activités de financement et de paiement étant, à des degrés divers selon les pays, assumées par des banques, d'autres intermédiaires financiers, voire, dans certains cas, par des agents statutairement non financiers. De même, les mutations financières en cours ont rendu largement obsolète la distinction souvent faite naguère entre les économies d'endettement — dans lesquelles les crédits bancaires jouaient un rôle privilégié — et les économies de marchés financiers⁽¹⁾. Dès lors, les fonctions des différents types d'intermédiaires ont eu tendance à se confondre et l'analyse des questions d'efficience et de stabilité, si elle continue — pour des raisons de disponibilité des données notamment — de reposer principalement sur l'étude des banques, ne peut être menée sans considérer l'ensemble de l'environnement financier.

Les antécédents des politiques financières contemporaines

C'est principalement en réponse aux désordres financiers qui avaient précédé le krach boursier de 1929, et au rôle capital des intermédiaires financiers dans la propagation — et probablement l'aggravation — de la crise au début des années trente que les autorités des pays les plus touchés, en particulier les Etats-Unis, ont mis en place une réglementation bancaire restrictive. En effet, la crise avait provoqué un grand nombre de faillites bancaires — plus de soixante pendant la seule année 1935 aux Etats-Unis (Goyeau et Tarazi, 1992) — et fortement ébranlé les systèmes financiers.

Aux Etats-Unis, les activités des institutions bancaires ont été cloisonnées, tant sur le plan géographique — suite à l'adoption du *MacFadden Act* en 1927 — que sur le plan fonctionnel — avec le *Glass-Steagall Act* de 1933. De même, c'est dans les années trente qu'a été mise en place la fameuse « réglementation Q », limitant les possibilités de rémunération des différentes catégories de dépôts, et qu'a été créée la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), l'organisme fédéral américain d'assurance des dépôts.

(1) Introduite par Hicks (1975), cette distinction a longtemps dominé les analyses françaises.

Dans les pays européens, les réglementations suscitées par la crise des années trente ont été moins « spectaculaires ». En France par exemple, la législation instaurant la structure bancaire par réseaux avait été constituée à partir de 1885, avec la mise en place des caisses d'épargne ; elle a été renforcée en 1941 avec l'adoption de la première loi bancaire. En 1945, a été instaurée une séparation des banques en trois catégories : les banques de dépôt, les banques d'affaires et les banques de crédit à moyen et long terme. Du fait de cette spécialisation, la concurrence était très limitée. De plus, les taux d'intérêt étaient réglementés. En outre, le contrôle de la création monétaire s'effectuait principalement par le rées-compte, puis, à partir du début des années soixante-dix, par l'encadrement administratif du crédit.

Le souci majeur des autorités monétaires des pays européens — du moins sur le continent — était alors de protéger les acteurs — banques, entreprises, ménages — contre les risques d'instabilité et d'assurer un contrôle direct de l'offre de monnaie bancaire, au détriment éventuel de la libre concurrence et de l'efficacité des systèmes financiers.

Après la Seconde guerre mondiale, en raison notamment des besoins de financement liés à la reconstruction, les autorités ont porté un intérêt croissant à l'organisation de ces systèmes — qui s'est concrétisé, en France par exemple, par des nationalisations dans le secteur bancaire. Tout en laissant intactes les réglementations mises en place dans les années trente, les pouvoirs publics ont multiplié les incitations destinées à accroître l'épargne des agents non financiers — singulièrement les ménages — et l'orienter, par la spécialisation et le contrôle des intermédiaires financiers, vers des financements choisis — logement, investissement productif des entreprises résidentes. Peu ouverts sur l'extérieur, très réglementés et cloisonnés, les systèmes financiers restaient peu concurrentiels.

L'évolution des structures bancaires et financières dans les années quatre-vingt ⁽²⁾

Dans les années quatre-vingt, les pays européens ont, à des degrés divers et selon des modalités propres aux différents systèmes, connu une profonde mutation de leur système financier, consécutive à la déréglementation qui, après avoir pris naissance aux Etats-Unis à partir de la deuxième moitié des années soixante-dix, a modifié leurs structures et leurs conditions de fonctionnement. On peut, à la suite de Gual et Neven (1992), distinguer deux types de déréglementation, que nous étudierons successivement : le premier concerne l'organisation des systèmes (« *structural deregulation* »), le deuxième, leur fonctionnement (« *conduct deregulation* »). Faute de pouvoir examiner les évolutions enregistrées dans tous les pays européens et pour toutes les catégories d'agents financiers, nous nous contenterons ici de rappeler les principaux changements intervenus dans le domaine bancaire et dans l'organisation des marchés financiers de cinq pays européens : les

(2) On trouvera des analyses détaillées et récentes des mutations des systèmes financiers des grands pays de l'OCDE dans : Melitz, 1990 ; Banque de France, 1992 ; OCDE, 1992. Pour une comparaison avec les Etats-Unis, on consultera également : Artus et Lecoite, 1991.

quatre « grands » — Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni — et le Luxembourg, figure emblématique de la liberté des activités bancaires et financières au sein de l'Europe communautaire.

Les mesures de réglementation touchant à l'organisation des systèmes financiers comprennent essentiellement la discrimination fonctionnelle des établissements et les conditions d'agrément nécessaires pour accéder aux activités des marchés financiers.

L'Italie est le pays européen où la spécialisation dans le secteur bancaire est la plus forte (la nature des banques est définie en fonction de la durée des prêts qu'elles accordent — plus ou moins de dix-huit mois), bien que la frontière entre banques commerciales et banques spécialisées ne soit plus aussi nette qu'auparavant. En effet, les intermédiaires financiers les plus importants — selon le critère de la taille de leur bilan — évoluent vers le modèle du conglomérat financier (Ferri et Reedtz, 1991).

En France, la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit — dite « loi bancaire de 1984 » — a défini une nouvelle catégorie d'établissement, les « établissements de crédit », qui « sont des personnes morales qui effectuent à titre de profession habituelle des opérations de banque » qui « comprennent la réception de fonds du public, les opérations de crédit, ainsi que la mise à la disposition de la clientèle ou la gestion de moyens de paiement » (art. 1). Entrent dans cette nouvelle catégorie tous les établissements qui répondent à cette définition, sauf ceux expressément exclus par la loi ; ainsi, il n'y a plus de différence juridique entre les banques commerciales et les banques d'affaires, et les spécificités et privilèges divers d'un certain nombre d'établissements naguère spécialisés dans certains types de collecte de fonds ou certaines formes de financement — logement social, collectivités locales, etc. — ont, pour la plupart, été abolis.

Une telle tendance à la déspecialisation des établissements financiers est également observable dans les autres pays européens : au Royaume-Uni, par exemple, le *Building Societies Act* de 1986 autorise les *building societies* — établissements traditionnellement spécialisés dans la collecte de l'épargne des ménages et le financement du logement — à étendre leurs activités à des domaines autres que les prêts hypothécaires.

De même, les conditions d'entrée des banques étrangères sur les marchés financiers nationaux ont été assouplies en France et en Italie — levée du contrôle des mouvements de capitaux, surtout à partir de 1989 en France, en 1990 en Italie —, bien que les candidats à l'entrée doivent disposer d'un montant minimum de fonds propres, et qu'une enquête minutieuse soit menée préalablement par le pays d'accueil — cette dernière condition existe également au Royaume-Uni, où 53 % des actifs bancaires sont malgré tout détenus par des banques étrangères.

Le second type de réglementation concerne les variables-clés des marchés bancaire et financier — les taux d'intérêt, les commissions et les crédits, ainsi que le contrôle et la surveillance des systèmes financiers effectués par les autorités de tutelle, l'assurance des dépôts et les réserves obligatoires. Au début des années quatre-vingt, en France et en Italie, les taux d'intérêt et les commissions sur

opérations de marché étaient strictement réglementés. En France, la liberté de rémunération était sévèrement restreinte à certains dépôts à terme et aux bons de caisse ; en Italie, un contrôle rigide pesait également sur les taux des prêts accordés par les institutions de crédit spécialisées. De même, plusieurs pays européens — dont la France jusqu'en 1987 — maintenaient des réglementations d'ordre quantitatif, telles que l'encadrement du crédit, ce qui n'était pas le cas en Allemagne et au Royaume-Uni, où cependant les taux pratiqués par les *building societies* ont été réglementés jusqu'en 1986.

Globalement, les changements intervenus au cours de la décennie quatre-vingt dans le domaine réglementaire ont entraîné de profondes mutations des conditions de concurrence sur les marchés bancaires et financiers. En effet, l'ouverture des marchés nationaux à des banques étrangères, des marchés monétaires à des non-banques, des marchés financiers à tous les agents non financiers a accru le nombre d'intervenants sur ces marchés. De même, le décloisonnement des marchés et le nombre croissant de produits proposés par les intermédiaires financiers ont contribué à créer un environnement continu auquel chacun peut, dans certaines conditions, accéder.

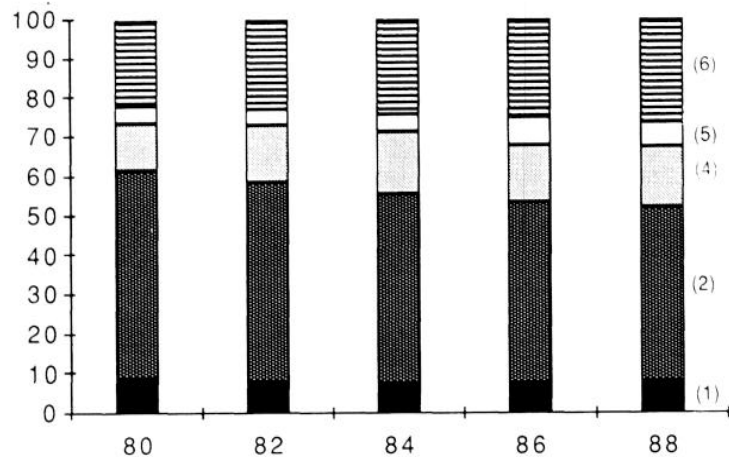
Ces assouplissements de la réglementation ont également permis aux établissements de pratiquer des tarifications plus « économiques » de leurs services, en minimisant les subventions croisées auxquelles ils devaient fréquemment recourir auparavant (cf., notamment, Chiappori, Perez-Castrillo et Verdier, 1992). En effet, contraints sur certains segments de leurs activités, où le prix du produit offert était arbitrairement fixé à un niveau nettement inférieur à son coût, ils compensaient ces carcans réglementaires — par exemple, l'interdiction de rémunérer les dépôts à vue en France — en « surtaxant » d'autres activités — par le biais, notamment, de taux débiteurs élevés sur les crédits accordés. Toutes ces mesures de déréglementation fonctionnelle ont incité les établissements à modifier la composition et la taille de leur bilan (cf. *infra*).

Modifications des structures de bilan des agents financiers et non financiers

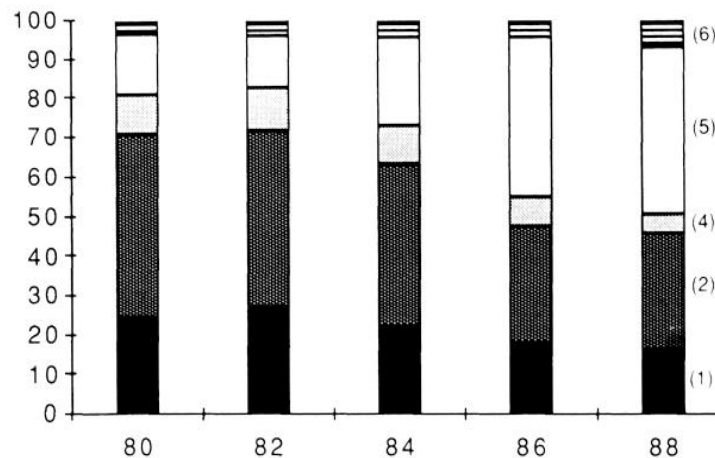
Dans les années soixante-dix, les systèmes financiers européens, système britannique excepté, avaient les caractéristiques d'un système d'économie d'endettement. Dans les années quatre-vingt, le mouvement de déréglementation a rendu la frontière plus ténue entre les schémas d'économie d'endettement et d'économie de marchés financiers. Ainsi, la marchandisation croissante des circuits de financement est allée de pair avec la survivance de certaines caractéristiques d'économie d'endettement, notamment l'importance des intermédiaires ; cependant, le développement considérable des marchés financiers, nationaux internationaux, a accompagné et favorisé cette marchandisation du financement de l'économie (Belhomme *et alii*, 1991). Ces évolutions sont reflétées dans les transformations qu'ont subies, d'une part, la structure des encours de créances des ménages et de dettes des entreprises non financières et, d'autre part, la structure du bilan des banques commerciales.

1. Structure de l'actif des ménages (en pourcent de l'actif total), 1980-1988

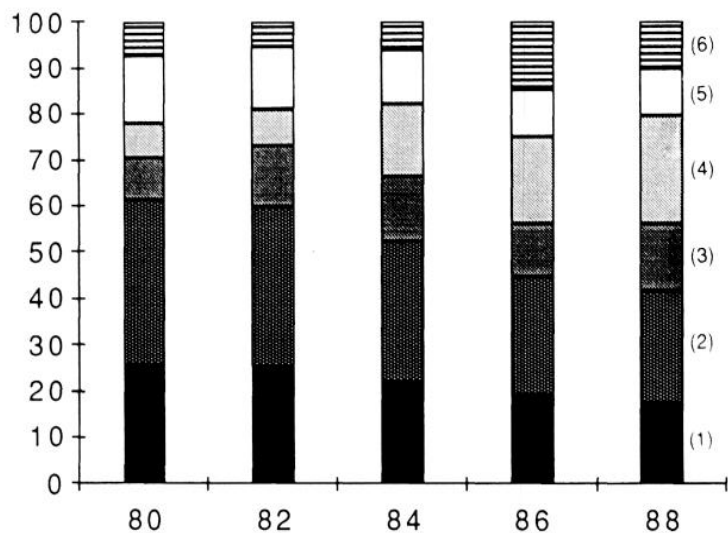
a. Allemagne



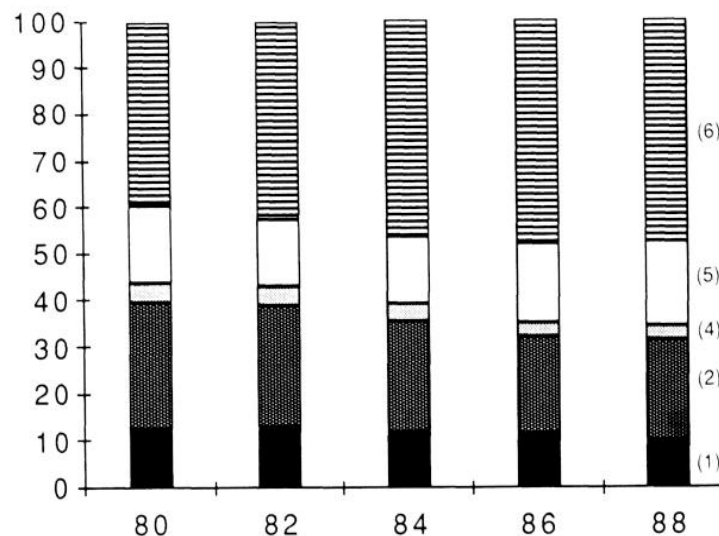
b. France



c. Italie



d. Royaume-Uni



- (1) Liquidités et dépôts à vue
- (2) Autres dépôts
- (3) Titres de court terme
- (4) Obligations
- (5) Actions
- (6) Assurance-vie

* Y compris les titres de court terme.

** Y compris les dépôts

Dans les quatre grands pays européens, les ménages (graphiques 1a, b, c et d) placent une part importante de leur épargne sur des comptes sur livrets, des comptes et plans d'épargne-logement, en bons de caisse, etc. En effet, le poste « autres dépôts » — i.e. tous les dépôts qui ne peuvent être utilisés immédiatement comme moyens de paiement, ainsi que les bons à court ou moyen terme non négociables sur le marché monétaire — correspondait à plus de 35 % de l'épargne financière des ménages au début de la décennie (sauf au Royaume-Uni), mais son importance tend à décroître. De même, la détention de liquidités se réduit considérablement en France et en Italie, plus faiblement en Allemagne, pas du tout au Royaume-Uni — la comptabilisation des titres de court terme dans le poste « liquidités » peut toutefois expliquer la constance de ce poste.

La réorientation de l'épargne financière des ménages s'est effectuée au profit des actions — en France, grâce à des produits fiscalement incitatifs tels que les SICAV-Monory créées en 1978 ou le Compte d'épargne en actions depuis 1983, mais également à la suite des privatisations de 1986 — et des titres de court terme dans le cadre du développement de la gestion collective des moyens de paiement ⁽³⁾. L'analyse de la structure des placements des ménages français indique une détention croissante, mais encore faible, de parts d'OPCVM de court terme : seulement 5,9 % en 1990 contre 2,8 % en 1985 (Commissariat général du Plan, 1992). En Italie, l'épargne financière des ménages se réoriente au profit des bons du Trésor de court terme, allant de pair avec la modernisation du marché des valeurs du Trésor. En Allemagne, les ménages préfèrent aux liquidités les produits d'assurance-vie (part la plus importante de leur portefeuille) et, dans une moindre mesure, les obligations, différant en cela des ménages français et britanniques qui arbitrent entre ces deux placements. En effet, ces derniers détiennent des obligations par le biais de compagnies d'assurance-vie qui gèrent de meilleure façon le risque de fluctuation des valeurs mobilières : cette explication fournie par Belhomme *et alii* (1991), à partir de l'étude des flux de placement des ménages, est également valable lorsqu'on étudie les encours de créances des ménages.

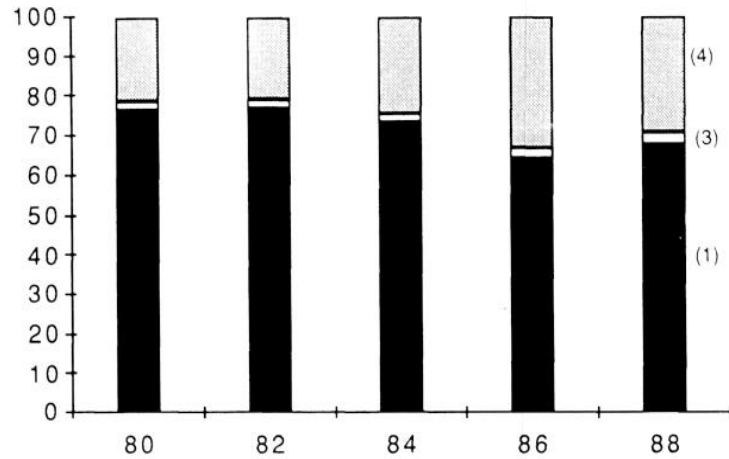
Le passif des entreprises non financières (graphiques 2a, b, c et d) est en grande partie constitué d'endettement auprès du système bancaire, excepté au Royaume-Uni. Toutefois, ce recours aux banques tend à diminuer, malgré une sollicitation accrue du système bancaire en Italie, en Allemagne et au Royaume-Uni entre 1986 et 1988. Ainsi, le financement des projets d'investissement par émission d'actions est de plus en plus fréquent — malgré le krach boursier de 1987 — alors que le recours au marché obligataire, souvent dominé par les émissions publiques — notamment en Italie — reste marginal (moins en Italie et Allemagne, cependant). Enfin, depuis 1986, les entreprises françaises et britanniques peuvent, dans des conditions bien définies, faire appel directement au marché en émettant des billets de trésorerie.

Il est intéressant de rapprocher les structures de placement des ménages et d'endettement des entreprises de la structure du bilan des banques commerciales (graphiques 3 et 4, a, b, c et d). Les prêts, à l'actif, et les dépôts non bancaires — i.e. dont les titulaires ne sont pas des banques —, au passif, en sont les deux postes les plus importants dans tous les pays étudiés, en particulier au Royaume-Uni. Les parts

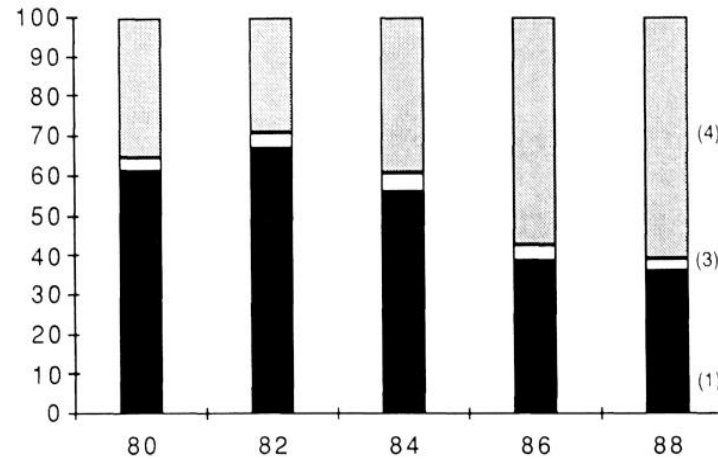
(3) Ce poste comprend les bons négociables pour la France, les bons de caisse à moins d'un an pour l'Italie, les bons du Trésor et les obligations d'Etat pour l'Allemagne et le Royaume-Uni.

2. Structure du passif des sociétés non financières (en pourcent du passif total), 1980-1988

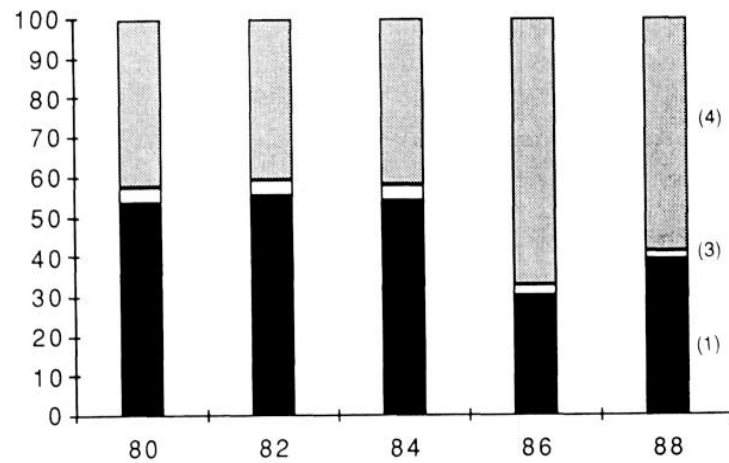
a. Allemagne



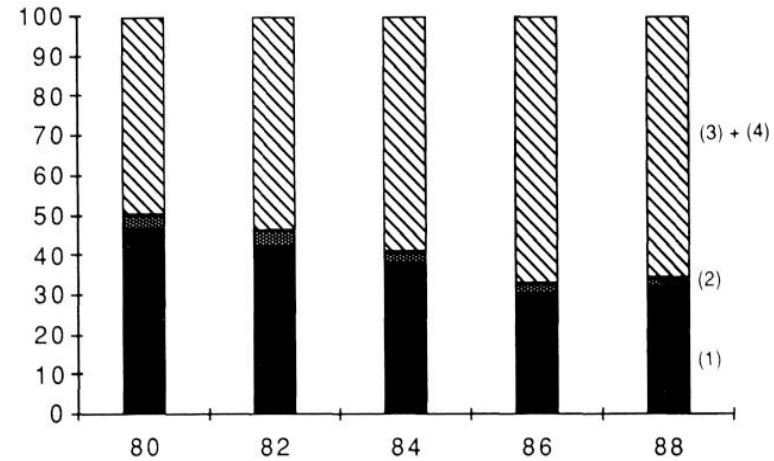
b. France



c. Italie



d. Royaume-Uni

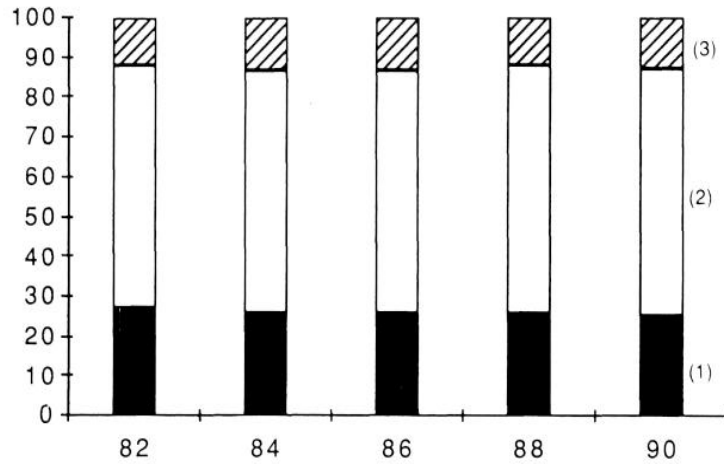


- (1) Crédits bancaires et commerciaux
- (2) Titres de court terme
- (3) Obligations
- (4) Actions

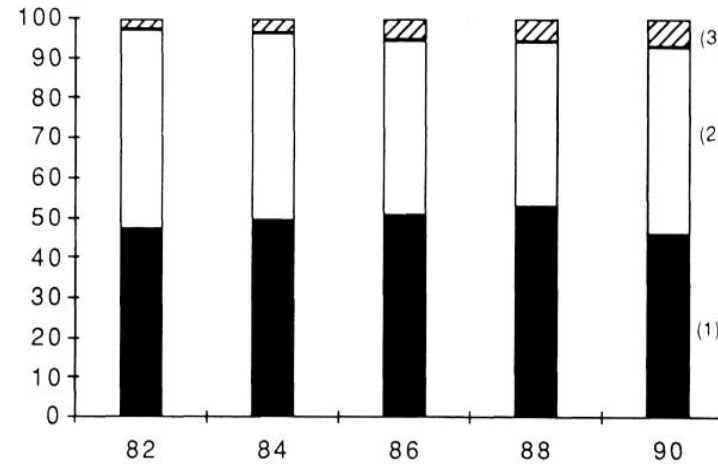
3. Structure de l'actif des grandes banques commerciales (en pourcent de l'actif total), 1982-1990

192

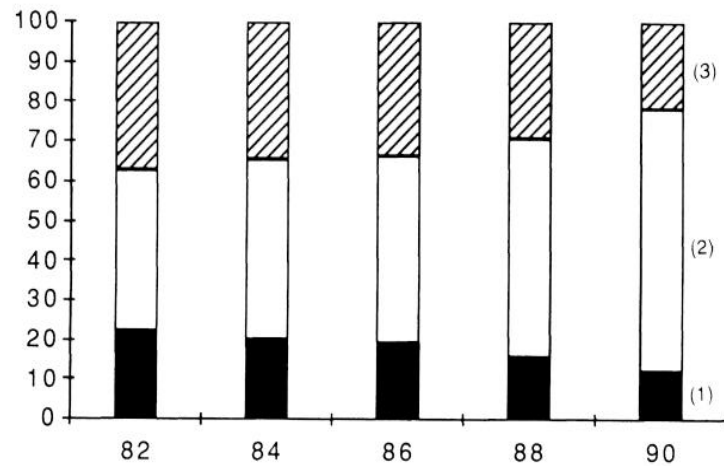
a. Allemagne



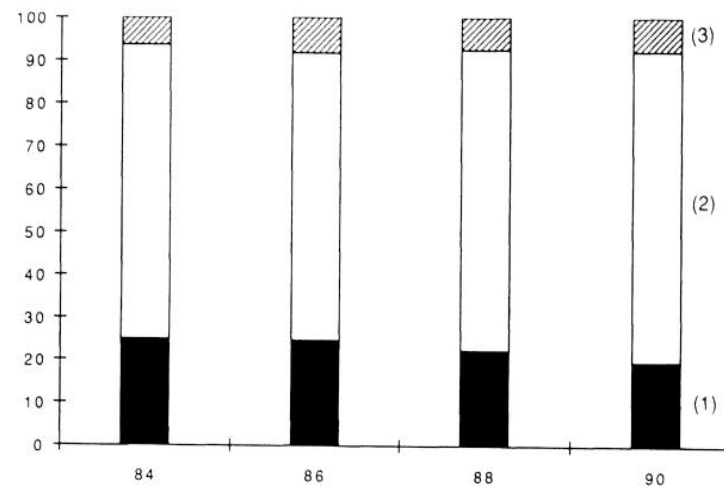
b. France*



c. Italie



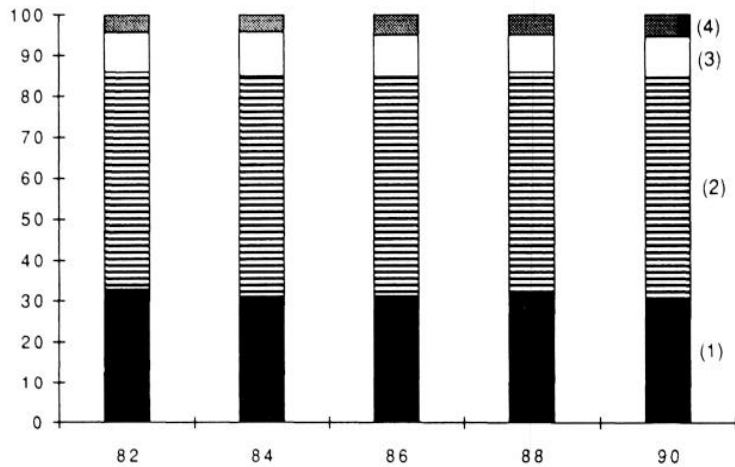
d. Royaume-Uni



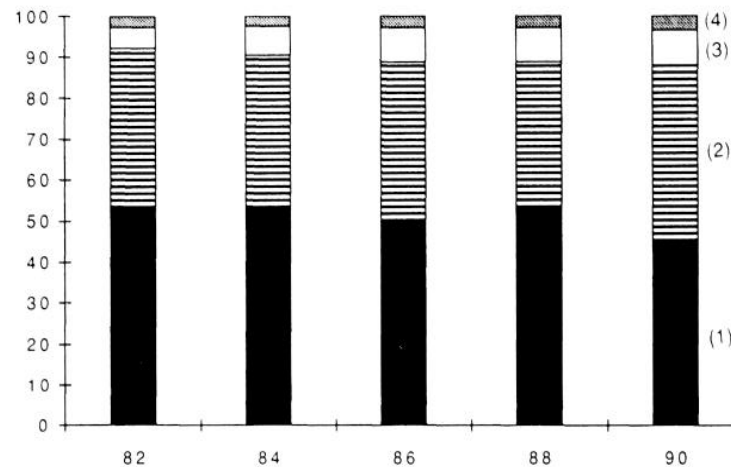
(1) Dépôts interbancaires
 (2) Prêts
 (3) Valeurs mobilières
 * Banques commerciales
 et mutualistes.

4. Structure du passif des grandes banques commerciales (en pourcent du passif total), 1982-1990

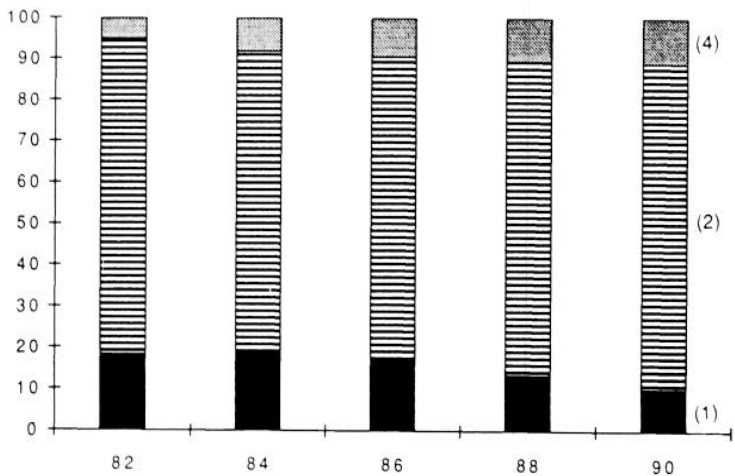
a. Allemagne



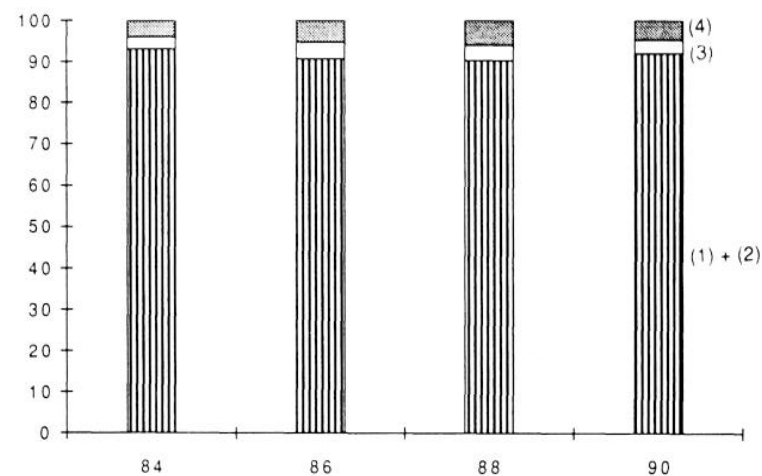
b. France*



c. Italie



d. Royaume-Uni



- (1) Dépôts interbancaires
- (2) Dépôts non bancaires
- (3) Obligations
- (4) Capital et réserves

respectives dans le total du bilan des banques ont évolué de façon régulière, en dépit des différences significatives entre les pays : la part des crédits est restée à peu près constante au cours de la décennie, excepté en Italie où elle a diminué, et a connu dans tous les pays une remontée entre 1986 et 1988 ⁽⁴⁾. En France, la part des dépôts n'a cessé de diminuer, malgré un sursaut entre 1986 et 1988, du fait de l'absence de rémunération des dépôts à vue et de l'attrait des OPCVM de court terme. Au contraire, dans les pays (Italie et Allemagne) où les dépôts sont faiblement rémunérés (1 % à 2 %), la part des dépôts est restée à peu près constante au cours de la décennie. Le financement bancaire par émission d'obligations, interdit en Italie, connaît un certain essor dans les autres pays, en partie parce qu'il n'est pas soumis à la réglementation sur les réserves obligatoires. Le financement par émission d'actions reste, quant à lui, marginal : ainsi, les ratios de capital dépassent rarement 6 % du passif, sauf en Italie.

A l'actif du bilan bancaire, l'importance des valeurs mobilières est révélatrice de l'ampleur du phénomène de marchéisation. Ainsi, c'est en Italie que la part des valeurs mobilières est la plus importante, même si elle a eu tendance à décroître ; les obligations et les titres à court terme — du Trésor en grande partie — en représentent la quasi-totalité. En Allemagne, les banques souscrivent des obligations et achètent de plus en plus d'actions. En France, les valeurs mobilières connaissent également un développement important mais ne représentent encore que 6 % de l'actif en 1990, ce qui reste très faible comparativement aux autres banques européennes.

En résumé, le recours croissant au marché de la part des ménages, des entreprises et des banques s'est traduit, au cours de la décennie quatre-vingt, par une part moindre des liquidités dans l'épargne des ménages, un autofinancement accru des entreprises ainsi qu'une nette évolution du rôle joué par les banques dans les circuits de financement : de la simple collecte des dépôts et de l'octroi de crédits, leurs activités se sont progressivement tournées vers des opérations sur les marchés financiers, tant comme émetteurs que comme souscripteurs de titres.

De façon générale, ce sont les établissements de crédits qui représentent les flux de financement les plus importants sur le marché obligataire, les émetteurs principaux étant les grandes entreprises nationales et l'Etat, qui a dû faire face à des besoins de financement croissants et rendu ses titres très attractifs grâce, notamment, aux politiques d'assimilation successives en France et en Italie. Au contraire, l'endettement obligataire des entreprises non financières est relativement faible en France, en Italie et en Allemagne ⁽⁵⁾ (voir graphiques 2). Néanmoins, il existe des différences selon les pays. Les banques italiennes ne peuvent pas émettre d'obligations alors que les ménages italiens souscrivent beaucoup d'obligations ; en revanche, en Allemagne, l'essentiel du marché obligataire, tant à l'émission qu'à la

(4) Nous ne disposons pas d'informations exhaustives sur l'échéance des contrats de crédits dans les différents pays. Cependant, comme le remarquent Belhomme *et alii* (1991), les banques italiennes font peu de transformation puisqu'elles prêtent à court terme à hauteur de 80 % de leurs prêts totaux. A titre de comparaison, les banques françaises prêtent à court terme à hauteur de 20 %, les banques allemandes à hauteur de 10 %.

(5) Jusqu'en 1991, toute entreprise voulant émettre des obligations au porteur sur le territoire allemand devait demander une autorisation préalable à la Bundesbank. Cette autorisation supprimée, les entreprises — y compris les sociétés et les Etats étrangers — peuvent désormais procéder librement à des émissions obligataires.

souscription, est assuré par les banques ; au Royaume-Uni, plus de 50 % du financement des entreprises est assuré par les marchés des actions et des obligations.

Le renforcement des fonds propres des entreprises par appel public à l'épargne a connu un essor considérable durant la décennie (tableau 1) — en France notamment, grâce à une fiscalité avantageuse initiée en 1978 et poursuivie par la réforme Delors de 1983. De plus, les innovations financières ont permis la réduction du risque en capital par la création de titres hybrides entre les actions et les obligations. Cependant, le mouvement de déréglementation n'a pas permis, en raison du niveau élevé des taux d'intérêt, aux placements en actions de soutenir la comparaison en termes de rendement, de liquidité, de risque et de défiscalisation avec les OPCVM de court terme, dont le développement, encore peu visible sur les données globales utilisées ici, a été très soutenu — en France notamment — au cours des années récentes. De même, le peu d'intérêt porté par les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension français (tableau 2) à détenir des actions — à peine 25 % de leurs placements — accentue cette tendance. En revanche, les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension britanniques, qui gèrent environ 40 % des encours des ménages, orientent environ 50 % de leurs placements vers les actions. Ainsi, les ménages britanniques contribuent largement, mais par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels, à financer les projets d'investissement des entreprises. Plus généralement, le rôle des investisseurs institutionnels dépend beaucoup du système de protection sociale en vigueur dans le pays. Ainsi, dans un système de retraite par capitalisation partielle ou totale, les investisseurs institutionnels sont en général solidement implantés et collectent massivement l'épargne longue des ménages : c'est le cas du Royaume-Uni, où la taille du portefeuille des compagnies d'assurance-vie atteint 42 % du PIB — contre 10 % en France et 18 % en Allemagne (Davis, 1990). C'est, d'ailleurs, ce type de considération qui a motivé l'introduction, en France en 1992, du Plan d'épargne en actions (PEA).

1. Emissions brutes de valeurs mobilières

En milliards d'unités de monnaie nationale

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Actions								
Allemagne	46,8	7,3	6,3	11,0	16,4	11,9	7,5	19,4
France	33,7	49,7	59,2	84,3	137,8	160,9	156,6	317,0
Royaume-Uni	33,7	2,4	1,6	4,4	7,6	15,9	5,8	6,9
Italie	6,9	12,5	11,8	14,9	23,8	13,3	10,8	19,8
Obligations								
Allemagne	969,2	225,4	226,8	260,2	256,4	244,5	208,0	251,7
France	154,7	193,7	241,6	304,2	344,9	285,3	333,1	327,2
Royaume-Uni	61,3	16,9	16,1	17,2	17,1	16,7	10,3	5,2
Italie	346,2	376,5	361,2	407,6	431,2	438,6	558,6	617,5

Source: OCDE

**2. Structure des placements financiers des investisseurs institutionnels
(compagnies d'assurance-vie et fonds de pension)**

En % de l'actif total

	1976	1980	1982	1985	1986	1987	1988	1989
Allemagne de l'Ouest								
Liquidités et titres à court terme	21,4	28,3	25,3	27,4	29,8	33,5	34,6	35,8
Obligations	24,7	22,7	27,6	26,6	25,3	24,8	23,2	22,0
Actions	7,9	6,7	7,2	12,9	14,3	11,6	14,4	15,4
Prêts	48,0	42,3	39,9	33,0	30,5	30,1	27,8	26,7
France								
Liquidités et titres à court terme	14,2	14,2	14,0	12,0	10,5	11,6	11,1	12,8
Obligations	41,2	39,3	38,0	45,1	40,6	43,7	43,5	38,3
Actions	23,2	29,3	29,1	28,7	36,5	33,1	34,7	39,6
Prêts	4,1	3,7	3,9	2,4	2,0	1,4	2,6	2,1
Royaume-Uni								
Liquidités et titres à court terme	1,6	3,1	3,0	3,5	3,8	5,2	5,5	4,8
Obligations	32,3	37,9	41,4	37,0	35,1	31,8	30,2	28,5
Actions	48,9	48,9	46,4	52,7	55,2	57,0	58,6	61,8
Prêts	8,3	4,1	2,8	1,8	1,6	1,8	1,8	1,5

Source : CEPII-OFCE, 1992.

Rentabilité et efficacité microéconomique des établissements de crédit

Les modalités de la concurrence résultent de l'interaction entre la réglementation et la structure des systèmes financiers, notamment la concentration effective sur les marchés, la spécialisation des activités et, dans une moindre mesure, l'appropriation — publique, privée ou mutualiste, nationale ou étrangère — des intermédiaires. D'exhaustives études comparatives ont été menées récemment sur les systèmes bancaires et financiers européens (Gardener et Molyneux, 1990 ; Chauveau et Saïdane, 1991 ; Dermine, 1991 ; Commissariat général du Plan, 1992 ; OCDE, 1992 ; Banque de France, 1992).

Pour juger des conséquences microéconomiques des mutations financières sur les performances de ces systèmes, on peut s'appuyer sur divers indicateurs — productivité, rentabilité et efficacité, pour l'essentiel. Parce qu'elles constituent une population statistique relativement homogène et qu'elles jouent un rôle essentiel sur les marchés financiers des différents pays étudiés, nous avons limité cette partie de l'analyse aux seules grandes banques commerciales des quatre grands pays européens, en les comparant systématiquement aux banques commerciales américaines et japonaises. Trois séries de ratios ont été construites (tableau 3) :

- des indicateurs de rentabilité — la rentabilité économique, mesurée par les bénéfices après impôts rapportés aux engagements totaux, et la rentabilité financière, mesurée par les bénéfices après impôts rapportés aux fonds propres ;
- un indicateur de productivité — les frais de personnel rapportés au produit net bancaire ;
- des indicateurs d'efficacité — les frais de personnel rapportés aux dépôts non bancaires, et les produits financiers nets rapportés aux dépôts non bancaires.

3. Quelques indicateurs de performances des grandes banques commerciales

En %.

Pays	Rentabilité		Productivité	Efficacité	
	économique	financière		marges financières	coût de personnel
FRANCE					
1981-90	0,15	7,45	44	5,9	3,19
1981-85	0,10	5,40	46,3	6,2	3,42
1986-90	0,20	9,50	41,6	5,6	2,95
ALLEMAGNE					
1981-90	0,40	7,28	46,1	4,4	2,94
1981-85	0,28	6,80	46,6	4,7	3,08
1986-90	0,38	7,77	45,6	4,2	2,80
ITALIE					
1981-90	0,33	10,07	47,4	7,2	4,63
1981-85	0,32	11,60	43,4	8,3	4,59
1986-90	0,49	8,53	51,4	6,1	4,68
ROYAUME-UNI					
1984-90	0,46	8,61	38,7	3,4	2,13
ETATS-UNIS					
1981-90	0,48	9,24	32,9	4,5	2,21
1981-85	0,50	11,25	35,3	4,3	2,20
1986-90	0,40	7,23	30,5	4,7	2,22
JAPON					
1981-90	0,21	10,05	31,8	1,3	0,56
1981-85	0,20	10,23	36,8	1,4	0,68
1986-90	0,23	9,87	26,7	1,1	0,44

Productivité : frais de personnel/produit net bancaire.

Marges financières : produits financiers nets/dépôts non bancaires.

Coût de personnel : frais de personnel/dépôts non bancaires.

Source : OCDE.

Concernant la rentabilité économique, les banques commerciales allemandes arrivent en tête sur la période 1981-1989, suivies des banques italiennes et françaises ; les banques britanniques ont la rentabilité la plus élevée, sur la période 1984-1989 seulement⁽⁶⁾. Toutefois, les banques américaines et japonaises affichent de meilleures performances sur l'ensemble de la période. Lorsqu'on découpe arbitrairement l'échantillon initial en deux sous-périodes — 1981-1985 et 1986-1989 — on remarque que, hormis pour les Etats-Unis et le Japon, la rentabilité économique est plus forte dans la seconde moitié des années quatre-vingt que dans la première.

(6) On ne dispose pas, pour ce pays, de données comparables pour la période 1981-1983.

La notion de rentabilité financière est plus pertinente pour le secteur bancaire car elle rend compte de la possibilité qu'a une banque de financer par elle-même ses projets. Ainsi, sur la période 1981-1989, les banques japonaises dégagent la plus grande capacité d'autofinancement, suivies des banques italiennes, américaines, françaises et allemandes. Le classement est peu modifié si l'on considère les deux sous-périodes : l'Italie arrive en tête suivie des Etats-Unis sur la période 1981-1985 alors que, sur la période 1986-1989, le Japon et la France sont aux première et deuxième places. De manière générale, la rentabilité financière des banques européennes — sauf italiennes — est plus élevée sur la seconde période, alors que la situation est inversée pour le Japon et les Etats-Unis.

Concernant le poids des frais de personnel dans la valeur ajoutée, un clivage existe entre banques européennes et banques non européennes : sur la période 1981-1989, les frais de personnel représentent plus de 40 % du produit net bancaire en Europe contre un peu plus de 30 % au Japon et aux Etats-Unis. Seul le Royaume-Uni, sur la période 1984-1989, est proche des Etats-Unis et du Japon. Toutes les grandes banques redoublent d'effort pour réduire leurs coûts. En effet, la part des frais de personnel dans le montant des dépôts non bancaires tend à baisser en Europe, sauf en Italie, sans pour autant atteindre les ratios américains et japonais, qui restent inférieurs à 1 %. De même, la rationalisation des systèmes financiers a conduit, du fait de l'accroissement de la concurrence (Gual et Neven, 1992), à une diminution des marges financières — mesurées par le rapport produits financiers nets sur dépôts non bancaires — et ce, sur l'ensemble de la période étudiée.

Globalement, il apparaît que seule l'Italie ne suit pas le mouvement de baisse des marges et des frais de personnel, et que les banques commerciales britanniques sont davantage comparables, en matière de rentabilité, d'efficacité et de productivité, aux banques américaines qu'aux autres banques européennes ; le système financier britannique reste à part en Europe, où les systèmes financiers, malgré une marchandisation croissante, semblent rester plus proches du schéma d'économie d'endettement.

L'efficacité macroéconomique des systèmes financiers

Outre les aspects microéconomiques de l'efficacité des systèmes financiers, le mouvement de déréglementation des années quatre-vingt était fondé sur l'hypothèse qu'une concurrence renforcée et une plus grande liberté en matière d'innovations et de gestion des produits devaient se traduire par une plus grande efficacité macroéconomique, c'est-à-dire une meilleure affectation de l'épargne aux besoins de financement rentables et un encouragement au développement de son volume, grâce, notamment, à une meilleure rémunération. Il devait en résulter une amélioration des performances des économies en termes de croissance ⁽⁷⁾.

(7) Certains auteurs vont jusqu'à affirmer que la réglementation prudentielle des banques nuit à la croissance de l'économie (Saint-Paul, 1992).

Bien qu'il soit impossible de déterminer la part attribuable aux mutations financières dans les performances macroéconomiques observées au cours de la décennie passée, on ne peut que constater que l'augmentation de l'épargne n'a pas été au rendez-vous, bien au contraire, sauf, peut-être, à la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix. Dans tous les pays étudiés, les taux d'épargne ont substantiellement fléchi, tandis que les taux d'investissement, relativement déprimés dans la première moitié des années quatre-vingt, se redressaient à la fin de la décennie (tableau 4), mais ont, depuis lors, à nouveau baissé (voir, également : Commissariat général du Plan, 1991 ; Kessler et Peyrelevade, 1992 ; Fitoussi et Le Cacheux, 1993). Dans le même temps, les déséquilibres de balance courante des pays européens ont eu tendance à se creuser, sauf dans le cas de l'Allemagne dont l'excédent s'est résorbé à la suite de la réunification, pour faire place à un déficit courant en 1992.

4. Equilibre épargne-investissement

	Taux d'épargne (% PIB)	Taux d'investissement* (% PIB)	Solde de la balance courante **
FRANCE			
1980	15,30	12,22	- 4192
1985	12,30	10,83	- 91
1990	10,33	13,06	- 16896
ALLEMAGNE			
1980	13,01	12,85	- 13874
1985	11,60	12,47	16539
1990	14,42	15,02	17260
ITALIE			
1980	13,00	11,80	- 9974
1985	16,72	11,72	- 3811
1990	14,17	13,45	- 12957
ROYAUME-UNI			
1980	12,80	11,84	7541
1985	12,30	12,25	4475
1990	10,30	13,43	- 27068

* Investissement productif

** En millions de dollars

Source : OFCE-CEPII, MIMOSA.

5. Capacité de financement des agents résidents

En % du PIB

		Ménages	Entreprises non financières	Administrations publiques	Crédit et Assurance	Total
FRANCE	1980	3,6	- 7,4	0,0	0,1	- 3,7
	1985	3,4	- 1,8	- 2,7	1,1	0,0
	1989	1,7	- 2,7	1,3	1,3	- 1,7
ALLEMAGNE	1980	7,1	- 5,0	- 2,9	1,1	0,3
	1985	6,0	- 3,2	- 1,2	0,8	2,4
	1989	6,6	- 4,1	0,5	0,8	3,8
ITALIE	1980	9,6	- 6,3	- 8,0	2,3	- 2,4
	1985	13,3	- 2,5	- 14,0	2,0	- 1,2
	1988	10,2	- 2,9	- 10,7	2,1	- 0,6
ROYAUME-UNI	1980	5,8	- 0,8	- 3,4	- 0,3	1,3
	1985	2,6	2,1	- 2,9	0,1	1,9
	1989	- 3,2	- 3,0	1,5	1,2	- 3,5

Source : OFCE-CEPII, MIMOSA.

Ces évolutions des capacités de financement nationales masquent des différences sensibles dans les fluctuations de leurs composantes (tableau 5) : une dégradation continue de la capacité de financement des ménages français et britanniques ; un creusement des besoins de financement des entreprises non financières au Royaume-Uni et des administrations publiques en Italie. Cependant, alors que l'épargne financière des ménages avait eu tendance à s'amenuiser dans tous les pays — sauf en Allemagne — au cours de la décennie passée, elle semblait en voie de léger redressement plus récemment (tableau 6).

Si la plupart de ces déséquilibres ont été modifiés par les évolutions récentes de l'activité — notamment la récession britannique et l'unification allemande — et des politiques macroéconomiques — libre jeu des stabilisateurs automatiques budgétaires qui a creusé le déficit public en France, orientations plus restrictives en Italie —, ils demeurent, pour l'essentiel, à l'aube des années quatre-vingt-dix. Sans doute les systèmes financiers ont-ils contribué à assurer les financements correspondants, mais à un coût très élevé : les taux d'intérêt réels se sont maintenus, pendant toute la période, à des niveaux rarement atteints dans le passé et se sont encore accrus dans les premières années quatre-vingt-dix ⁽⁸⁾.

6. Taux d'épargne financière des ménages

En % du revenu disponible

	1980	1985	1989	1990	1991
Allemagne	11,0	9,5	10,6	13,4*	13,4*
France	6,1	5,0	2,4	2,9*	3,7*
Italie	16,0	18,8	19,0**	19,4*	18,9*
Royaume-Uni	7,2	3,3	- 1,2	1,8*	4,2*

* Prévisions CDC

** En 1988

Sources : CDC, d'après OCDE, CSO.

(8) Sur cette question, que nous ne traitons pas ici, voir, notamment: Groupe international de l'OFCE, 1993.

Quelles structures financières en Europe ?

Les mutations considérables qui ont affecté les systèmes bancaires et financiers européens au cours de la décennie passée en ont profondément altéré la physiologie. Bien que la prospective soit, en la matière, rendue particulièrement malaisée par la diversité des situations nationales et par le foisonnement apparent des innovations et des modifications structurelles en cours, on peut tenter de dégager certaines tendances générales communes, qui permettent d'esquisser les grands traits du futur espace financier européen en voie d'achèvement (cf., notamment : Commissariat général du Plan, 1992 ; OCDE, 1992 ; Steinherr, ed., 1992).

Concurrence et concentration dans les systèmes bancaires et financiers

Certains auteurs (notamment Mayer et Neven, 1991) ont montré que des systèmes très réglementés — la France et l'Italie des années soixante-dix et du début de la décennie quatre-vingt — étaient peu concurrentiels⁽⁹⁾. On peut se demander si, *a contrario*, une faible réglementation entraîne nécessairement une concurrence forte. L'intensification de la concurrence peut, en effet, inciter les banques et autres intermédiaires financiers à se regrouper, accroissant ainsi le degré de concentration des systèmes. Gual et Neven (1992) montrent, par exemple, que la part de marché des cinq plus grandes banques italiennes a augmenté depuis 1987 (tableau 7). Il en a été de même en Allemagne depuis 1987 ; mais cette évolution semble plutôt due à la mise en place de conditions de concurrence plus sévères qu'au mouvement de déréglementation, qui a très peu touché ce pays. Cependant, selon ce critère, le système financier allemand est le moins concentré d'Europe : ainsi, en 1989, la part de marché des cinq plus grandes banques commerciales allemandes était évaluée à 26,3 %, alors que celle des cinq plus grandes banques commerciales françaises était de 42,8 %, part qui n'a d'ailleurs pas varié durant les trois années d'observation.

(9) Sur la concurrence entre des banques et ses conséquences microéconomiques, voir également: Chauveau et Saidane, 1991; Metais, 1992.

**7. Part de marché des cinq plus grandes banques commerciales
(en % du total de l'actif)**

	1987	1988	1989
ALLEMAGNE	24,6	25,7	26,3
FRANCE	42,8	42,8	42,8
ITALIE	39,1	41,1	44,5
ROYAUME-UNI	n.d.	29	29,1

Source : Gual et Neven, 1992.

Toutefois, ces indicateurs ne reflètent que très imparfaitement le degré de concentration et de concurrence effective dans les systèmes nationaux. Ainsi l'Allemagne possède-t-elle un système financier à la fois peu réglementé et peu concurrentiel, ce faible degré de concurrence s'expliquant pour l'essentiel par les relations privilégiées entre les groupes industriels et les établissements bancaires (Dupuy et Morin, 1991 ; Bismut, Matray et Reeh, 1992).

La concentration renforcée des systèmes financiers peut avoir des effets pervers (OCDE, 1989). En effet, les situations collusives réduisent l'égalité de tous face à la concurrence. Or, comme le souligne Vives (1991a et b), la concurrence mise en place dans les systèmes financiers reste imparfaite, puisque subsistent des barrières à l'entrée — notamment pour les banques de dépôts, en raison de l'existence des réseaux de guichets (Fuentelsaz Lamata et Salas Fumas, 1992) — et des asymétries d'information. Ainsi, la tendance à une concentration accrue — conséquence des fusions, acquisitions et autres participations croisées entre intermédiaires financiers — tendrait à « adoucir » les conditions de la concurrence : la concentration est un moyen pour les banques de réduire les rivalités avec les autres intermédiaires financiers, qui, il faut le rappeler, sont, comme elles, tenus de respecter les règles du droit de la concurrence.

La désécialisation

La « déréglementation concurrentielle » (Neven, 1991 ; Vives, 1991a et b) a permis de réunir, grâce, notamment, à la libéralisation des prix et des quantités échangés sur les divers marchés, les conditions d'application de certaines règles concurrentielles — un nombre important d'intervenants, des marchés ouverts à tous, des produits standardisés. Par là même, elle a aussi encouragé la désécialisation des activités financières (OCDE, 1989) : ainsi, les différentes

catégories d'intermédiaires financiers tendent à intervenir, en tant qu'offreurs et demandeurs, sur la plupart des produits et des marchés financiers, tandis que les entreprises non financières, traditionnellement demandeuses de financement, ont des stratégies de plus en plus actives de gestion de leur trésorerie et de placements financiers, voire d'offre de produits de crédits. Cette tendance à la désécialisation est encore renforcée, dans le secteur financier, par les effets de la concentration, en particulier la formation de conglomérats financiers.

L'internationalisation

Phénomène maintes fois souligné dans les analyses récentes (par exemple, Aglietta, Brender et Coudert, 1990 ; CEPIL-OFCE, 1992), l'internationalisation des systèmes financiers nationaux a été favorisée par l'apparition de déséquilibres importants des balances courantes — dans les pays de l'OCDE (cf. tableau 4) et

8. Actifs étrangers détenus par les banques commerciales européennes (indices)

	1986	1987	1988	1989	1990
Par emplacement*					
FRANCE	116	148	147	169	189
ALLEMAGNE	160	201	193	239	289
ITALIE	115	121	116	147	139
ROYAUME-UNI	118	138	135	135	142
Par nationalité**					
FRANCE	—	—	128	138	158
ALLEMAGNE	—	—	128	150	180
ITALIE	—	—	137	165	185
ROYAUME-UNI	—	—	118	116	119
en % des actifs totaux					
FRANCE	34,4	35,2	35,2	37,4	
ALLEMAGNE	13,9	14,2	14,8	16,7	
ITALIE	13,4	12,0	11,9	11,9	
ROYAUME-UNI	68,9	63,6	59,6	61,3	

* base 100 en 1985, en dollars constants.

** base 100 en 1987, en dollars constants.

Par emplacement : actifs étrangers détenus par les banques situées dans le pays cité

Par nationalité : actifs étrangers détenus par les banques selon leur nationalité, quel que soit leur emplacement

Source : Gual et Neven, 1992.

9. Nombre de sociétés ayant leurs actions cotées aux bourses de la FIBV

	ALLEMAGNE		LONDRES		LUXEMBOURG*		ITALIE		PARIS	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1981	456	177	2403	478	80	124	132	0	568	162
1984	449	174	2171	582	134	157	143	0	504	179
1987	574**	409**	2061	597	347	171	204	0	481	202
1989	628**	535**	1758	599	493	178	217	0	462	223
1991	428	239	1868	602	603	180	224	2	551***	231***
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
1981	72	30	83	17	39	61	100	0	78	22
1991	64	36	76	24	77	23	99	1	70	30

(1) Sociétés nationales.

(2) Sociétés étrangères.

* Y compris les fonds d'investissement.

** Les sociétés sur le second marché allemand sont incluses dans (1) et (2).

*** Les places de province sont prises en compte.

Source : FIBV.

dans la plupart des régions du monde. D'une ampleur considérable, le développement des flux internationaux de capitaux — euro-marchés, crédits internationaux, mouvements spéculatifs à court terme — va, cependant, bien au delà de la simple mise en correspondance de ces besoins et capacités de financement nationaux⁽¹⁰⁾. Concernant les seules grandes banques commerciales, l'essor des volumes des actifs étrangers détenus — tant en valeur absolue qu'en part du total de leurs actifs (tableau 8) — fournit une indication, très incomplète mais significative, de l'ampleur du phénomène. L'ouverture des systèmes financiers nationaux se traduit, entre autres, par une présence accrue des sociétés étrangères cotées sur les marchés boursiers (tableau 9) : très nombreuses au Luxembourg dès le début de la décennie quatre-vingt, elles sont pour beaucoup dans l'importance de cette place financière. A l'opposé, celle de Milan est totalement fermée aux sociétés étrangères. Quant aux places financières allemandes, parisienne et londonienne, elles se situent entre ces deux extrêmes, leur poids international augmentant au cours de la décennie⁽¹¹⁾.

(10) Les principales données sur ce phénomène, que l'on développera pas ici, sont fournies par : Banque des règlements internationaux, *Rapports annuels*, et OCDE, *Financial Market Trends*.

(11) Notons que, si le nombre des sociétés étrangères cotées est plus élevé à Londres que sur les autres places européennes, rapporté au nombre de sociétés nationales cotées, il demeure inférieur aux ratios observés en Allemagne ou à Paris (tableau 9).

La marchésisation

La marchésisation des circuits de financement n'a pu se réaliser que dans la mesure où les marchés financiers étaient suffisamment ouverts. Elle est, toutefois, relativement peu visible à l'actif des banques commerciales, où la part des valeurs mobilières, partout en expansion jusqu'à 1986, a eu tendance à se réduire après le krach boursier de 1987 (tableau 10).

La modernisation des marchés financiers s'est accompagnée d'un accroissement de la capitalisation boursière des actions nationales. Ainsi, de 1980 à 1985, le taux de croissance annuel moyen de cette capitalisation a été de 21,42 % en Allemagne (toutes places financières confondues), de 15 % à Paris, de 19 % à Londres, de 26,75 % à Milan et de 27 % au Luxembourg (tableau 11). Sur la même période, la capitalisation boursière des actions nationales en monnaie nationale aux Etats-Unis (New York et Amex) et au Japon (Tokyo et Osaka) a été respectivement de 11 % et 16 %. Le krach boursier de 1987 a porté un coup d'arrêt temporaire à la progression de cette capitalisation : Paris, Milan et les places financières allemandes ont enregistré cette année-là des baisses de, respectivement, 16,11 %, 26,12 % et 30,92 %.

10. Valeurs mobilières détenues par les banques commerciales

En % du total de l'actif

Pays		Titres à court terme	Obligations	Actions
ALLEMAGNE	1982	3,06	5,15	2,92
	1984	3,57	5,90	3,06
	1986	2,07	6,83	3,49
	1988	1,65	6,38	3,36
	1990	1,80	5,97	4,39
ITALIE	1982	7,95	14,97	0,78
	1984	4,84	15,53	1,02
	1986	3,02	16,79	1,19
	1988	2,06	14,72	1,33
	1990	1,82	10,34	1,57
ROYAUME-UNI	1984	1,40	4,31	
	1986	1,79	5,35	
	1988	2,72	3,84	
	1990	3,28	3,39	

Source : OCDE.

11. Capitalisation boursière des actions nationales (fin d'année)

Pays	Capitalisation boursière		Indice boursier		Capitalisation «réelle»		
	millions d'unités de monnaie nationale*	taux de croissance	niveau	taux de croissance	indice de niveau monnaie nationale*	taux de croissance	
ALLEMAGNE	1980	140491,0	) 21,51**	222,6 ⁽¹⁾) 4,17**	631,2	) 16,65**
	1985	452300,0	)	284,3	)	1590,7)
	1987	345470,4	- 30,92	1000	—	345,5	—
	1988	446618,6	29,28	1328,0	32,79	336,3	- 2,66
	1989	619994,9	38,82	1790,4	34,83	346,3	2,97
PARIS	1980	247957,1	) 15,80**	121,3 ⁽²⁾) 13,97**	2044,2	) 1,61**
	1985	598045,1	)	265,8	)	2250,0)
	1987	830788,9	- 16,11	280,7	- 29,44	2959,7	—
	1988	1350506,0	62,56	415,6	48,06	3249,5	9,79
	1989	1953868,0	44,68	553,8	32,25	3528,1	8,57
LONDRES	1980	85910,0	) 16,03**	474,5 ⁽³⁾) 13,07**	181,0	) 2,62**
	1983	155692,0	)	775,7	)	200,7)
	1987	363169,9	13,25	1712,7	2,01	212,0	—
	1988	393189,9	8,27	1793,1	4,69	219,3	3,44
	1989	507158,9	28,98	2422,7	35,11	209,3	- 4,56
MILAN	1980	2354100,0	) 26,87**	2436,0 ⁽⁴⁾) 18,61**	9663,8	) 6,97**
	1985	98195270,0	)	6783,0	)	14476,7)
	1987	140721246,0	- 26,12	7560,0	- 32,03	18613,9	—
	1988	176827000,0	25,66	9169,0	21,28	19285,3	3,61
	1989	215244000,0	21,72	10684,0	16,52	20146,4	4,46
LUXEMBOURG	1980	126632,3	) 27,06*	521,3 ⁽⁵⁾) 1,99**	242,9	) 24,58**
	1984	419339,5	)	575,3	)	729,0)
	1987	1269009,6	20,03	2152,6	- 16,02	589,5	—
	1988	1723333,1	35,80	2671,9	24,12	645,0	9,41
	1989	1951738,7	13,25	2921,1	9,32	781,1	21,10

(1) Indice FAZ jusqu'en 1986, indice DAI à partir de 1987 (base 1000 au 10/11/87)

(2) Indice CAC 40

(3) Indice FT 30 jusqu'en 1983, indice FT-SE 100 à partir de 1984 (base 1000 au 01/01/84)

(4) MIB Historical Index (base 1000 au 02/01/75)

(5) Domestic Share Price Index jusqu'en 1984, FIBV Standards à partir de 1985 (base 1000 au 02/01/85)

* En millions d'unités

** Taux de croissance annuel moyen

Source : FIBV.

Londres et Luxembourg ont été moins touchées par le krach que leurs consœurs : la croissance de la capitalisation boursière s'est établie à 13,25 % en 1987 contre 31,04 % à Londres en 1986, et 20,03 % en 1987 contre 65,85 % en 1986 au Luxembourg. Pourquoi ont-elles mieux résisté au krach ? Le fait d'avoir un rayonnement international, pour la place de Londres, et d'être un paradis fiscal, pour le Luxembourg, suffit-il à expliquer cette meilleure résistance aux chocs de forte ampleur ? Pour tenter d'y voir plus clair, il faut distinguer dans l'évolution de la

12. Capitalisation boursière des actions nationales

En dollars (taux de change de fin d'année)

Pays	Capitalisation boursière		
	en millions de dollars	taux de croissance	
ALLEMAGNE	1980	71717,7	) 16,98
	1985	183764,5)
	1987	218463,5	- 15,22
	1988	250867,0	14,83
	1989	365175,5	45,55
PARIS	1980	54616,0	) 6,37*
	1985	79096,0)
	1987	155578,4	1,40
	1988	222892,6	43,26
	1989	337572,2	51,45
LONDRES	1980	205153,0	) 14,57*
	1983	353475,4)
	1987	679711,6	43,73
	1888	711527,1	4,68
	1989	814320,6	14,45
MILAN	1980	25340,2	) 14,96*
	1985	58498,8)
	1987	120346,4	- 14,19
	1988	135416,6	12,52
	1989	169416,8	25,11
LUXEMBOURG	1980	3994,1	) 26,03*
	1984	6647,7)
	1987	38277,4	46,30
	1988	46146,3	20,56
	1989	54578,8	18,27

* Taux de croissance annuel moyen.

Source : FIBV.

capitalisation boursière ce qui incombe, d'une part, à la valorisation des actifs — l'évolution des indices boursiers (qu'il faut utiliser avec beaucoup de précaution, puisqu'ils ne prennent en compte que les valeurs nationales « phares ») — et, d'autre part, à la capitalisation « réelle » — la capitalisation boursière déflatée de l'indice boursier (tableau 11). Il apparaît ainsi que, de 1980 à 1985, la progression de la capitalisation boursière est essentiellement due à celle de la capitalisation « réelle » en Allemagne et au Luxembourg ; en revanche, à Paris, à Milan et à Londres, la valorisation des actifs contribue majoritairement à cette évolution, bien que la progression de la capitalisation « réelle » ne soit pas négligeable. Après 1987, la valorisation des actifs est très forte alors que la progression « réelle » de la capitalisation faiblit (sauf au Luxembourg) et même décroît sur les marchés boursiers allemands et à Londres. A ces fluctuations se surimposent les effets des fluctuations de changes, qui affectent les performances boursières comparées exprimées en monnaie commune (tableau 12).

La capitalisation boursière des obligations cotées, quant à elle, a une amplitude d'évolution moindre que celle des actions (tableau 13), mais son profil temporel est comparable : un coup d'arrêt est survenu lors du krach boursier de 1987, excepté au Luxembourg. La croissance a été à nouveau au rendez-vous sur les places européennes en 1988, pour chuter à nouveau entre 1988 et 1989. Paris est la seule place financière ayant connu un essor de la capitalisation obligataire de 1989 à 1991.

13. Taux de croissance de la capitalisation boursière des obligations cotées (en monnaie nationale) *

	Londres	Luxembourg	Paris	New York + AMEX	Tokyo + Osaka
1981	+ 9,28	n.d.	+ 2,23	+ 12,91	+ 22,75
1986	+ 29,38	+ 1,48 ^R	+ 23,64	+ 8,88	+ 19,69
1987	- 6,77	+ 8,68 ^R	+ 3,79 ^R	+ 11,02 ^R	+ 5,88
1988	+ 9,08	+ 34,61 ^R	+ 13,90	- 3,56 ^R	+ 10,25
1989	+ 0,58	+ 19,90	+ 6,10	- 9,37	- 1,66
1990	- 3,70	+ 2,61	+ 10,34 ^R	+ 14,36	- 77,28
1991	+ 12,13	+ 18,63	+ 12,00 ^R	+ 35,82	- 44,23

R: révisé

* Données non disponibles pour l'Allemagne et l'Italie

Source : FIBV.

La nature des risques dans les systèmes bancaires et financiers contemporains

La sphère financière a connu depuis le début des années quatre-vingt un développement sans précédent, tant sur le plan quantitatif que d'un point de vue « qualitatif », avec l'apparition de produits financiers de plus en plus sophistiqués. Mais quels ont été les effets de ces mutations sur la nature des risques et leur gestion par les intermédiaires financiers, en particulier les banques ?

Les risques individuels et leur gestion

Presque toutes les opérations auxquelles se livrent les intermédiaires financiers sont risquées par nature. Il en a toujours été ainsi, mais les évolutions observées, au cours de la décennie passée, dans les structures financières et les opérations, ont modifié la nature des risques encourus et les instruments qui en permettent la couverture. Du fait, notamment, de la marchandisation, la gestion des risques individuels a occupé une place de plus en plus importante dans les activités des intermédiaires financiers — et singulièrement des banques —, avec l'apparition et le développement de marchés spécifiques — marchés à terme et marchés « futurs » — sur lesquels sont négociés les instruments de couverture. Il en est résulté un accroissement considérable des activités dites « hors-bilan », qui incluent toutes ces opérations de couverture mais sur lesquelles on ne dispose, malheureusement, que d'informations très fragmentaires.

Les principales catégories de risques individuels

Parmi les risques individuels, on distingue habituellement quatre catégories : le risque de contrepartie, le risque de liquidité, le risque dit « de marché », et l'ensemble des risques administratifs et techniques.

Le risque de contrepartie

La conclusion d'une opération financière quelle qu'elle soit, de l'emprunt classique à l'émission internationale de titres, fait peser sur le créancier, à l'échéance, un risque de défaillance du débiteur, dit « risque de contrepartie ». Selon qu'il s'agit d'une opération de bilan ou d'une opération de hors-bilan, ce risque sera d'une ampleur différente pour le créancier. Dans le premier cas, celui-ci fera une « perte sèche » totale dans l'hypothèse où le débiteur ne peut rembourser le prêt qu'il a obtenu, puisqu'il ne sera ni remboursé de sa créance principale, ni rémunéré par les intérêts perçus accessoirement au prêt. Concernant les opérations de hors-bilan

visant à garantir un taux d'intérêt plancher et/ou plafond — CAP, FLOOR, COLLAR —, la perte ne sera, quant à elle, qu'aléatoire puisque fonction des conditions (de marché) de remplacement de l'opération conclue, et indirecte car ne se traduisant pas nécessairement par une sortie de fonds.

De manière générale, les opérations de hors-bilan comportent des risques beaucoup plus importants sur les marchés de gré à gré que sur les marchés organisés, où il existe des chambres de compensation qui s'intercalent entre acheteurs et vendeurs et dont l'une des fonctions est d'assumer le risque de contrepartie à la place de ceux-ci. Dès lors, le développement des marchés organisés d'instruments à terme a correspondu, à la fois, à de meilleures possibilités de couverture et à une réduction de l'incidence globale de ce type de risque.

Dans cette catégorie figure également le risque dit « de livraison », qui peut exister du fait du décalage temporel entre la date de règlement de la transaction et la date de livraison des titres (il est de trois jours en France, depuis la mise en place du système RELIT — Règlement Livraison Titres). Pendant ce laps de temps, des problèmes techniques peuvent survenir, entraînant l'impossibilité pour le débiteur de remplir ses obligations.

Aujourd'hui, les risques de contrepartie qui pèsent le plus lourd sur les bilans des établissements de crédit des pays étudiés — et singulièrement au Royaume-Uni et en France — sont le risque immobilier — dû à des engagements parfois inconsidérés, en particulier dans l'immobilier de bureau — et le risque domestique — résultant en grande partie des montants excessifs de crédits accordés aux particuliers. Comme cela avait été le cas pour les créances sur les pays en voie de développement, les bilans des banques sont grevés de façon plus ou moins forte par la constitution de provisions pour couvrir ces risques.

Le risque de liquidité

Le risque de liquidité se matérialise lorsque le débiteur ne peut avoir à sa disposition, à l'échéance, les fonds ou les titres qu'il doit livrer, soit en quantité suffisante, soit en qualité équivalente — c'est-à-dire avec les mêmes caractéristiques que ceux qu'il avait reçus. Ce risque est variable selon la nature des titres concernés et il est, par exemple, beaucoup plus important sur des obligations d'entreprises peu connues du secteur privé que sur le compartiment des obligations du Trésor français dont la profondeur est assurée continûment par les Spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), créés en février 1989 ⁽¹²⁾.

Les risques de marché

Les risques de marché les plus importants sont le risque de change et le risque de taux.

(12) Leur rôle est d'assurer « le placement des valeurs du Trésor et la liquidité de leur marché » — 1^{ère} phrase du Cahier des charges des SVT.

- Le risque de change

Depuis le début des années quatre-vingt, deux tendances de fond ont caractérisé les marchés des changes : la volatilité importante des taux de change et une stabilité accrue — jusqu'à la mi-1992 au moins — des parités entre les monnaies du Système monétaire européen (SME). Il n'en résulte cependant pas que le risque de change est moindre pour les établissements européens, pour deux raisons au moins : d'une part, le volume quotidien moyen des transactions sur les marchés mondiaux des changes est extrêmement élevé (de l'ordre de 500 milliards de dollars) et, d'autre part, les trois grands pôles monétaires demeurent le dollar, le yen et le mark, dont les fluctuations de cours sont loin d'être négligeables.

- Le risque de taux

L'évolution des taux d'intérêt, en particulier à court terme, n'a pas été moins heurtée que celle des taux de change, et ce, dans tous les pays étudiés. Cela a eu — et a encore — pour conséquence une exposition croissante des établissements bancaires et financiers au risque de taux, d'autant plus que leurs positions sont longues et que les structures des portefeuilles détenus sont larges ⁽¹³⁾.

Les risques techniques et administratifs

Les risques techniques pesant sur les établissements bancaires et financiers, en particulier ceux qui interviennent sur les marchés boursiers, proviennent du fonctionnement des systèmes de transmission des informations, soit lorsqu'ils sont défectueux — panne complète d'un élément qui bloque l'ensemble du circuit ou, plus simplement, retard dans la diffusion —, soit lorsqu'ils entraînent des effets pervers, comme cela s'est produit lors du krach boursier de 1987 avec le « *program trading* ».

Les risques administratifs sont importants surtout dans les salles de marché des établissements de crédit, et en ce qui concerne les opérations sur les marchés boursiers de manière générale. En effet, lorsqu'une transaction est conclue, il faut s'assurer que les conditions de prix, de montant et de nature des titres négociés sont bien les mêmes pour les deux parties.

Enfin, on peut inclure dans les risques techniques et administratifs un risque général qui découle du non-respect des règles déontologiques en vigueur sur les marchés boursiers, qui peut entraîner, à une échéance plus ou moins éloignée, soit des défaillances totales et définitives d'établissements — voir, en France, le cas de la société de bourse Tuffier-Py-Ravier —, soit des poursuites judiciaires contre des intervenants eux-mêmes — l'exemple extrême étant le cas de Michael Milken aux Etats-Unis.

(13) Est également inclus dans la catégorie des risques de marché ce que certains auteurs nomment le « risque de position », qui se concrétise par l'existence de positions ouvertes sur des titres de marché — par exemple, position longue en mark du jour j au jour j+1 (O/N).

La gestion des risques par les établissements de crédit

Deux types de moyens, relevant chacun d'une logique particulière, permettent aux établissements de gérer ces différents types de risques. D'une part, il existe toute une série d'instruments destinés à empêcher les établissements de prendre des risques démesurés par rapport à leur surface financière ; d'autre part, ces mêmes établissements ont mis en place un système de gestion active de leur bilan, que l'on désigne sous le vocable « gestion actif/passif ».

Les mesures destinées à empêcher les banques de prendre des risques trop importants proportionnellement à leur structure financière sont de deux ordres : l'obligation de respecter un certain nombre de ratios prudentiels et la mise en place d'un système de suivi et de gestion des risques.

Les ratios à respecter

Les nouvelles lois bancaires des pays étudiés, hormis le *Banking Act* britannique et la loi bancaire italienne, prévoient explicitement l'obligation pour les établissements bancaires et/ou financiers de respecter un certain nombre de ratios. Ceux-ci s'appliquent, d'une part, à leurs ressources longues et, d'autre part, aux éléments de plus court terme de leurs bilan et hors-bilan.

• En France, l'article 51 de la loi bancaire du 24 janvier 1984 stipule : « Les établissements de crédit sont tenus, dans des conditions définies par le comité de la réglementation bancaire, de respecter des normes de gestion destinées à garantir leur liquidité et leur solvabilité à l'égard des déposants et, plus généralement, des tiers, ainsi que l'équilibre de leur structure financière... Ils doivent en particulier respecter des ratios de couverture et de division des risques ».

Conformément aux dispositions de l'article 51 précité, le Comité de la réglementation bancaire (CRB) édicte des règlements applicables immédiatement à tous les établissements soumis à la loi bancaire. Cinq règlements concernent les ressources longues des établissements de crédit (et des maisons de titres, selon le cas)⁽¹⁴⁾. L'article 1er du règlement n° 85-08 modifié stipule : « Les établissements de crédit sont tenus de respecter un rapport minimum, dit "rapport de couverture des risques", entre le montant de leurs fonds propres nets et celui de l'ensemble des risques qu'ils encourent du fait de leurs opérations. (...) », rapport qui est fixé à 5 %. Le règlement relatif au coefficient de fonds propres et de ressources permanentes s'applique aux établissements de crédit et aux maisons de titres et prévoit que le rapport fonds propres et assimilés/ressources permanentes doit être continuellement au moins égal à 60 %. Enfin, l'article 4 du règlement 86-04 prévoit que « les établissements assujettis doivent pouvoir justifier à tout moment que :

(14) Il s'agit : du règlement n° 90-02 du 23 février 1990 modifié relatif aux fonds propres ; du règlement n° 91-05 du 15 février 1991 relatif au ratio de solvabilité ; du règlement n° 85-08 modifié relatif à la couverture des risques ; du règlement n° 86-17 du 24 novembre 1986 modifié relatif au coefficient de fonds propres et de ressources permanentes ; et du règlement n° 86-04 modifié relatif à la division des risques. Les deux premiers règlements sont les transpositions en droit français des directives européennes n° 89/299/CEE et 89/647/CEE (cf. *infra*).

- le montant total des risques encourus sur un même bénéficiaire n'excède pas 40 % de leurs fonds propres nets ;
- le montant total des risques encourus sur les bénéficiaires dont les risques dépassent pour chacun d'entre eux 15 % des fonds propres nets desdits établissements n'excède pas l'octuple de ces fonds propres nets ».

Concernant les éléments de court terme du bilan des établissements, quatre règlements s'appliquent ⁽¹⁵⁾. Le règlement n° 88-01 oblige les établissements de crédit et les maisons de titres à respecter à tout moment un coefficient de liquidité (actif disponible/passif exigible) au moins égal à 100 %. De même, l'article 2 du règlement n° 89-02 stipule : « Les établissements assujettis sont tenus de respecter de façon permanente :

- un rapport maximum de 15 % entre le montant de leur position longue ou courte dans chaque devise étrangère et le montant de leurs fonds propres ;
- un rapport maximum de 40 % entre le montant de leurs positions courtes dans l'ensemble des devises, y compris le franc français, et le montant de leurs fonds propres nets (...) ».

Enfin, concernant les risques interbancaires et les risques de taux, aucune norme chiffrée n'est fixée, mais les établissements soumis aux dispositions des deux règlements cités doivent faire en sorte de ne pas avoir de tels risques en proportion trop importante de leurs fonds propres.

• En Allemagne, conformément aux articles 10, 10a et 11 de la loi bancaire du 11 juillet 1985, l'Office fédéral de surveillance bancaire a édicté, en date du 15 mai 1990, des Principes concernant le capital et la liquidité des banques. Le Principe 1 prévoit que l'actif risqué ne peut excéder 18 fois le montant du capital disponible. De même, le Principe 2 indique que l'actif à long terme (supérieur à quatre ans), provisions exclues, ne peut être supérieur à la somme des ressources financières longues. Le Principe 3, quant à lui, pose la même règle concernant l'actif et le passif d'une durée inférieure à quatre mois. Enfin, concernant le risque de positions, le Principe 1a fixe deux ratios : d'une part, le montant total des positions d'une banque entraînant un risque de position ne peut à aucun moment excéder 60 % de son capital et, d'autre part, les positions nettes de devises étrangères et métaux, de taux d'intérêt et sur les contrats à terme et d'options ne doivent pas être supérieures, respectivement, à 30 %, 20 % et 10 % de son capital, et ce, à tout moment.

• Au Luxembourg, la loi bancaire du 27 novembre 1984 fixe assez peu de normes. Ainsi, l'article 23 prévoit que l'Institut monétaire luxembourgeois (IML) peut, en accord avec son ministre de tutelle, prendre des « règlements fixant le rapport entre l'ensemble des moyens propres et le total du passif exigible des établissements de crédit », et que ledit rapport « ne pourra être inférieur à trois pour cent ni supérieur à dix pour cent ». De plus, l'article 24 stipule : « La valeur comptable du total des investissements d'un établissement de crédit en valeurs de participation, en créances sur filiales immobilières, en terrains et bâtiments, en matériel et mobilier ainsi qu'en général en toute valeur ayant le caractère économique d'immobilisé, ne peut dépasser le montant des fonds propres (...) ».

(15) Ce sont : le règlement n° 88-01 du 22 février 1988 modifié relatif à la liquidité, le règlement n° 89-02 du 22 juin 1989 modifié relatif à la surveillance des positions de change, et les règlements n° 90-07 du 20 juin 1990 et le règlement n° 90-09 du 25 juillet 1990 relatifs respectivement à la surveillance des risques interbancaires et au risque de taux sur les opérations de marché.

- En Italie, dans la loi bancaire du 12 mars 1936 modifiée en profondeur par une loi du 30 juillet 1990, aucune mesure précise n'est prévue, si ce n'est la possibilité donnée à l'Inspectorat pour la protection de l'épargne et pour l'exercice du crédit d'émettre des instructions à ce propos (art. 32 à 35).

- Au Royaume-Uni, enfin, comme en Italie, la loi bancaire (*Banking Act*) du 15 mai 1987 ne prévoit rien concernant des ratios prudentiels, hormis la possibilité donnée à la Banque d'Angleterre de prendre des mesures individuelles de sauvegarde.

La mise en place d'un système de mesure et de suivi des risques

Les moyens mis en place sont de deux sortes : des instruments spécifiques d'évaluation et de suivi des risques, et des mesures concernant l'organisation même de certains services.

- Les instruments d'évaluation et de suivi des risques

L'outil informatique est fondamental dans l'évaluation et le suivi des risques. Des logiciels permettent de connaître le plus précisément et le plus rapidement possible les différentes positions. Certaines législations nationales en prévoient explicitement la mise en place.

Ainsi, en France, cinq règlements du CRB régissent ce domaine⁽¹⁶⁾. Pour ne citer qu'un exemple, l'article 1^{er} du règlement n° 88-04 stipule : « Les établissements de crédit et les maisons de titres, mentionnées à l'article 99 de la loi du 24 janvier 1984 susvisée [remplacé, suite à la loi n° 92-665 du 16 juillet 1992], qui effectuent de manière habituelle des opérations sur instruments à terme doivent disposer :

- d'un système permanent de mesure permettant d'enregistrer immédiatement ces opérations et de calculer leurs résultats, ainsi que de déterminer les positions globales et les positions par instrument ;

- d'un système de surveillance et de gestion des risques encourus, faisant notamment apparaître les limites fixées par l'une des personnes qui, conformément à l'article 17 de la loi du 24 janvier 1984 susvisée, assurent la détermination effective de l'orientation de leur activité, ainsi que les conditions dans lesquelles ces limites sont respectées ;

- d'un système de contrôle permanent visant à vérifier le respect des procédures internes nécessaires à l'accomplissement des dispositions précédentes ».

- L'organisation interne des services

Les mesures mises en place pour le suivi et la gestion des risques concernent avant tout les services liés aux marchés boursiers. Elles sont variables selon les établissements et font l'objet d'une réglementation plus ou moins stricte. On peut en citer trois exemples : chaque opérateur dispose d'un montant maximal déterminé de

(16) Ce sont : le règlement n° 88-04 du 22 février 1988 relatif à la mesure et au contrôle des risques encourus par les établissements de crédit et les maisons de titres sur les marchés d'instruments à terme, le règlement n° 89-02 du 22 juin 1989 modifié relatif à la surveillance des positions de change, le règlement n° 90-07 du 20 juin 1990 relatif à la surveillance des risques interbancaires, le règlement n° 90-08 du 25 juillet 1990 relatif au contrôle interne et le règlement n° 90-09 du 25 juillet 1990 relatif aux taux d'intérêt sur les opérations de marché.

fonds qu'il peut engager, montant proportionnel à l'expérience qu'il a acquise sur les marchés ; un système d'horodatage des ordres est mis en place dans les salles de marché afin de prévenir, éventuellement, des contestations sur les conditions d'une opération conclue ⁽¹⁷⁾ ; enfin, une séparation nette est instaurée entre les services de *front office* et de *back office*, afin d'éviter toute fraude ou tentative de fraude sur la comptabilité.

La gestion active des risques individuels

De telles précautions ne sont, toutefois, pas suffisantes : il faut en effet que ces établissements gèrent les risques qui pèsent déjà sur eux. Pour ce faire, ils ont développé, depuis la seconde moitié des années quatre-vingt, une gestion plus active de leur bilan, qualifiée de « gestion actif/passif » (« *Asset/Liability Management* » ou ALM, dans la littérature anglo-saxonne).

Pour caractériser le positionnement nouveau des établissements bancaires dans ce domaine, il convient de souligner deux éléments. D'une part, le processus de marchandisation a eu pour conséquence de modifier le contenu de leur bilan. Ainsi, les conditions débitrices sur les opérations classiques de prêts se sont rapprochées des conditions des opérations non intermédiées faites sur les marchés ; de même, les ressources bancaires se sont modifiées, puisqu'une part croissante de celles-ci est désormais constituée de titres négociables, au détriment des dépôts (Belhomme *et alii*, 1991). D'autre part, l'instauration du ratio de solvabilité européen — qui entre en vigueur le 1^{er} janvier 1993 — fait peser sur les établissements de crédit une contrainte en termes de taille de bilan. Ainsi, « confrontée à une contrainte supplémentaire, la gestion actif/passif a donc dû intégrer une nouvelle variable décisionnelle : la taille du bilan, i.e. l'arbitrage entre les activités de bilan et de hors-bilan. » (Lubochinsky, 1991).

Les établissements de crédit ont donc fortement développé leurs opérations de hors-bilan — tout en continuant, bien évidemment, d'utiliser la gestion traditionnelle qu'ils menaient auparavant. Toutefois, les pays étudiés n'ont été marqués ni par les mêmes innovations financières, ni par la même fréquence d'apparition de ces innovations. Ainsi, les marchés à terme et optionnel britanniques (LIFFE et LTOM) ont été ouverts dès 1982, alors que les français (MATIF et MONEP) ont vu le jour, respectivement, en 1986 et 1987 ; au contraire, le DTB allemand (marché à terme et d'options) n'a été créé qu'en 1990, alors que l'Italie n'a simplement pas créé de tels marchés. De ce fait, les établissements de crédit se sont reportés dans des proportions variables vers les trois principaux instruments de hors-bilan — les contrats à terme, les options et les swaps — qui permettent, entre autres choses, d'effectuer des opérations de couverture.

N'ayant que très difficilement accès aux hors-bilans des établissements de crédit, il est impossible de décrire avec précision l'évolution des montants des opérations effectuées sur les marchés dérivés organisés — auxquelles il faudrait,

(17) En France, l'horodatage des ordres est obligatoire depuis le règlement du CRB n°90-12 du 25 juillet 1990.

par ailleurs, ajouter les opérations sur les mêmes instruments faites sur les marchés de gré à gré ⁽¹⁸⁾.

Le recours croissant aux instruments des marchés dérivés a donc permis aux établissements de crédit, en particulier du Royaume-Uni, de la France et, dans une moindre mesure, de l'Allemagne, de mener une gestion de leur structure de bilan plus dynamique et plus diversifiée, et ce, afin de mieux gérer certaines catégories des risques qu'ils supportent. Cependant, le développement de ces produits et leur utilisation comme instruments spéculatifs dans des opérations de gré à gré, peuvent, parallèlement aux opérations de couverture, mettre certains établissements de crédit dans des positions risquées. Ainsi, l'utilisation de ces contrats peut permettre une gestion plus active du bilan — et du hors-bilan — des établissements bancaires, mais elle ne signifie pas pour autant que les risques individuels pesant sur eux diminuent globalement.

Les risques systémiques

Si les processus de déréglementation et d'innovations financières observés au cours des dernières décennies ont eu notamment pour conséquence d'accroître substantiellement les possibilités de couverture des risques individuels pour les différentes catégories d'agents financiers et non financiers, il n'en est pas nécessairement résulté une réduction des risques d'instabilité du système financier dans son ensemble. En fait, il apparaît que la persistance, voire le renforcement, des risques d'instabilité est intrinsèquement liée à la nature même des fonctions d'intermédiation financière dans un univers caractérisé par l'incertitude sur le futur, par l'imperfection et l'asymétrie de l'information. L'irréductibilité du risque tient, à la fois, au caractère coûteux de la couverture et à l'existence d'interdépendances fortes entre les situations financières des différents intervenants, ce qui engendre une dimension indiversifiable et inassurable dans les risques individuels. Dans un système financier décentralisé, l'instabilité potentielle est alors d'autant plus grande que les comportements des agents, face à ces interdépendances stratégiques, sont sujets au mimétisme et à la « myopie intrinsèque » (Aglietta, 1991b et 1992a), du fait même de l'imperfection de l'information, qui incite à tenir compte, dans l'évaluation des risques, des opinions des autres intervenants et engendre ainsi des phénomènes de contagion.

Risque systémique dans le secteur bancaire

Alors que l'histoire monétaire du XIX^e siècle jusqu'à la Grande dépression des années trente est jalonnée de graves crises bancaires, c'est au contraire la relative stabilité des systèmes nationaux qui a caractérisé, partout, les années qui séparent la fin de la Deuxième guerre mondiale du premier choc pétrolier. Depuis lors, des cas

(18) La Banque des règlements internationaux (BRI), notant que, dans de nombreux cas, les opérations sur contrats à terme ont été supérieures en valeur à celles des marchés au comptant, souligne que « les coûts de transaction inférieurs, l'effet de levier plus élevé et un plus grand niveau de liquidité ont été d'importants facteurs de la substitution de l'activité sur contrats à terme au détriment des instruments sous-jacents » et que « les marchés d'instruments à terme ont complété de plus en plus des formes traditionnelles d'activité bancaire » (BRI, 1992).

de faillite bancaire, d'abord relativement isolés — faillite de la banque allemande Herstatt en 1974, sauvetage par les autorités monétaires américaines de la Continental Illinois en 1984, etc. — puis dans de véritables séries, au cours des années plus récentes — la BCCI au Royaume-Uni, de nombreuses Caisses d'épargne et banques américaines, plusieurs grandes banques dans les pays scandinaves, etc. — et de sérieuses difficultés, notamment au Japon et en France, pour les banques très engagées dans le financement de l'immobilier ou très liées aux marchés boursiers sont venus rappeler que les risques d'instabilité des systèmes bancaires étaient loin d'avoir disparu de nos systèmes, en dépit de leur sophistication croissante dans la couverture des risques.

• De la spécificité des activités de banque

Les risques d'instabilité inhérents au fonctionnement des systèmes bancaires naissent du caractère très spécifique des activités de banque, irréductibles à celles d'intermédiation par le marché. Faute d'avoir articulé clairement les éléments qui fondent cette spécificité, les analyses modernes — notamment l'ouvrage de Gurley et Shaw (1960) et la monumentale histoire monétaire des Etats-Unis de Friedman et Schwartz (1963) — ont longtemps été dans l'incapacité de rendre compte des phénomènes de crise bancaire, même si certains auteurs — en particulier, Galbraith (1954), Minsky (1986) et Kindleberger (1978) — continuaient d'insister sur les risques d'instabilité systémique et la mécanique du déclenchement et de la propagation des crises. Le développement d'une nouvelle théorie de la nature de la firme bancaire et de son rôle, à partir du début des années soixante-dix — avec, notamment, les travaux de Klein (1970), Jensen et Meckling (1976), Fama (1980) sur la nature de la firme, et de Jaffee et Stiglitz (1981) et Stiglitz et Weiss (1981) sur les asymétries d'information dans les transactions de crédit — a cependant permis de mieux cerner ce qui, dans les déterminants des comportements des banques, de leurs actionnaires et de leurs clients, fondait l'existence de risques systémiques et était susceptible d'engendrer, dans certaines conditions, leur concrétisation sous forme de crise bancaire.

Selon ces analyses ⁽¹⁹⁾, l'existence même des banques — et plus généralement des institutions financières —, dans un environnement caractérisé, par ailleurs, par l'existence de marchés financiers, s'explique essentiellement par les imperfections et asymétries d'information que les marchés, incomplets et imparfaits, donc sujets à l'incertitude, sont dans l'impossibilité de réduire. Les banques apparaissent ainsi comme des institutions dont l'existence répond à la double nécessité d'économiser sur les coûts de transaction, dans un univers de relations multilatérales d'échange, et sur les coûts d'information et « coûts d'agence », engendrés par les imperfections et asymétries de l'information en matière de crédit ; elles facilitent, pour les déposants, les opérations de paiements et, dans leur rôle d'intermédiation et de crédit, se spécialisent dans la collecte d'information sur les débiteurs. Dans cette double tâche — caractérisée par l'existence d'économies d'échelle et de réseau, qui poussent à la concentration et induisent des « barrières naturelles » à l'entrée dans

(19) Deux études françaises récentes offrent une présentation relativement synthétique de cette importante littérature théorique — largement inspirée des travaux de Akerlof (1970) sur les marchés avec information asymétrique, et de Kreps et Wilson (1982), sur le rôle de la réputation —, ainsi que de nombreuses références bibliographiques : Tarazi, 1992 ; Chevallier-Farat, 1992.

le secteur —, elles réduisent les effets inhibants des imperfections des marchés financiers sur le développement de relations d'échange et de crédit mutuellement avantageuses pour les agents non bancaires. Mais ces activités — et celles qui sont facilitées par leur position d'intermédiaires, comme la transformation — aboutissent aussi à déplacer une partie des problèmes liés à ces coûts au niveau des relations entre la banque et ses clients d'une part, et entre banques d'autre part ⁽²⁰⁾, laissant subsister des externalités, sources d'interdépendances stratégiques, dans la mesure où le système bancaire est décentralisé (cf., notamment, Aglietta, 1992a ; Vives, 1991).

L'information limitée dont dispose le déposant sur la « solidité » de sa banque — et notamment sur son aptitude à faire face aux retraits — le conduit inévitablement à fonder, au moins en partie, son jugement sur l'information générique disponible sur le système bancaire et sur le comportement des autres déposants. Il s'ensuit également que la réputation (Kreps et Wilson, 1982) joue un rôle important dans les activités bancaires et que les relations de la banque avec sa clientèle seront généralement durables. Mais ces caractéristiques impliquent aussi l'existence d'interdépendances stratégiques entre les banques et peuvent susciter des comportements mimétiques dans la clientèle en cas de perte de confiance.

De manière similaire, l'incertitude sur le rendement futur des projets financés par les crédits octroyés et, plus généralement, l'information limitée de la banque sur la solvabilité effective de ses débiteurs contraignent les banques à une évaluation en partie procédurale et « discriminatoire » ⁽²¹⁾ des risques. De tels comportements bancaires engendrent des phénomènes de rationnement du crédit (Stiglitz et Weiss, 1981), ainsi qu'une tendance à la « myopie intrinsèque » (Aglietta, 1992a) et à la sous-estimation ou sur-estimation de certaines classes de risques, qui encouragent les comportements mimétiques des banques, tant dans l'excès d'octroi de crédits que dans la parcimonie. Dès lors, les évolutions des activités bancaires tendent à prendre un caractère cyclique ⁽²²⁾, marqué par des discontinuités qui peuvent être brutales, débouchant alors sur des crises dont l'ampleur dépend de la structure et de la fragilité du secteur, et des mécanismes de prévention et de contrôle en place (cf. *infra*).

- Deux types de risques systémiques dans le secteur bancaire

L'identification de ces deux grandes catégories d'imperfections de l'information inhérentes au secteur bancaire permet de rendre compte des deux principaux types d'instabilité observables dans les systèmes bancaires modernes.

(20) En outre, les imperfections d'information qui caractérisent la relation entre la banque et ses actionnaires influent sur le choix des objectifs poursuivis (cf., en particulier, Kim et Santomero, 1984 ; Rochet, 1992), donc sur l'ensemble des comportements, notamment en matière de prise de risque et de couverture.

(21) Au sens de l'économie de la discrimination, c'est-à-dire en fondant l'évaluation sur des caractéristiques communes observables et que l'opinion commune associe à des réalités pertinentes mais inobservables.

(22) Sur le rôle des intermédiaires financiers dans la genèse et la propagation des cycles de l'activité, voir, notamment : Fayolle, 1993.

Du côté des déposants, dont l'évaluation du risque pesant sur la capacité de leur banque à faire face à un retrait dépend, en partie, de la perception qu'ils ont de la fragilité de l'ensemble du secteur — ou d'une catégorie d'établissements —, les comportements mimétiques et les interdépendances stratégiques peuvent être à l'origine du déclenchement et de la propagation de paniques bancaires (Diamond et Dybvig, 1983 ; Diamond, 1984), entraînant éventuellement des ruptures graves dans le système des paiements. Objet de la majorité des analyses existantes, cette forme classique de crise systémique s'est manifestée de manière récurrente depuis les débuts des systèmes de paiements fondés sur l'utilisation de monnaie scripturale jusqu'au début des années trente (Kindleberger, 1978). Si de telles crises généralisées n'ont jamais été observées depuis lors dans les économies occidentales — grâce, notamment, aux améliorations apportées aux règles et aux institutions destinées à les prévenir (cf. *infra*) —, le risque systémique (Aglietta, 1991b ; Nouy, 1992) correspondant n'a pas pour autant disparu, comme l'illustre la propagation de certaines crises locales ou sectorielles récentes, notamment aux Etats-Unis.

Du côté des crédits, le mimétisme des banques et leur « myopie intrinsèque » sont susceptibles d'engendrer aussi bien des phénomènes de croissance excessive de l'endettement de certaines catégories de débiteurs — dont le surendettement des pays en développement, au début des années quatre-vingt, de certaines catégories de ménages, notamment dans les pays anglo-saxons, et de certaines classes d'intervenants sur les marchés spéculatifs (Bourses et immobilier, en particulier) fournissent des illustrations récentes. Dans tous ces cas, la phase d'expansion du crédit, nourrie par la sous-évaluation systématique d'une classe particulière de risques individuels, est suivie d'un retournement, généralement lié à la manifestation d'une défaillance, entraînant une contraction sectorielle ou globale — « *credit crunch* » — du crédit bancaire dont la propagation est facilitée par l'existence d'interdépendances stratégiques entre les créanciers d'un même débiteur ⁽²³⁾.

Risque financier global

Les risques systémiques qui caractérisent le secteur bancaire au sens strict ne constituent, cependant, qu'une dimension — certes importante et traditionnellement soulignée dans les analyses, parce qu'elle concerne le système de paiements, donc la monnaie — du risque systémique dans les secteurs financiers et bancaires contemporains, en raison des multiples interdépendances existant entre les agents et les marchés.

• Interdépendances des bilans et des marchés d'actifs

Si, comme tendent à l'indiquer les analyses récentes des sources de l'instabilité bancaire, celle-ci naît et se propage du fait-même des imperfections des marchés et de l'information et des interdépendances stratégiques qu'un tel contexte engendre entre les parties prenantes, les nombreuses connections qui unissent les banques aux autres agents financiers, soit directement, soit par la médiation des marchés d'actifs (cf. *supra*), contribuent à l'existence d'un risque que l'on pourrait qualifier de risque financier global.

(23) Pour une analyse détaillée de ces phénomènes dans le contexte de la dette des pays en développement, voir Cohen (1986).

Parmi les dimensions de ce risque multiforme, trois éléments méritent, sans doute, d'être soulignés, qui paraissent particulièrement pertinents dans le contexte de l'intégration financière européenne contemporaine. Le premier concerne la tendance à la marchandisation des éléments des bilans, déjà évoquée pour les banques mais observable aussi dans l'ensemble des institutions financières et, dans une certaine mesure, des agents non financiers. Une telle évolution rend les structures de bilan plus sensibles à la conjoncture des marchés d'actifs — financiers et immobiliers —, multipliant ainsi les canaux de transmission et d'amplification des phénomènes d'instabilité qui se manifestent sur ces marchés, également sujets aux comportements mimétiques dont les « bulles spéculatives rationnelles » sont l'illustration la plus souvent citée et analysée.

L'internationalisation et la globalisation (Aglietta, Brender et Coudert, 1990) des banques, agents financiers et marchés est une deuxième évolution porteuse d'instabilité systémique, notamment parce qu'elle facilite la délocalisation des intermédiaires et des activités, qui sont de ce fait plus difficilement contrôlables (cf. *infra*). En outre, il en résulte, dans le système monétaire international actuel de changes flottants, une interdépendance étroite entre les marchés d'actifs et les marchés des changes, dont les mouvements spéculatifs peuvent ainsi entrer en résonance.

Enfin, les relations directes de propriété et de contrôle qui unissent de plus en plus fréquemment — grâce, notamment, aux grandes vagues de fusions et acquisitions des dix dernières années — et de plus en plus étroitement des agents financiers de différentes catégories (sous la forme, en particulier, de conglomerats financiers) et/ou non financiers (contrôle d'entreprises par des intermédiaires financiers ou l'inverse, et participations croisées entre sociétés non financières) contribuent également à ces interdépendances stratégiques et aux risques d'instabilité qui en découlent, en renforçant la part de l'« auto-évaluation » dans les mécanismes de détermination des prix sur les marchés des actifs. La complexité croissante des relations dans la sphère financière peut ainsi faire naître une certaine « illusion patrimoniale » (Kleinpeter, 1991), porteuse de risque financier global.

- L'ambivalence de la concentration et de la concurrence

Alors que l'on peut, semble-t-il, discerner, dans les évolutions récentes et prévisibles des structures financières en Europe, à la fois un renforcement de la concurrence entre institutions financières, en particulier du fait des décloisonnements et de l'internationalisation croissante des marchés financiers, et une tendance à la concentration des agents financiers, dont la forme ultime est le conglomérat financier, les conséquences de ces développements sur les risques systémiques sont difficilement prévisibles, car résultant de combinaisons d'effets antagoniques. Ainsi l'ouverture des marchés et le renforcement de la concurrence permettent-ils une meilleure diversification des risques individuels et, probablement, une plus grande efficacité microéconomique des systèmes financiers ; mais ces évolutions tendent, pour les mêmes raisons, à réduire la profitabilité des intermédiaires et à les « fragiliser », tout en renforçant certaines imperfections de l'information.

A l'inverse, la concentration des institutions financières et bancaires, qui tend à limiter la concurrence effective entre intermédiaires, peut certes éviter la fragilisation

en assurant aux agents financiers une « surface », une diversification et une rentabilité suffisantes ; elle peut aussi, en réduisant la composante stratégique des interdépendances, contribuer à atténuer certaines sources de risque systémique. Mais elle risque, en contrepartie, d'aggraver les conséquences systémiques des défaillances individuelles et de les rendre plus probables en encourageant, de la part des conglomérats, des prises de risques plus importantes un niveau moindre de provisionnement, en raison, notamment, de l'assurance que confère la taille, de la difficulté du contrôle prudentiel de telles structures et de l'incitation à la prise de risque que constitue, pour un agent financier de grande taille, l'application, par les autorités, de la doctrine « *too big to fail* » (cf. *infra*).

Réglementation et prévention des crises

La vague de déréglementation financière des années quatre-vingt n'a pas abouti à la suppression des contrôles de la part des différentes autorités nationales compétentes. Mais elle a induit des mutations profondes dans les systèmes qui obligent à en repenser radicalement les modalités (cf., également : Aglietta, 1991a ; Enfrun, 1992 ; Rochet, 1991 et 1992a et b ; Lagayette, 1991 ; Le Cacheux et Magnier, 1993).

Les objectifs du contrôle

Les différentes formes d'interférences des autorités avec le fonctionnement des systèmes financiers doivent en principe viser la combinaison optimale d'efficacité et de stabilité dans les performances. Bien que particulièrement simples dans leur énoncé, les objectifs souhaitables du contrôle, notamment prudentiel, des agents et marchés financiers ne présentent pas, en pratique, l'évidence que l'on rencontre dans d'autres domaines de l'intervention publique. L'ambiguïté des conclusions des analyses récentes, sommairement résumées dans ce qui précède, suggère, au contraire, qu'il ne s'agit pas là d'un classique problème d'arbitrage entre deux objectifs reliés entre eux par une simple corrélation négative et que les liens entre instruments et objectifs ne sont, eux-mêmes, pas non plus immédiats : par quel type d'intervention réglementaire obtient-on plus de stabilité dans un système donné ? Et ce « plus de stabilité » est-il inéluctablement synonyme de moindre efficacité ?

La nature-même des sources de l'instabilité — les imperfections des marchés et de l'information et les externalités et interdépendances qu'elles engendrent — fournit une justification théorique à la présomption de bien-fondé de l'intervention publique. Le problème peut, en effet, être reformulé dans les termes classiques de

l'« économie du bien-être »⁽²⁴⁾ : les imperfections identifiées ne peuvent être intégralement éliminées ; elles rendent inaccessible la structure décentralisée optimale de la concurrence parfaite ; et elles fondent l'existence, potentielle au moins, de modalités d'intervention correctrices qui constituent des améliorations parétiennes par rapport à une situation de laisser-faire complet qui est nécessairement sous-optimale.

En outre, l'importance, dans le fonctionnement des systèmes financiers, des facteurs de risque et l'identification des risques systémiques comme sources principales de l'instabilité suggère que les difficultés inhérentes aux systèmes d'assurances — et singulièrement, les problèmes d'« aléa moral » et d'inassurabilité de certains risques — sont également au cœur du problème de prévention des crises bancaires et financières.

Reste à justifier une telle sollicitude pour les systèmes financiers : après tout, on s'émeut guère de ce que le fonctionnement d'un casino entraîne, de temps à autre, des pertes fracassantes pour tel ou tel joueur, au point parfois de le ruiner ; et pas davantage de ruines personnelles ou de faillites en cascade provoquées par des comportements mimétiques sur certains marchés très spéculatifs. Trois raisons, au moins, peuvent être invoquées pour fonder le souci de prévenir les crises bancaires et financières : la protection des épargnants, indispensable à l'existence-même d'échanges de capacités de financement ; la nécessité, symétrique, de permettre aux entrepreneurs de mobiliser des financements pour des projets d'investissement productifs par nature risqués ; enfin, la vulnérabilité des systèmes des paiements fondés sur la monnaie scripturale et leur rôle essentiel dans le bon fonctionnement des économies de marchés contemporaines (cf., notamment, Aglietta, 1991a).

Les instruments

Les pouvoirs publics disposent, dans les différents pays, d'une palette *a priori* très large de moyens d'influencer la structure des systèmes bancaires et financiers et les comportements des institutions qui les composent. Les performances de ces systèmes, en termes tant d'efficacité que de stabilité, dépendent, quant à elles, des interactions de ces instruments très divers entre eux et avec les structures financières existantes : en cela, chaque système national a une « identité propre ».

• Les organes du contrôle

Bien qu'il existe, dans tous les pays développés, des autorités de tutelle des organismes bancaires et financiers, et de surveillance des marchés financiers, leur nature juridique, les liens institutionnels et fonctionnels qui les unissent et leurs attributions diffèrent considérablement d'un pays à l'autre (cf. OCDE, 1992, et *infra*). Cette grande diversité, fruit de l'héritage historique, complique singulièrement le problème du contrôle des systèmes et de la prévention des crises dans le cadre de

(24) C'est-à-dire, dans la tradition parétienne et pigouvienne, de l'intervention correctrice d'une sous-optimalité engendrée par des imperfections de marché.

l'intégration financière européenne (Aglietta, 1992b), parce qu'elle impliquera, à terme, un partage et une définition claire de certaines responsabilités, notamment dans la gestion des crises, qui sont souvent mal définies dans les cadres nationaux et font l'objet de décisions *ad hoc*.

Les banques centrales et les ministères économiques ont, dans la plupart des pays, un rôle prépondérant dans la définition des conditions d'exercice des professions bancaires et financières (barrières légales à l'entrée et structures des bilans) ; mais le partage des tâches entre ces deux autorités publiques et le degré d'indépendance des premières sont très divers. L'intégration monétaire et financière européenne entraîne à la fois une harmonisation des règles — déjà largement entamée (cf. *infra*) —, qui va de pair avec l'affirmation d'une autorité publique supra-nationale, et une modification du statut juridique des banques centrales nationales — l'indépendance à l'égard des autorités politiques, puis leur intégration au sein du Système européen de banques centrales (SEBC), conformément aux dispositions du traité de Maastricht (voir, par exemple : Chiappori *et alii*, 1991 ; Le Cacheux, Mathieu et Sterdyniak, 1992 ; Folkerts-Landau et Garber, 1992 ; Aglietta, 1992b ; Padoa-Schioppa, 1992). Ces évolutions impliquent, d'une part, que l'on précise, dans certains pays, les rôles, pour l'instant mal cernés, des autorités politiques et de la banque centrale, d'autre part que l'on donne au principe de subsidiarité un contenu concret en la matière.

Les fonctions de supervision et de contrôle des institutions bancaires et financières et des marchés sont, quant à elles, confiées, selon des modalités diverses, à la banque centrale, à des autorités publiques indépendantes — telles que la Commission des opérations de Bourse (COB), en France — et/ou à des organismes professionnels. Dans ce domaine également, les arrangements nationaux diffèrent très sensiblement, en particulier dans le partage des rôles entre public et professionnel. Les processus en cours — notamment la globalisation financière et l'internationalisation —, qui devraient affaiblir certains mécanismes régulateurs nationaux, tels que les traditions professionnelles spécifiquement nationales et la solidarité de place, risquent de remettre en cause l'efficacité de ces procédures et obligent donc à reconsidérer les attributions, afin d'éviter l'apparition de « points aveugles » dans les dispositifs de contrôle.

Enfin, les compétences en matière de prévention et de gestion des crises — assurance des dépôts et fonction de « prêteur en dernier ressort » —, qui relèvent, selon les pays, soit des autorités publiques de tutelle, soit d'organismes privés gérés par les professionnels, devront, elles aussi, être précisées, faute de quoi l'intégration financière entraînerait un accroissement sensible des risques d'instabilité.

• Barrières légales à l'entrée et restrictions réglementaires

L'institution de barrières légales à l'entrée a pour but de permettre aux autorités d'influencer les structures des systèmes bancaires et financiers et de définir ainsi le contexte concurrentiel des professions concernées. Ces barrières incluent, le plus souvent, la définition des conditions d'accès des entreprises aux différentes professions et aux marchés financiers — statut juridique, conditions d'« honorabilité », apports minimums en capital et obligations en matière de garanties. Mais elles comprennent aussi, bien que de manière diverse selon les pays, de nombreuses restrictions légales et réglementaires à l'instauration de liens, patrimoniaux ou fonctionnels, entre les différentes catégories d'intermédiaires financiers — banques,

de dépôts ou d'affaires, assurances, sociétés de bourse — et entre les institutions financières et les entreprises non financières — interdiction ou limites strictes du contrôle d'une institution financière par une entreprise non financière, limites sur les participations des banques dans le capital d'entreprises non financières, etc. (OCDE, 1992 ; cf. *infra*). On peut également inclure dans cette catégorie d'instruments de contrôle *a priori* l'ensemble des restrictions s'appliquant aux produits financiers offerts, les plafonds de taux d'intérêt et l'interdiction de rémunération des dépôts à vue, etc.

Toutes ces barrières légales à l'entrée et réglementations ont pour objet d'influencer la physionomie des systèmes bancaires et financiers et, avec les fiscalités spécifiques, de déterminer les conditions de leur concurrence. Toutefois, si leur mise en œuvre a incontestablement été déterminante dans l'évolution passée du paysage financier des différents pays, l'internationalisation croissante a, dans ce contexte aussi, pour conséquence d'en amoindrir la portée, en ouvrant d'importantes possibilités de contournement et en rendant les vérifications des autorités plus difficiles.

- Structure des bilans et ratios prudentiels

Dans tous les pays développés, les autorités ont, depuis longtemps, eu recours à l'imposition, pour des raisons soit prudentielles soit de contrôle des activités bancaires, de différents ratios de bilan. Dans cette catégorie, entrent notamment les réserves obligatoires sur les dépôts et les crédits, déposées sans rémunération auprès de la banque centrale, les ratios prudentiels, les réserves techniques des assurances et les coefficients de capitalisation des sociétés de bourse. Dans le contexte prudentiel qui nous occupe, l'objectif de ces restrictions sur la structure des bilans des institutions financières est d'influencer directement leurs comportements et leurs choix, et en particulier d'éviter, en proportionnant le montant minimum de certaines réserves à des catégories spécifiques d'engagements risqués, que la gestion des risques individuels ne mette en péril ces institutions : le provisionnement en est ainsi imposé.

Avec la déréglementation bancaire et financière des années soixante-dix-quatre-vingt et la « titrisation » de nombreux éléments de bilan des établissements financiers, les dangers d'une exposition excessive à certains risques ont été de plus en plus apparents. C'est pour répondre à cette montée des périls que les autorités — nationales et internationales — ont choisi de généraliser l'imposition de ratios prudentiels (cf. *infra*). Leur usage ne va pourtant pas sans soulever de délicats problèmes : en premier lieu, de dosage, car le choix de ratios prudentiels excessivement contraignants pourrait, initialement, mettre en difficultés certains établissements ⁽²⁵⁾ et serait susceptible, à plus longue échéance, soit de décourager la prise de risque, ce qui serait néfaste à la croissance, soit de « délocaliser » les risques vers d'autres catégories d'agents moins contraints et moins contrôlés, ce qui

(25) En France, certains grands banquiers ont ainsi récemment plaidé pour une suspension de l'application du ratio Cooke ; de même, aux Etats-Unis, on estime que certaines banques pourraient avoir des difficultés à les satisfaire au moment de son entrée en vigueur.

serait également dangereux pour la stabilité du système ; ensuite, de valorisation ⁽²⁶⁾, car il convient alors de choisir une convention pour évaluer les éléments du bilan concernés — valeur de bilan ou valeur de marché, fréquence de l'évaluation, etc. —; enfin, de contournement, en ce qui concerne, notamment les activités hors bilan.

- La supervision et le contrôle

Pour vérifier le respect, par les différents intervenants, de l'ensemble de ces règles, il existe habituellement des autorités de tutelle qui, en outre, surveillent en permanence le bon fonctionnement des marchés et des systèmes de paiements et de livraisons des titres. Outre ces organismes publics de tutelle, dont la coordination est, de plus en plus, indispensable, il existe, dans la plupart des pays européens, des organisations professionnelles dont le fonctionnement s'apparente à celui d'un club et qui, par des règles souvent non écrites, s'assurent de la bonne gestion de leurs membres. Une telle supervision, particulièrement développée au Royaume-Uni et, dans une certaine mesure, en Allemagne, est d'autant plus efficace que la solidarité de place est effective. Elle risque donc, elle aussi, d'avoir moins d'effets dans un contexte plus ouvert. En outre, elle peut, dans certains cas, favoriser une collusion tacite entre les établissements financiers et leurs autorités de tutelle, soit pour préserver des positions indument protégées, soit pour laisser des situations financières se dégrader au delà du raisonnable ⁽²⁷⁾.

- L'assurance des dépôts

La volonté de protéger les épargnants — en l'occurrence, les déposants — et de prévenir certaines formes d'instabilité liées au risque d'insolvabilité des banques a conduit à instituer, aux Etats-Unis d'abord et, plus récemment, dans les pays de la CE, des systèmes d'assurance — publics ou privés, mais obligatoires — des dépôts bancaires. Dans la mesure où ils sont connus du public et assurent une couverture suffisante, de tels systèmes permettent d'éviter que l'annonce de difficultés pour un ou plusieurs établissements n'engendre un phénomène de panique bancaire, avec retrait massif des dépôts, qui déstabiliserait l'ensemble du secteur — ou une catégorie d'établissements — et déboucherait sur une rupture du système de paiements. Les imperfections et asymétries de l'information inhérentes à la relation entre les banques et leur clientèle exposent les mécanismes d'assurance aux dangers de la sélection adverse et justifient donc qu'ils aient un caractère obligatoire.

Les exemples récents de défaillances d'établissements de dépôts — et en particulier la crise des caisses d'épargne américaines — ont illustré l'efficacité de ces mécanismes d'assurance des dépôts dans la prévention des paniques bancaires. Mais ils ont également révélé les effets pervers qu'ils suscitent sur les comportements bancaires : dans un environnement bancaire et financier concurrentiel, déréglementé et peu supervisé, l'assurance des dépôts est particulièrement exposée

(26) Le problème se pose depuis longtemps dans le cas des sociétés de bourse, « *market makers* » et arbitragistes. Il prend actuellement une tournure aiguë dans le contexte de « déflation des actifs ». Il existe, aux Etats-Unis, une controverse très animée sur ce point depuis le printemps 1992.

(27) L'exemple récent de la BCCI et de la « bienveillance » de la Banque d'Angleterre à l'égard de sa gestion illustre ce type de danger.

au problème d'« aléa moral », les établissements choisissant des stratégies d'investissement et de gestion d'autant plus risquées qu'ils — et leurs déposants — savent les dépôts protégés. Une telle dérive peut être, en partie, évitée par l'institution de primes d'assurance dont le barème est fonction des caractéristiques de risque de l'actif des bilans des établissements — comme c'est le cas aux Etats-Unis depuis la réforme bancaire de 1991. Mais une telle procédure suppose que l'on puisse évaluer convenablement les risques individuels.

• Le prêteur en dernier ressort et l'« assureur ultime »

Même l'existence de systèmes d'assurance obligatoire des dépôts ne suffit pas à garantir la stabilité bancaire et financière, dans la mesure où les composantes systémiques du risque demeurent et où l'on ne peut éliminer complètement l'aléa moral. D'où la nécessité de prévoir la possibilité d'interventions « en dernier ressort » d'une instance supérieure en cas de crise grave ou de péril jugé suffisant pour y conduire. Tous les systèmes bancaires et financiers contemporains sont ainsi caractérisés par l'existence, explicite ou tacite, d'un « prêteur en dernier ressort » (cf., en particulier, Aglietta, 1991a), censé intervenir, de manière discrétionnaire, dans les cas extrêmes où les autres dispositifs de prévention des crises se révèlent insuffisants.

La doctrine du prêteur en dernier ressort, initialement développée par Bagehot (1873), distingue les difficultés dues à l'illiquidité — par nature temporaire — des établissements de celles dues à leur insolvabilité et ne concerne, en principe, que les premières. Il s'agit alors pour la banque centrale — ou, dans les pays où la solidarité de place est suffisante, pour l'ensemble des établissements — d'injecter des liquidités de manière à empêcher que des difficultés jugées temporaires ne dégénèrent en crise systémique du fait de l'interdépendance des agents bancaires et financiers et des réactions de panique éventuelles des créanciers et déposants. Pour éviter de créer des incitations perverses liées à l'aléa moral, il est indispensable qu'un tel recours ultime conserve un caractère discrétionnaire et s'accompagne de mesures coercitives de redressement de la situation du ou des établissements défaillants. Dans certaines circonstances conduisant à l'illiquidité d'intermédiaires, l'intervention du prêteur en dernier ressort peut ainsi se révéler efficace, tout en ne compromettant pas sérieusement les objectifs de contrôle de la liquidité par la banque : ce fut le cas, notamment, au lendemain du krach boursier de l'automne 1987 dans la plupart des pays concernés.

Mais l'existence du prêteur en dernier ressort entretient, même si son intervention demeure hypothétique, le doute quant à la possibilité de défaillance des établissements et risque donc de les inciter, en l'absence d'une supervision efficace, à une gestion imprudente. Ce risque est renforcé, dans le cas des établissements de grande taille — par rapport au système bancaire national —, par l'idée, communément admise, qu'une défaillance majeure ne sera jamais permise (« *too big to fail* »), ce qui peut conduire les autorités à prendre, à l'occasion, des risques calculés et à « faire un exemple », comme l'illustre la faillite de la banque allemande Herstatt.

Plus fondamentalement toutefois, la distinction théorique entre illiquidité et insolvabilité n'est pas toujours claire en pratique et il peut arriver, notamment du fait des risques systémiques, que la première induise la seconde. En outre, la gestion efficace des crises et la prévention de leur propagation exige souvent de faire face

à de véritables défaillances, en situation d'insolvabilité. Enfin, même dans les systèmes où existent des mécanismes d'assurance des dépôts, ceux-ci peuvent s'avérer insuffisants, ne serait-ce qu'en raison de la composante « inassurable » du risque systémique. Dans ces conditions, la fonction de prêteur en dernier ressort doit, en pratique, faire place à l'intervention d'un « assureur ultime », qui ne se contente pas de prêter pour assurer la liquidité du système, mais assume tout ou partie des pertes inhérentes aux défaillances pour cause d'insolvabilité. Ce rôle d'« assureur ultime » ne peut être, en pratique, dévolu qu'au Trésor public, c'est-à-dire à l'ensemble des contribuables, comme en témoignent les exemples récents de défaillance des caisses d'épargne américaines et de plusieurs grandes banques scandinaves.

Ainsi, la persistance, quels que soient les dispositifs de prévention en place, d'un risque inassurable, oblige, dans le domaine bancaire et financier comme dans tous autres domaines de l'assurance, à des opérations discrétionnaires de « socialisation des pertes » qui sont, par nature, de la compétence des autorités budgétaires, ce qui, dans un environnement bancaire et financier fortement internationalisé soulève un difficile problème de partage des responsabilités nationales.

Evolutions récentes des réglementations nationales et européenne

En dépit de différences encore sensibles, les réglementations bancaires nationales ont, depuis le début des années quatre-vingt, évolué de façon convergente, sous l'effet conjugué du rapprochement des structures et des comportements financiers, et de l'élaboration de la réglementation européenne. Les activités de la sphère bancaire et financière dans les pays européens se développent dans un cadre juridique qu'on pourrait qualifier de « bipolaire » : elles sont régies par les réglementations nationales — lois bancaires, textes et règlements divers s'appliquant également aux autres catégories d'intervenants — d'une part, et, d'autre part, l'ensemble de la réglementation européenne — constituée par les traités fondateurs, les directives du Conseil (fruits de la collaboration entre la Commission et ce dernier, avec l'intervention éventuelle des intéressés eux-mêmes, les établissements bancaires et financiers) et la jurisprudence de la Cour de Justice des Communautés européennes (CJCE).

Les nouvelles réglementations nationales

Les dispositions fondamentales de la première directive bancaire européenne (cf. *infra*) se retrouvent dans les lois bancaires des cinq pays étudiés, tant en ce qui concerne les définitions des termes principaux (établissement de crédit, agrément, fonds propres), que s'agissant des conditions d'accès à l'activité bancaire proprement dite. De même, la mise en place de ratios de bilans (capital, fonds propres,

liquidité, engagements,...) a marqué la volonté de chacune des autorités nationales d'assurer la solidité et la stabilité de son système bancaire et financier. Ce mouvement, entamé au début des années quatre-vingt lors de l'édiction, ou de changements importants, des lois bancaires (juillet 1985 en Allemagne, janvier 1984 en France, juillet 1990 en Italie, novembre 1984 au Luxembourg et mai 1987 au Royaume-Uni), se renforce continuellement à mesure que les diverses directives européennes sont adoptées.

Une convergence certaine des réglementations nationales strictement bancaires est apparente dans les évolutions réglementaires observées, et on peut affirmer qu'une harmonisation de fait a lieu concernant les conditions d'activité des établissements de crédit et des établissements financiers (Vives 1991b). En effet, bien que les structures bancaires des pays étudiés n'évoluent pas toutes nécessairement vers un modèle unique — qui pourrait être celui de la banque universelle « à l'allemande » —, les différences tendent à s'estomper sur l'étendue des activités autorisées et sur les structures des établissements financiers au sens large, c'est-à-dire la possibilité qui leur est offerte, ou non, de fusionner avec des entités d'autres secteurs (OCDE, 1992).

Ainsi, la séparation qui existait entre activités de banques de dépôts et banques d'affaires a été abandonnée en France dès 1984 par la loi bancaire, qui a introduit la notion générique d'établissement de crédit. De même, sont désormais soumis au contrôle de la Commission bancaire les établissements de crédit, mais également les maisons de titres et les sociétés financières. Cependant, les sociétés de bourse détiennent toujours, en France, le monopole de négociation sur les marchés boursiers ⁽²⁸⁾. En Allemagne également, des frontières demeurent entre établissements autorisés à effectuer les différentes activités financières : les courtiers sont les intermédiaires obligés sur les marchés boursiers, les entreprises d'investissement assurent les activités de gestion de portefeuille, et seules les banques universelles sont chargées des opérations de garantie et de placement des émissions sur les marchés, comme de la conservation des titres (ISSA, 1992).

De manière plus marquée, les liens de capitaux dans le secteur financier font l'objet d'une réglementation importante, pour les opérations de fusions et prises de participation entre banques, mais aussi concernant les rapprochements entre établissements bancaires et établissements non bancaires. Ainsi les prises de participation sont-elles soumises, dans les cinq pays étudiés, à l'information préalable ou à une autorisation des autorités de contrôle des banques (Office fédéral de surveillance bancaire en Allemagne, Comité des établissements de crédit en France, Banque d'Italie, Institut monétaire luxembourgeois, Banque d'Angleterre). De plus, certaines législations — les lois bancaires allemande et italienne, par exemple — prévoient que les participations ne peuvent excéder un certain pourcentage des fonds propres.

Concernant les rapprochements éventuels entre établissements bancaires et entreprises appartenant à d'autres secteurs d'activité comme les assurances et l'industrie, les règles sont plus nombreuses et diversifiées (OCDE, 1992). Ainsi, il

(28) Mais elles sont de plus en plus fréquemment contrôlées par des banques, tendance qui accrédite un peu plus l'idée d'une évolution vers des structures de type conglomérats financiers.

n'existe en général pas de restriction aux prises de participation des banques dans des sociétés d'assurance, mais des pays comme l'Allemagne et l'Italie prévoient l'obligation d'obtenir une autorisation préalable pour effectuer ces opérations (les informations sur ce sujet sont très difficilement disponibles pour le Luxembourg). A l'inverse, la détention de capital de banques par des sociétés d'assurance est systématiquement limitée par les réglementations nationales — 10 % au plus pour les emplois réglementés des assurances en Allemagne, par exemple.

De la même façon, les banques sont autorisées à prendre des participations dans des entreprises non bancaires lorsque ces participations représentent au plus un pourcentage déterminé de leurs fonds propres et, en général, après déclaration préalable aux autorités de contrôle. Seule l'Italie interdit aux banques de détenir des participations dans des entreprises non financières, sauf dans l'hypothèse de prise ferme d'actions nouvelles à l'émission en tant que membres de syndicat de placement. En outre, les entreprises non bancaires sont généralement autorisées à détenir des fractions de capital d'établissements bancaires, avec ou sans restriction d'ordre quantitatif selon les législations. Enfin, les rapprochements entre établissements bancaires ou entre des banques et des entreprises non bancaires restent, bien sûr, soumis, dans tous les pays aux dispositions du droit de la concurrence sur les ententes.

La réglementation européenne

L'évolution des règles juridiques s'appliquant au secteur bancaire et financier s'inscrit dans le cadre d'une véritable « philosophie » européenne, progressivement élaborée depuis la signature du traité de Rome et qui a connu, à la suite de l'Acte unique, un élan décisif.

Les objectifs généraux de la Communauté européenne, définis à l'article 2 du traité sur l'Union européenne signé le 7 février 1992, modifiant le traité de Rome du 25 mars 1957 — modifié lui-même par l'Acte Unique européen des 17-28 février 1986 — doivent être poursuivis selon des modalités indiquées en ces termes : « l'action des Etats membres et de la Communauté comporte, dans les conditions et selon les rythmes prévus par le présent traité, l'instauration d'une politique économique fondée sur l'étroite coordination des politiques économiques des Etats membres, sur le marché intérieur et sur la définition d'objectifs communs, et conduite conformément au respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre », (art. 3A)... l'espace intérieur comportant « un espace sans frontières intérieures dans lequel la libre circulation des marchandises, des personnes, des services et des capitaux est assurée selon les dispositions du présent traité. » (art. 8A).

Les premiers textes communautaires

Pour mettre en place cet environnement concurrentiel, un long processus juridique a été développé depuis les années soixante. Il est caractérisé par deux exigences fondamentales au départ : la libération des mouvements de capitaux et la liberté d'activité des établissements de crédit.

Une réflexion a d'abord été menée sur la libéralisation des mouvements de capitaux. Elle a abouti à l'adoption de deux directives — la directive du Conseil du 11 mai 1960 pour la mise en œuvre de l'article 67 du traité, et la directive du Conseil du 18 décembre 1962 complétant et modifiant la première directive pour la mise en œuvre de l'article 67 du traité — qui procédèrent à une première libération des capitaux, qui restait cependant très incomplète. En effet, certains capitaux étaient libérés inconditionnellement, alors que d'autres l'étaient « sous condition » — comme, par exemple, un certain nombre d'opérations sur titres ou l'émission et le placement de titres d'une entreprise nationale sur un marché étranger de capitaux. De plus, les mouvements des capitaux figurant sur la liste dite « liste D » étaient tout simplement interdits, en particulier les mouvements de très court terme (souvent réalisés dans une optique spéculative).

Parallèlement à l'édition des premières directives sur les mouvements de capitaux, des mesures ont été prises concernant la liberté d'activité des établissements de crédit. Celle-ci supposait en premier lieu que fût assuré leur droit d'établissement (prévu aux articles 52 à 58 du traité de Rome) dans tous les Etats membres sans restriction et sans distorsion. Ainsi, le droit d'établissement était effectif depuis le 1^{er} janvier 1970 pour les ressortissants des Etats membres. Toutefois, des entraves demeuraient. C'est pour cette raison que le Conseil a adopté le 28 juin 1973 — soit huit ans après la proposition, par la Commission, d'un texte allant dans ce sens — la directive concernant la suppression des restrictions à la liberté d'établissement et à la libre prestation des services en matière d'activités non salariées des banques et autres établissements financiers.

Une évolution importante a eu lieu quelques années plus tard lorsqu'a été adoptée ce que l'on nomme habituellement la « première directive bancaire » — directive 77/780 du Conseil du 12 décembre 1977 visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice —, dont le but était de mettre en place les conditions d'un véritable marché commun bancaire. Cette directive définit l'« établissement de crédit » — en unifiant les définitions des différentes réglementations nationales — et cerne ses activités : « établissement de crédit : une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte » (art. 1). De même, elle donne une définition de la succursale et des fonds propres.

Une lacune majeure subsistait cependant : certains établissements de crédit, dont les banques très spécialisées — les banques centrales, les offices de chèques postaux et d'autres établissements nommément désignés —, étaient exclus du champ d'application de la directive. De plus, des exclusions temporaires étaient prévues pour certains établissements assujettis à des régimes particuliers.

La directive, après avoir déterminé les établissements de crédit concernés, fixe les conditions d'agrément nécessaires pour leur exercice : « Sans préjudice d'autres conditions générales requises par les réglementations nationales, les autorités compétentes n'accordent l'agrément que lorsque les conditions suivantes sont remplies :

- l'existence de fonds propres distincts,
- l'existence de fonds propres minimaux suffisants,

– la présence d'au moins deux personnes pour déterminer effectivement l'orientation de l'activité de l'établissement de crédit.

En outre, les autorités n'accordent pas l'agrément lorsque les personnes visées au premier alinéa troisième tiret ne possèdent pas l'honorabilité nécessaire ou l'expérience adéquate pour exercer ces fonctions. » (art. 3 al. 2). A ces conditions obligatoires pour tous, la directive ajoute la possibilité pour les Etats membres de poser des conditions supplémentaires concernant, par exemple, la forme juridique de l'établissement, un nombre minimal d'administrateurs ou bien encore, de façon plus ponctuelle, un contrôle externe des documents comptables annuels (comme le prévoyait la législation luxembourgeoise). Enfin, la directive prévoit également les conditions d'ouverture de succursales dans un autre Etat membre et d'agrément des établissements de crédit déjà existants.

Une accélération du processus à partir de la deuxième moitié des années quatre-vingt

Pour réaliser une liberté d'activité plus complète des établissements bancaires et financiers, une nouvelle étape devait être franchie. A partir de 1986, une nouvelle phase de la construction du marché bancaire européen a commencé, à la suite de l'adoption de l'Acte unique prévoyant l'achèvement du Grand marché intérieur européen.

Concernant la libération des mouvements de capitaux, la directive adoptée le 17 novembre 1986 affirme que « la réalisation des objectifs du traité et, en particulier, l'achèvement du marché intérieur et une intégration financière plus poussée de la Communauté impliquent une poursuite graduelle dans la voie de la libération des mouvements de capitaux ». C'est pourquoi une nouvelle classification des opérations de capitaux a été faite, qui allongeait la liste des mouvements libérés inconditionnellement — dont les opérations d'acquisition de titres non négociés en bourse (actions, obligations, parts d'organismes de placement collectif) ou l'admission des titres d'une entreprise d'un Etat membre sur le marché des capitaux d'un autre Etat membre. Cependant, les opérations qui n'étaient pas libérées dans le domaine bancaire restaient très nombreuses.

Une nouvelle directive du Conseil a été adoptée le 24 juin 1988 pour la mise en œuvre de l'article 67 du traité, dont l'entrée en vigueur a été effective le 1^{er} juillet 1990. En autorisant tous les mouvements de capitaux non encore libérés — les crédits financiers, même de court terme, les opérations sur les instruments du marché monétaire, ainsi que les opérations en compte courant et de dépôts auprès des établissements financiers —, cette directive a ainsi permis aux établissements bancaires de « bénéficier d'une liberté totale dans leur activité internationale » (Kauffer, 1990).

• La « deuxième directive bancaire »

La directive 89/646 du Conseil du 15 décembre 1989, dite « deuxième directive bancaire » se fixe pour objectif : « ... la réalisation de l'harmonisation essentielle, nécessaire et suffisante pour parvenir à une reconnaissance mutuelle des agréments et des systèmes de contrôle prudentiel, qui permette l'octroi d'un agrément unique

valable dans toute la Communauté et l'application du principe du contrôle par l'Etat membre d'origine ». Ainsi, cette directive « se fonde sur une harmonisation préalable des règles les plus importantes en matière de surveillance bancaire, ce qui permet de prévoir l'application du principe de la reconnaissance mutuelle des agréments et des systèmes de contrôle définis par les autorités nationales » (Kauffer, 1990).

Pour ce faire, les conditions d'agrément sont définies de façon exhaustive — comme l'indique clairement l'intitulé du Titre II : « Harmonisation des conditions d'agrément ». Ainsi le capital initial ne doit-il pas être inférieur à cinq millions d'Ecus (un million en cas de dérogation accordée par les autorités compétentes) et communication doit être faite aux autorités compétentes « de l'identité des actionnaires ou associés, directs ou indirects, personnes physiques ou morales, qui détiennent [dans l'établissement de crédit] une participation qualifiée, et du montant de cette participation » — art. 5 al. 1. Ces conditions d'agrément s'appliquent dans l'hypothèse de la création d'un établissement de crédit comme dans celle de l'ouverture d'une succursale. De même, sont limitativement énumérées les activités que les établissements de crédit peuvent exercer dans un Etat membre d'accueil et les règles de réciprocité qui s'appliquent aux établissements de crédit de pays tiers souhaitant s'implanter dans des Etats membres de la Communauté.

Enfin, le Titre V prévoit les dispositions relatives au libre établissement et à la libre prestation de services, précisant que « les Etats membres prévoient que les activités dont la liste figure à l'annexe peuvent être exercées sur leur territoire (...), tant au moyen de l'établissement d'une succursale que par voie de prestation de services par tout établissement de crédit agréé et contrôlé par les autorités compétentes d'un autre Etat membre, conformément aux dispositions de la présente directive, sous réserve que ces activités soient couvertes par l'agrément. » (art. 18 al. 1).

Ces dispositions ont fait naître deux types de difficultés. Il s'est agi dans un premier temps de bien différencier la libre prestation des services du droit d'établissement des établissements de crédit : cela a été fait à l'occasion de deux arrêts rendus par la CJCE, dans les détails desquels nous n'entrerons pas ici. En outre, la libre prestation de services a rencontré — et rencontre encore — des restrictions du fait de distorsions non négligeables entre les législations fiscales nationales, par exemple.

- Les autres textes communautaires sur les établissements de crédit

Des directives destinées à harmoniser les normes comptables ont également été adoptées. Ainsi, la directive 86/635 du Conseil du 8 décembre 1986 concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers fixe de façon très précise, en particulier, les éléments de la structure du bilan et du hors-bilan, ceux de la structure du compte de profits et charges, les règles d'évaluation des composantes de ces structures, ainsi que les dispositions relatives aux comptes consolidés. De même, la directive 89/117 du Conseil du 13 février 1989 prévoit les obligations en matière de publicité des documents comptables des succursales, établies dans un autre Etat membre, d'établissements de crédit et d'établissements financiers ayant leur siège social hors de cet Etat membre.

La directive 89/299 du Conseil du 17 avril 1989 harmonise les définitions des fonds propres des établissements de crédit en énumérant, dans un premier temps, les éléments entrant dans la composition des fonds propres « de base » et « complémentaires », puis en fixant les proportions devant être respectées entre ces deux catégories ⁽²⁹⁾. Grâce à l'édiction d'une définition commune des fonds propres, elle a permis de poser les bases à une élaboration de ratios prudentiels communs.

Le domaine prudentiel a, en effet, constitué le dernier volet des mesures prises en vue de l'instauration d'une concurrence harmonisée entre les établissements de crédit des pays de la Communauté. En la matière, étant donné la diversité des normes édictées par les autorités nationales dans les années quatre-vingt, l'objectif de marché bancaire commun ne pouvait être atteint, puisque les conditions de concurrence dans lesquelles se trouvaient les établissements n'étaient pas les mêmes pour tous.

La directive 89/647 du Conseil du 18 décembre 1989 a établi un « ratio de solvabilité », défini comme le rapport entre la totalité des fonds propres et quasi-fonds propres, et la somme des engagements pondérés de la banque. A compter du 1er janvier 1993, tous les établissements de crédit des Etats membres devront avoir un ratio de solvabilité au moins égal à 8 % — même valeur que pour le ratio Cooke (Artus, 1990).

De même, l'article 12, alinéas 1 et 2, de la deuxième directive bancaire stipule :

« — un établissement de crédit ne peut détenir une participation qualifiée dont le montant dépasse 15 % de ses fonds propres dans une entreprise qui n'est ni un établissement de crédit, ni un établissement financier (...)

— le montant total des participations qualifiées dans des entreprises autres que des établissements de crédit, des établissements financiers (...), ne peut pas dépasser 60 % des fonds propres de l'établissement de crédit ».

Auparavant, la recommandation 87/62 de la Commission relative à la surveillance et au contrôle des grands risques des établissements de crédit avait précisé qu'« un établissement de crédit ne peut assumer, à l'égard d'un même client ou d'un même groupe de clients liés, des risques dont la valeur dépasse 40 % de ses fonds propres » (art. 4 al. 1 de l'annexe), et qu'« un établissement de crédit ne peut assumer des grands risques dont la valeur cumulée dépasse 800 % de ses fonds propres » (art. 4 al. 2 de l'annexe). De même, la recommandation 87/63 relative à l'instauration, dans la Communauté, de systèmes de garantie des dépôts, constatant qu'il existait des inégalités de protection entre les différents systèmes nationaux et que « cette situation peut se révéler préjudiciable au bon fonctionnement du marché intérieur européen », préconise, selon les cas, d'élaborer ou harmoniser les systèmes de garantie de dépôts en Europe.

(29) Cependant les Etats membres gardent une marge de manœuvre importante dans la définition des fonds propres et les solutions retenues peuvent provoquer des distorsions de concurrence entre les banques coopératives et certains autres établissements de crédit (Kauffer, 1990).

Ainsi, les conditions de concurrence ont été considérablement harmonisées au cours des dernières années. Toutefois, des problèmes subsistent et la sphère financière dans son ensemble n'est pas encore totalement libéralisée.

Les questions en suspens

Deux problèmes principaux subsistent concernant la liberté d'activité des établissements de crédit européens, concrétisée par les conditions de concurrence auxquelles ils sont soumis.

Le premier problème est posé par l'absence d'harmonisation complète des conditions de concurrence, et en particulier le problème sous-jacent de la solidité des établissements de crédit. En effet, la Commission attache une importance toute particulière à la protection des déposants — exprimée, par exemple, dans la recommandation sur les systèmes de garantie des dépôts — et axe sa réflexion et son action sur l'édiction de normes prudentielles communes aux États membres « afin que le contrôle de la solvabilité et de la liquidité des banques européennes soit réalisé de manière identique » (Kauffer, 1990). Le deuxième problème, potentiellement important dans les cas de rapprochements d'établissements conduisant à la formation de conglomérats, est celui concernant le respect, par les établissements bancaires et financiers, du droit de la concurrence prévu par les articles 85 et 86 du traité de Rome et confirmé par la jurisprudence de la CJCE.

Concernant l'évolution possible de la réglementation européenne, deux points peuvent être soulignés. D'une part, les dernières propositions de directive qui ont été faites élargissent considérablement l'étendue des domaines concernés par l'espace financier européen. En effet, après avoir développé et consolidé le marché bancaire européen, c'est maintenant l'ensemble de la sphère financière qui est en voie d'harmonisation. La dernière étape franchie a été l'adoption, le 23 novembre 1992, de la directive du Conseil sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières qui, dans ses grandes lignes, transpose aux établissements financiers les mesures de la « deuxième directive bancaire ». En revanche, la proposition de directive du Conseil sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, présentée le 23 mai 1990 par la Commission, n'a toujours pas été adoptée. L'espace financier européen, qui prendrait en compte les établissements de crédit, les établissements financiers, mais également les assurances — pour lesquelles il existe déjà des directives de coordination et des directives plus spécifiques — n'est pas encore achevé.

D'autre part, on peut s'interroger sur la démarche à venir de la Commission et du Conseil. Si elle devait s'inscrire dans le prolongement des actions entreprises depuis 1986, les conditions de concurrence continueraient d'être harmonisées et, pour ce faire, la solidité des systèmes devrait être accrue ; ainsi, les normes prudentielles seraient sans doute renforcées, mais cela pourrait nécessiter, à terme, des mesures plus globales comme, par exemple, la création d'un organe unique de surveillance des établissements.

Conclusion : la stabilité monétaire et financière en Europe, entre subsidiarité et centralisation

La plupart des profondes mutations qui ont affecté les systèmes bancaires et financiers, en Europe et dans le monde, au cours de la dernière décennie, devraient, qu'on le déplore ou que l'on s'en réjouisse, continuer de produire leurs effets sur les structures des portefeuilles et les circuits et instruments de financement et de placement des pays européens dans les années à venir. Si certaines caractéristiques des évolutions en cours, comme les phénomènes de désintermédiation, n'ont pas eu l'ampleur que l'on escomptait parfois, d'autres, comme la marchandisation, la globalisation et l'internationalisation financières, devraient, au contraire, se poursuivre et, sans doute, s'amplifier avec l'achèvement de l'espace financier européen et la mondialisation croissante des marchés et des établissements.

Au début d'une décennie qui devrait s'achever sur l'unification monétaire européenne, le paysage bancaire et financier européen est incontestablement marqué par des tendances « lourdes » : les interdépendances croissantes entre les marchés d'actifs ; l'imbrication de plus en plus étroite entre les différents métiers de banques, de finance et d'assurance, avec, notamment, le développement des alliances, prises de contrôle, fusions et acquisitions, aboutissant souvent à la constitution de conglomerats financiers très diversifiés et sans doute mieux armés pour affronter une concurrence appelée à se renforcer, singulièrement du côté des dépôts et des placements ; la recherche d'une meilleure efficacité microéconomique des intermédiaires financiers, qui devrait entraîner une rationalisation de la gestion, une réorganisation des réseaux, et la poursuite des efforts de productivité engagés, grâce aux progrès sans cesse renouvelés dans les systèmes de paiements, de passage des ordres sur les marchés, de livraison des titres,.... ; l'interpénétration croissante des espaces bancaires et financiers nationaux.

Ces mutations ont incité à une refonte, largement entamée, de la réglementation et du contrôle, notamment prudentiel, des marchés et des établissements, que les tensions et les signes récurrents de faiblesse, voire d'instabilité, qui se multiplient depuis plusieurs années dans certains pays européens, aux Etats-Unis et au Japon, devraient accélérer. Les évolutions réglementaires, en cours et prévisibles, auront, indubitablement, une part prépondérante dans la définition des caractéristiques de l'espace financier européen. Des progrès considérables ont, d'ores et déjà, été accomplis dans l'harmonisation des réglementations et des conditions de la concurrence, en vue de favoriser à la fois une meilleure efficacité macroéconomique et une plus grande stabilité financière en Europe.

Mais certains dispositifs essentiels à la prévention des crises demeurent inadaptés à la nouvelle configuration des systèmes bancaires et financiers et ne pourront, en tout état de cause, perdurer dans le contexte de la future Union économique et monétaire européenne. Se surimposant à la constitution d'un espace financier intégré, la réalisation de l'UEM imposera, en effet, une redéfinition du partage des compétences entre les différentes autorités de tutelle, et notamment entre autorités nationales et supranationales. Concernant les réglementations et certaines dimensions de la couverture des risques systémiques, les directives

communautaires, déjà adoptées ou en cours d'élaboration, traduisent des avancées substantielles dans la voie de l'harmonisation et de la clarification des rôles, faisant une large place aux autorités nationales, conformément au principe de subsidiarité.

L'achèvement de l'espace financier européen et de l'UEM se traduira par l'émergence d'une composante spécifiquement européenne du risque systémique, dont la prévention nécessitera à la fois un renforcement de la coordination entre autorités nationales et le transfert à des autorités supranationales de compétences cruciales pour le bon fonctionnement des systèmes. Sur ces questions, et notamment sur le rôle du prêteur en dernier ressort, le traité de Maastricht et le statut de la future Banque centrale européenne (BCE) n'ont pas apporté les clarifications qui s'imposent. Il est néanmoins probable qu'en dépit de l'insistance mise, dans ces textes, sur l'objectif de stabilité monétaire, au détriment des problèmes de stabilité systémique, les futures institutions monétaires européennes assumeront, si elles voient effectivement le jour, les fonctions de prêteur en dernier ressort, soit au moyen d'une coordination étroite entre banques centrales nationales, soit par des interventions explicites de la BCE. En revanche, le rôle d'« assureur ultime », sans doute également important pour la stabilité des systèmes bancaires et financiers, reste sans titulaire. Dans la mesure où il s'agit là, comme nous l'avons montré, d'une compétence des Trésors publics, puisqu'il y va de l'argent des contribuables, l'attribution de cette tâche essentielle implique que l'on choisisse, plus clairement que cela n'a été fait jusqu'à présent, entre différents modèles, plus ou moins fédéraux, de solidarité budgétaire en Europe.

Références bibliographiques

- AGLIETTA Michel, 1991a : « Ordre monétaire et banques centrales », *Document de travail CEPII*, n°91-02, mars.
- AGLIETTA Michel, 1991b : « Le risque systémique », *Revue d'économie financière*, n°18, « La sécurité des systèmes financiers — (1) Les causes de tensions », automne.
- AGLIETTA Michel, 1992a : « Comportement bancaire et risque de système », *Document de travail CEPII*, n° 92-02, mai.
- AGLIETTA Michel, 1992b : « Le risque de système et les moyens de le prévenir dans l'Union économique et monétaire », *Revue d'économie financière*, Numéro spécial hors-série « Le traité de Maastricht — Quelles conséquences pour l'Europe financière ? », septembre.
- AGLIETTA Michel, Anton BRENDER et Virginie COUDERT, 1990 : *Globalisation financière : l'aventure obligée*, Paris : Economica-CEPII.
- AGLIETTA Michel, et Philippe MOUTOT, 1992 : *Risque systémique, prêteur en dernier ressort et union économique et monétaire*, miméo, Paris : Banque de France.
- AKERLOF George, 1970 : « The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84.
- ARTUS Patrick, 1990 : « Le ratio Cooke et le comportement des banques », *Revue française d'économie*, hiver.

- ARTUS Patrick, et François LECOINTE, 1991 : « Structure de bilan et rentabilité des institutions financières américaines », *Document de travail CDC*, n° 1991-07/E, mars.
- BAGEHOT Walter, [1873], 1962 : *Lombard Street*, réédition, Homewood, IL : Richard Irwin.
- BALTENSPERGER E., et Jean DERMINE, 1990 : « European Banking: Prudential and Regulatory Issues », in DERMINE, ed., *op. cit.*
- BANQUE DE FRANCE, 1992 : « La Banque centrale et les mutations de l'économie monétaire et bancaire », *Cahiers économiques et monétaires*, n°40.
- BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX : *Rapports annuels*, différentes années.
- BELHOMME Christophe, Claude DUPUY, Nada MATTA et Raoul SALOMON, 1991 : « Dix années d'innovations financières en Europe : développement des marchés et changement de comportement des agents », *Document de travail CDC*, n° 1991-08/E, mars ; version anglaise publiée dans STEINHERR, ed., 1992.
- BISMUT Claude, Luc MATRAY et Klaus REEH, 1992 : « Le modèle de banque allemande dans la perspective de l'intégration européenne », in COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN, 1992, *op. cit.*
- DE BOISSIEU Christian, et Luc MATRAY, 1992 : « L'intégration européenne et les marchés financiers », *Revue d'économie financière*, Numéro spécial hors-série « Le traité de Maastricht — Quelles conséquences pour l'Europe financière ? », septembre.
- CEPII-OFCE, 1992 : *Economie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance*, Paris : Economica-CEPII.
- CHAUVEAU Thierry, et Dhafer SAIDANE, 1991 : « Le pouvoir des banques sur le marché du crédit : essai de comparaison internationale », *Revue de l'OFCE*, n°35, janvier.
- CHEVALLIER-FARAT Thérèse, 1992 : « Pourquoi des banques ? », *Revue d'économie politique*, n°5, septembre-octobre.
- CHIAPPORI Pierre-André, Colin MAYER, Damien NEVEN et Xavier VIVES, 1991 : « The Microeconomics of Monetary Union », in *Monitoring European Integration: The making of Monetary Union*, CEPR Annual Report, Londres : CEPR.
- CHIAPPORI P.-A., D. PEREZ-CASTRILLO et T. VERDIER, 1992 : « Concurrence dans le secteur bancaire : localisation, subventions croisées et non-rémunération des dépôts » : Banque de France, 1992, *op. cit.*
- COHEN Daniel, 1986 : *Monnaie, richesse et dette des nations*, Paris : CNRS.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN, 1991 : *Épargner, investir et croître*, Rapport du groupe « Allocation internationale de l'épargne », Patrick ARTUS, président, Paris : Commissariat général du Plan.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN, 1992 : *Prospective financière : banques, assurances, marchés*, Rapport du groupe « Prospective financière et bancaire », Christian DE BOISSIEU, président, LUC MATRAY, rapporteur, Paris : La Documentation française, septembre.
- CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT : *Rapports annuels*, différentes années.
- DAVIS E., 1990 : *An Industrial Approach to Financial Instability*, Bank of England, Economic Division, miméo.
- DERMINE Jean, ed., 1991 : *European Banking in the 1990s*, Oxford : Basil Blackwell.
- DIAMOND Douglas, 1984 : « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51.
- DIAMOND Douglas, et Peter DYBVIK, 1983 : « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, juin.
- DUPUY Claude, et François MORIN, 1991 : « Le cœur financier allemand », *Revue d'économie financière*, « L'impact des innovations financières sur l'épargne et l'investissement », n°17, été.

- ENFRUN Bernard, 1992 : « Mutations financières et élargissement du cadre de l'analyse monétaire », in BANQUE DE FRANCE, 1992, *op. cit.*
- FAMA Eugene F., 1980 : « Banking in the Theory of Finance », *Journal of Monetary Economics*, vol. 6, n° 1, janvier.
- FAYOLLE Jacky, 1993 : « Cycles d'épargne et trends d'investissement dans une économie moyenne : le cas de la France », *Revue de l'OFCE*, numéro spécial « Les cycles économiques », n°44, à paraître.
- FERRI G., et P. REEDTZ, 1991 : « Evolution du système de crédit italien », *Revue d'économie financière*, « L'impact des innovations financières sur l'épargne et l'investissement », n°17, été.
- FITOUSSI Jean-Paul, et Jacques LE CACHEUX, 1993 : « Saving in Western Europe », in A. HEERTJE, ed., *World Saving*, Oxford : Basil Blackwell, à paraître.
- FOLKERTS-LANDAU David, et Peter GARBER, 1992 : « The EBC: A Bank or a Monetary Policy Rule », in Matthiew B. CANZONERI, Vittorio GRILLI et Paul A. MASSON, eds., *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge : Cambridge University Press.
- FRIEDMAN Milton J., et Anna J. SCHWARTZ, 1963 : *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton, NJ : Princeton University Press.
- FUENTELSAZ LAMATA Lucio, et Vincente SALAS FUMAS, 1992 : « Spatial Competition in Retail Banking », communication à la Conférence annuelle de l'European Economic Association, Dublin, septembre ; miméo.
- GALBRAITH John K., 1954 : *The Great Crash* ; trad. française avec une nouvelle préface, *La crise économique de 1929*, Paris : Petite bibliothèque Payot, 1989.
- GARDENER, Edward, et Philip MOLYNEUX, 1990 : *Changes in Western European Banking*, Londres : Unwin Hyman Ltd.
- GIOVANNINI Alberto, et Colin MAYER, eds., 1991 : *European Financial Integration*, Cambridge : Cambridge University Press, pour le CEPR et l'IMI.
- GOODHART Charles, 1988 : *The Evolution of Central Banks*, Cambridge, MA : MIT Press.
- GOYEAU D., et Amine TARAZI, 1992 : « Evaluation du risque de défaillance bancaire en Europe », *Revue d'économie politique*, n°.
- GROUPE INTERNATIONAL DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DE L'OFCE, 1993 : *Second rapport*, Paris : Le Seuil, à paraître.
- GUAL Jordi, et Damien NEVEN, 1992 : « Deregulation of the European Banking Industry (1980-1991) », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 703, août.
- GURLEY J., et E. SHAW, 1960 : *Money in a Theory of Finance*, Washington, DC. : The Brookings Institution.
- HELLWIG Martin, 1991 : « Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance », in Giovannini et Mayer, eds., *op. cit.*
- HICKS John R. (Sir), 1975 : *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford: Basil Blackwell ; traduction française, 1988 : *La crise de l'économie keynésienne*, Paris : Fayard.
- ISSA, 1992 : *ISSA Handbook*, International Society of Securities Administrators.
- JAFFEE Dwight M., et Joseph E. STIGLITZ, 1990 : « Credit Rationing », in Benjamin M. FRIEDMAN et Frank H. HAHN, eds., *Handbook of Monetary Economics*, vol.2, Amsterdam : North-Holland.
- JENSEN M. C., et William H. MECKLING, 1976 : « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3.
- KAUFFER Hervé, 1990 : *L'Europe des banquiers*, Nancy : Presses universitaires de Nancy.

- KESSLER Denis, et Jean PEYRELEVADE, 1992 : « L'épargne et l'Europe », *Revue française d'économie*, vol.VII, n°2, printemps.
- KIM D., et A. M. SANTOMERO, 1988 : « Risk in Banking and Capital Regulation », *Journal of Finance*, décembre.
- KINDLEBERGER Charles, 19 : *Panics, Manias and Crashes*, New York, NY : Basic Books.
- KLEIN M. A., 1971 : « A Theory of the Banking Firm », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 3, n° 1.
- KLEINPETER Marc-Antoine, 1991 : « L'illusion patrimoniale après l'illusion monétaire », *Revue d'économie financière*, n°18, « La sécurité des systèmes financiers — (1) Les causes de tensions », automne.
- KREPS David, et Robert WILSON, 1982 : « Reputation and Imperfect Information », *Journal of Economic Theory*, vol. 27.
- LAGAYETTE Philippe, 1991 : « Banques centrales et environnement financier », *Revue d'économie financière*, n°19, « La sécurité des systèmes financiers — (2) Les voies de la régulation », hiver.
- LE CACHEUX Jacques, et Antoine MAGNIER, 1993 : « Intégration financière et stabilité des systèmes bancaires et financiers en Europe », *Economie et statistiques*, à paraître.
- LE CACHEUX Jacques, Catherine MATHIEU et Henri STERDYNIAK, 1992 : « Maastricht : les enjeux de la monnaie unique », *Lettre de l'OFCE*, n°96, 24 janvier.
- LUBOCHINSKY Catherine, 1991 : « La gestion actif/passif », *Revue d'économie financière*, n°18, « La sécurité des systèmes financiers — (1) Les causes de tensions », automne.
- MATUTES Carmen, et Xavier VIVES, 1992 : « Competition for Deposits, Risk of Failure, and Regulation in Banking », communication à la Conférence annuelle de l'European Economic Association, Dublin, septembre ; miméo.
- MAYER Colin, 1991 : « The Regulation of Financial Services: Lessons from the United Kingdom for 1992 », in Jean DERMINE, ed., 1991, *op. cit.*
- MAYER Colin, et Damien NEVEN, 1991 : « European Financial Regulation: A Framework for Policy Analysis », in Alberto GIOVANNINI et Colin MAYER, eds., *op. cit.*
- MELITZ Jacques, 1990 : « Financial Deregulation in France », *European Economic Review*, vol. 34.
- MÉTAIS Joel, 1992 : « Compétitivité des intermédiaires financiers et restructuration internationale de la branche des services financiers », in BANQUE DE FRANCE, 1992, *op. cit.*
- MISHKIN Frederik S., 1991 : « Anatomy of a Financial Crisis », *NBER Working Papers*, n°3934.
- MINSKY Herbert, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale, CN : Yale University Press.
- NOUY Danièle, 1992 : « Le risque systémique », in BANQUE DE FRANCE, 1992, *op. cit.*
- OCDE, 1987 : *Le contrôle prudentiel des banques*, Paris : OCDE.
- OCDE, 1989 : *La concurrence dans le secteur bancaire*, Paris : OCDE.
- OCDE, 1992 : *Nouveaux défis pour les banques*, Paris : OCDE.
- OCDE : *Financial Market Trends*, différents numéros.
- PADOA-SCHIOPPA Tommaso, 1992 : « 1994, la Phase II : préparer les fondations de l'Union », *Revue d'économie financière*, numéro spécial hors-série « Le traité de Maastricht : quelles conséquences pour l'Europe financière ? », septembre.
- Revue d'économie financière*, 1991 : « La sécurité des systèmes financiers — 2. Les voies de la régulation », n° 19, hiver.

- ROCHET Jean-Charles, 1991 : « Déréglementation et risque du système bancaire », *Revue d'économie financière*, n°19, « La sécurité des systèmes financiers — (2) Les voies de la régulation », hiver.
- ROCHET Jean-Charles, 1992a : « Towards a Theory of Optimal Banking Regulation », in BANQUE DE FRANCE, 1992, *op. cit.*
- ROCHET Jean-Charles, 1992b : « Capital Requirements and the Behaviour of Commercial Banks », *European Economic Review*, vol.36, n°5, juin.
- SAINT-PAUL Gilles, 1992 : « Technological Choice, Financial Markets and Economic Development », *European Economic Review*, vol. 36, n°4, mai.
- SANTOMERO Anthony M., 1990 : « European Banking Post-1992: Lessons from the United States », in Jean DERMINE, ed., *op. cit.*
- SERVICE DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES DE LA CDC, 1992 : « La délicate mutation des transferts internationaux d'épargne », *Document de travail CDC*, n° 1992-12/E, juillet.
- STEINHERR Alfred, ed., 1992 : *The New European Financial Market Place*, Londres et New York, NY : Longman.
- STIGLITZ Joseph E., et Andrew WEISS, 1981 : « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 2, juin.
- TARAZI Amine, 1992 : *Risque bancaire, déréglementation financière et réglementation prudentielle*, Thèse de doctorat, soutenue le 14 février, Université de Limoges.
- VIVES Xavier, 1991a : « Banking Competition and European Integration », in Alberto GIOVANNINI et Colin MAYER, eds., *op. cit.*
- VIVES Xavier, 1991b : « Regulatory Reform in European Banking », *European Economic Review*, vol.35.