
Structures économiques et innovations financières

M. AGLIETTA *Université de Paris-Nanterre*

L'engouement des médias pour l'innovation financière ne cesse de s'enfler. Les communiqués triomphants se multiplient pour décrire la génération spontanée des nouveaux gadgets sur les marchés financiers internationaux, pour célébrer l'avènement d'un supermarché des services financiers. Devant ce foisonnement il est difficile de saisir la portée des transformations en cours.

Une erreur courante est d'assimiler innovation industrielle et innovation financière, car il est tentant d'appliquer la théorie du progrès technique. Il n'y a pourtant rien de commun entre la robotisation dans l'industrie automobile se substituant aux techniques semi-automatiques de l'usinage, de la peinture et de la manutention d'un côté, la substitution du financement obligataire aux crédits bancaires syndiqués de l'autre. Dans le premier cas, il s'agit d'une baisse irréversible du coût unitaire de production, par déplacement de la frontière d'un domaine bien défini de production ; elle est inhérente au changement technique et se produit quelles que soient les conditions économiques générales. Dans le second cas, il s'agit de changements contingents dans les conditions macroéconomiques qui provoquent une adaptation des méthodes de financement, avec retour ultérieur possible aux instruments précédents.

La première raison pour laquelle on voit des innovations partout est que dans les milieux financiers on a une vue courte. Le dynamisme récent des obligations internationales n'est une innovation que si l'on a oublié que c'était la technique usuelle du financement international à la fin du XIX^e siècle. La fièvre boursière, stimulée par les arbitrages sur options et le carroussel des acquisitions sauvages d'actions financées par dette, n'est qu'un piètre « remake » de la spéculation des années vingt, jouée à cette époque avec les mêmes instruments et avec les résultats que l'on sait. Les crédits à taux variables ne sont que la procédure évidente devant une inflation rapide et volatile. Elle était bien connue des marchands-banquiers du XVI^e siècle, qui poussaient le raffinement plus loin en dissimulant les taux d'intérêt dans les taux de change.

A côté de ces fausses innovations, il en est pourtant de véritables. Ce sont notamment celles qui modifient profondément les habitudes de paiement, qui transforment la conception même de la monnaie. L'essor de la monnaie bancaire au

S T R U C T U R E S É C O N O M I Q U E S

xix^e siècle se substituant progressivement à la monnaie métallique; la bancarisation des populations dans les pays industriels et l'usage généralisé du chèque après la seconde guerre mondiale, ont été des innovations majeures. Nous sommes aujourd'hui à l'aube d'une nouvelle transformation fondamentale dans le système des paiements. Elle mobilise des techniques nouvelles, au sens strict du terme, et va réagir sur l'ensemble des structures financières et sur les méthodes du contrôle de la monnaie. Mais cette innovation ne peut-être aisément analysée selon la théorie du progrès technique. *Car le système monétaire est un bien collectif.* Les externalités affectent l'ensemble des relations qui s'y déroulent. C'est pourquoi les critères d'efficacité ne sont pas de même nature que ceux qui concernent la concurrence industrielle. La vénérable institution de Bâle l'a opportunément rappelé, dans son étude récente sur les innovations financière internationale : la baisse des coûts d'intermédiation d'un point de vue microéconomique peut se payer d'une fragilité accrue du système financier dans son ensemble et d'un contrôle affaibli de la monnaie.

La non prise en compte de la dimension « systématique » de la finance est à l'origine de l'indigence des théories microéconomiques de l'innovation. Qu'elles s'appellent théorie de la contrainte ou de la demande de caractéristiques, elles souffrent, outre de ne s'appuyer que sur l'expérience des pays anglo-saxons, d'une formulation abstraite qui permet d'appeler innovation n'importe quelle adaptation d'un agent à la modification de son environnement. Comme de telles adaptations sont présumées obéir à un comportement rationnel, on en conclut, en oubliant allégrement les externalités, que la situation pour cet agent, et donc pour le système, est meilleure après l'adaptation qu'avant. Tous les changements qui se produisent dans le marché sont *ipso facto* des progrès.

Face à cette rengaine lénifiante, contentons-nous de poser un certain nombre de questions : pourquoi le crédit bancaire syndiqué, la grande nouveauté des années soixante-dix, n'a-t-il pu éviter le piège du surendettement de pays souverains ? Pourquoi l'assainissement financier de ces pays, dans la mesure où il y en a eu un, a-t-il procédé totalement en dehors des « innovations » financières des années quatre-vingt ? La floraison de nouveaux produits financiers favorise-t-elle ou entrave-t-elle le financement du progrès technique dans l'industrie ? Quel peut-être l'avantage d'une globalisation des marchés financiers, si elle s'accompagne d'une instabilité persistante des taux de change et d'une transmission plus intense de toutes les perturbations qui agitent l'économie mondiale ? Quelle signification peut avoir une intégration financière en Europe, en dehors d'une unification monétaire ?

Il est plus facile de poser ces questions que d'y répondre. Néanmoins le fait de les poser, si on les croit pertinentes, plaide pour une démarche structurelle et globale dans l'analyse des innovations financières. On se contentera d'évoquer quelques points dans une perspective européenne. D'abord les principaux facteurs d'innovations financières des années quatre-vingt viennent des transformations dans les relations internationales. Que de techniques et produits financiers sophistiqués qui ne sont que des palliatifs imparfaits des carences du système monétaire international ! Ensuite les pays européens subissent différemment ces influences, car leurs structures économiques sont hétérogènes, ainsi que les soucis principaux de leurs dirigeants. Enfin, on soulignera en conclusion que les transformations en cours dans les systèmes financiers sont pour l'Europe des enjeux qui ne peuvent être relevés que par des politiques compatibles au sein de la Communauté.

L'INNOVATION FINANCIÈRE SOUS L'EMPIRE DES TRANSFORMATIONS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Le changement majeur des années quatre-vingt se trouve dans les niveaux élevés des taux d'intérêt réels partout dans le monde et quelles que soient les conventions pour les mesurer. Il est tentant de rapprocher ce phénomène de l'importance grandissante des marchés des capitaux et de leur interconnexion pour y voir la marque d'une concurrence globale qui améliore l'allocation de l'épargne. Les marchés financiers reflèteraient mieux la véritable rareté des capitaux que le crédit bancaire des années soixante dix, en prise sur une création monétaire débridée. Notamment le niveau élevé des taux d'intérêt réels à long terme exprimerait une préférence de temps qui serait une barrière efficace aux demandes de prêts, franchie seulement par les investissements les plus profitables.

Aussi séduisante soit-elle et flatteuse pour les innovations financières récentes, cette argumentation ne tient pas. Remarquons incidemment que dans les années soixante dix, on avait une explication pour justifier l'expansion du crédit bancaire international. La brutale augmentation de l'épargne mondiale, consécutive à la hausse du prix du pétrole, et la forme liquide que les nouveaux épargnants désiraient lui donner, ne pouvaient être satisfaites que si les banques trouvaient des agents prêts à s'endetter pour les montants correspondants. La concurrence bancaire pour des prêts qui permettaient au système bancaire international de capter à coup sûr les dépôts pétroliers et de les redistribuer par le marché interbancaire, suffisait à faire descendre les taux d'intérêt réels à des niveaux voisins de zéro, voire négatifs. On trouvait alors très efficace ce « recyclage », sans se soucier de l'accumulation des dettes et de l'usage des prêts.

Cependant le scepticisme sur l'interprétation donnée ci-dessus du niveau élevé des taux d'intérêt réels se trouve dans un contre-argument plus direct. L'identification du taux d'intérêt à une préférence du temps résultant de la concurrence des capitaux sur les marchés financiers, ne vaut que dans un univers de plein emploi des ressources productives. Dans un monde de sous-emploi massif, la préférence de temps est nécessairement nulle, car il est toujours plus avantageux pour l'économie globale d'utiliser des ressources oisives dans des emplois même faiblement efficaces que de les laisser oisives. La concomitance du sous-emploi massif et de taux d'intérêt réels élevés traduit un tout autre phénomène : *un processus déflationniste mondial*, confirmé par la baisse des prix en dollars du commerce international depuis plusieurs années.

La majeure partie des innovations financières dans les années quatre-vingt, qui ont pris naissance dans les marchés financiers internationaux, est une adaptation au contexte déflationniste. Cette adaptation ne va pas sans ambiguïtés, parce que les comportements financiers qu'elle suscite peuvent contribuer à entretenir la déflation. Cet aspect doit être mis en évidence pour comprendre l'interaction entre l'évolution des structures économiques et les innovations financières. Evoquons-le d'un triple point de vue : les interdépendances macroéconomiques et les déséquilibres financiers dans le monde, la dynamique des marchés financiers et son décalage par rapport au financement de l'industrie, la montée de la préférence pour la liquidité et la redistribution des risques.

INTERDÉPENDANCES MACROÉCONOMIQUES, DÉSÉQUILIBRES FINANCIERS ET INTÉGRATION FINANCIÈRE

Après le changement décisif de la politique monétaire américaine à l'automne 1979, la transmission des impulsions monétaires, ainsi que des chocs réels, s'est faite plus qu'auparavant par *l'intégration financière*.

Les marchés des actifs financiers en dollars ont été les vecteurs de cette transformation qui s'est produite en deux phases :

— De 1980 au début de 1983, la situation de ces marchés s'est complètement retournée. Elle est passée d'un régime à liquidité abondante, qui a dominé les années soixante dix, à un régime à liquidité rare, d'une offre de dollars potentiellement excédentaire à une demande de dollars potentiellement excédentaire. L'offre a été restreinte par la politique monétaire quantitative menée aux Etats-Unis, puis par le tarissement des crédits bancaires aux pays endettés, enfin par la disparition des interventions compensatrices des banques centrales. La demande a été stimulée directement par la crise de l'endettement des pays débiteurs et par la libéralisation des mouvements de capitaux au Royaume-Uni et au Japon, indirectement par le financement des déficits courants de l'Allemagne en 1980 et 1981, qui a changé les raretés relatives du deutschemark et du dollar.

— A partir de 1983, la force dominante sur les marchés financiers en dollars fut le remodelage complet de la structure de l'équilibre épargne-investissement dans le monde, sans que la politique monétaire américaine ait complètement cessé d'être restrictive. La floraison de nouveaux instruments financiers, dont ont bénéficié les marchés du dollar après 1982, trouve sa raison d'être dans les nouvelles conditions d'équilibrage de ces marchés. Du côté de l'émission des dettes, le Trésor et les sociétés privées des Etats-Unis sont devenus les seuls pôles débiteurs dynamiques à la place des emprunteurs publics ou à garantie publique du Tiers Monde. Du côté de la détention des actifs, les investisseurs institutionnels japonais et les institutions financières européennes (principalement allemandes) ont remplacé les organismes gouvernementaux de l'OPEP.

Ces changements structurels forment la cause essentielle de la demande de nouvelles caractéristiques financières. Tant du côté emprunteur que du côté prêteur il y a eu substitution, à très grande échelle et non pas marginale, entre des agents ayant des préférences profondément différentes. Jointe à la persistance d'une politique monétaire déflationniste, ce changement d'identité des débiteurs et des créanciers pour l'activité financière nouvelle explique largement le recul relatif des crédits bancaires syndiqués et l'avancée des financements par titres négociables de plus en plus diversifiés. Chez les emprunteurs, le Trésor américain devait financer des déficits rapidement croissants sans le soutien de la monétisation bancaire, les entreprises et les institutions financières devaient accroître leur capitalisation, consolider leurs dettes à court terme et diminuer les coûts de leurs emprunts dans un contexte déflationniste. Chez les prêteurs, les créanciers structurels de l'OPEP, essentiellement préoccupés de liquidité et recherchant la valorisation en amont dans le marché pétrolier, ont fait place à des investisseurs privés, gérant une épargne contractuelle et fortement préoccupés de rendement financier. Les débiteurs américains devaient persuader ces investisseurs de placer leurs surplus financiers en dollars, plutôt que dans des placements alternatifs en leurs propres devises.

Les changements de la structure financière internationale n'ont pas manqué de modifier en retour les canaux de l'interdépendance macroéconomique, en dévelop-

STRUCTURES ÉCONOMIQUES

pant ce qu'il est convenu d'appeler l'intégration financière. Ces nouvelles conditions de fonctionnement du système monétaire international ont été repérées par différentes études sur les relations entre taux d'intérêt et taux de change.

L'intégration financière a progressé dans tous les compartiments des marchés financiers depuis 1979, sous l'influence directrice des marchés des titres en dollars. D'abord les corrélations ont été plus étroites entre les variations des taux d'intérêt nominaux du marché financier intérieur et de l'euro-marché des mêmes devises grâce aux relâchements des contrôles de change, à la diversification des titres et à l'animation des marchés secondaires pour les euro-obligations. Ensuite la variation des taux d'intérêt américains à court terme s'est répercutée dans le même sens et plus intensément qu'auparavant sur les taux de change entre le dollar et les principales autres devises. Ces mouvements simultanés et d'ampleur excessive menaçaient la désinflation en Europe et nourrissaient les réactions protectionnistes contre le Japon. Aussi les autorités monétaires de ces pays furent-elles contraintes, pour alléger une partie de la pression sur les changes, de faire porter partiellement l'ajustement des marchés financiers intégrés par un alignement induit des variations de leurs taux d'intérêt monétaires sur celui des taux en dollars. Enfin et plus fondamentalement on assista à une augmentation de la corrélation entre les *variations* des taux de rendement obligataires nominaux parmi les pays à marchés financiers ouverts et à un rapprochement des *niveaux* des taux d'intérêt réels à long terme des grands pays autres que les Etats-Unis, en dessous du taux américain mais tirés à la hausse par ce dernier.

Ces dernières observations sont d'une grande portée. La corrélation entre les courbes de rendement dans leur totalité, non plus seulement entre les taux à court terme des marchés financiers de différentes devises, signifie que les profils des anticipations de taux de change, implicites dans la comparaison des courbes de rendement, deviennent cohérents dans les différents marchés et l'emportent sur les facteurs propres à chaque pays dans l'évolution des taux d'intérêt. Une corrélation étroite des courbes de rendement veut dire que les marchés, lorsqu'ils anticipent une variation durable dans le même sens des taux de change par rapport au dollar, *s'attendent que les politiques monétaires ne puissent durablement diverger*. En outre, les courbes de rendement se positionnent de manière telle que les niveaux des taux d'intérêt réels convergent dans tous les pays qui mènent les mêmes politiques budgétaires restrictives, l'écart avec les Etats-Unis résultant de la polarisation des politiques budgétaires et permettant le transfert massif aux Etats-Unis de la richesse financière privée étrangère. Cette tendance à l'alignement des niveaux de taux d'intérêt réels à long terme est une contrainte de l'intégration financière qui n'était observée ni dans le système de Bretton Woods ni dans l'économie d'endettement international des années soixante dix. Elle signifie que l'ajustement des portefeuilles financiers tend à réduire les écarts de rendements réels entre les marchés, *quel que soit le régime des changes*. L'autonomie des politiques économiques nationales est drastiquement limitée.

47

FINANCIARISATION DES ÉCONOMIES OU FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS ?

L'élévation générale des taux d'intérêt réels à long terme, provoquée par les déséquilibres financiers entre les grands pays, ne laisse pas d'être inquiétante devant

S T R U C T U R E S É C O N O M I Q U E S

les besoins de financement du progrès technique. Car l'investissement industriel s'est orienté de plus en plus vers l'innovation de produits, la conquête de marchés nouveaux et la rationalisation des procédés techniques pour répondre au durcissement de la concurrence internationale. Or les investissements *d'innovation*, qui changent la structure du capital productif d'une économie, requièrent de toutes autres stratégies financières que les investissements de *routine*, qui reproduisent et élargissent une structure productive disposant d'un ensemble donné de techniques. Il faut entreprendre des investissements plus risqués, dont les horizons sont plus longs et où les ressources immatérielles (main-d'œuvre qualifiée, dispositifs de R et D, implantations commerciales, capacité de prospective et d'organisation etc.) jouent un rôle décisif. Formellement les investissements immatériels des entreprises sont homologues aux services financiers hors bilan des institutions financières, les uns et les autres n'étant pas traités comptablement comme des actifs mais comme des éléments d'exploitation courante. Cependant cette identité de conception comptable ne présage pas une adéquation de comportement économique. Car les investissements d'innovation ne sont pas adaptés au financement anonyme par les marchés des capitaux.

L'évaluation du risque d'innovation industrielle ne se repère pas à partir des différences de rendement entre différentes catégories de titres proposés sur les marchés financiers. Elle implique un diagnostic global des potentialités de l'entreprise, à partir d'informations internes au service d'objectifs à long terme, qui doit être partagé par les dirigeants de l'entreprise et ceux qui les financent. La divulgation de telles informations et leur traduction en plans de financement suppose des relations bilatérales, privilégiées et poursuivies, sur longues périodes, entre les entreprises et des organismes financiers désireux de participer à l'aventure industrielle et capables de réaliser des montages financiers complexes.

Or ces liens financiers solides et durables, au service d'une prospective d'entreprise, sont considérablement affaiblis plutôt que renforcés par les innovations financières qui dominent les marchés des capitaux dans les années quatre-vingt. On assiste à une intégration des marchés financiers les uns à l'égard des autres, sous la contrainte de la diversification des portefeuilles et de l'arbitrage généralisé, qui distend les rapports organiques entre apporteurs et utilisateurs de fonds. L'arbitrage financier tend à s'autonomiser, la recherche de la liquidité à supplanter les engagements de capital irrévocables à long terme, l'exigence de rendements rapides à raccourcir l'horizon des stratégies financières.

Le divorce entre les risques de l'innovation industrielle d'un côté, la perception des marchés financiers tournée vers les plus-values en capital de l'autre, a été accentué par les déséquilibres financiers globaux des années quatre-vingt. Les marchés des capitaux tendent à autonomiser leur dynamique parce qu'ils sont obsédés par les conditions internes de leur fonctionnement. L'incertitude sur les variations à court terme des taux d'intérêt et de change est devenue telle que les gains à réaliser et les pertes à éviter de cette manière l'emportent largement sur les bénéfices escomptés des paris industriels. Cela incite les grandes entreprises elles-mêmes à se comporter en agents financiers et entrave le financement de la modernisation des entreprises moyennes. C'est pourquoi il est douteux, tant que les déséquilibres financiers globaux n'auront pas été réduits et que le système monétaire international n'aura pas été stabilisé, que la « sécuritisation » des marchés financiers fonctionne comme un pool global de capitaux orientant les ressources financières du monde entier vers les emplois les plus productifs. Au contraire, la recherche d'un autofinancement couvrant la plus grande part possible des emplois annuels est pour les entreprises le meilleur moyen de concilier leur préférence pour la liquidité et la

STRUCTURES ÉCONOMIQUES

sauvegarde d'une stratégie financière au service de l'innovation industrielle. Cela est d'autant plus raisonnable que les transformations récentes de l'intermédiation financière entraînent, à bon droit, une interrogation sur sa fragilité.

UNE INTERMÉDIATION FINANCIÈRE PLUS FRAGILE ?

L'interdépendance des risques est une externalité majeure des systèmes financiers. Elle rend compte de cette évidence que la crise de l'endettement du début des années quatre-vingt rappelée opportunément et que l'histoire des désordres financiers aurait dû faire connaître : *dans l'intermédiation financière la concurrence n'est pas un principe qui garantit à lui seul l'efficacité globale de l'allocation des ressources*. Si les marchés financiers ne sont pas encadrés par une organisation monétaire robuste, ils sont incapables par eux-mêmes de percevoir l'incertitude et par conséquent de valoriser correctement les risques financiers à long terme qui affectent le système financier dans son ensemble. Cela a été vrai du crédit bancaire des années soixante-dix ; il n'existe pas d'argument capable de montrer qu'il puisse en être autrement pour le marché des effets négociables des années quatre-vingt. Une détérioration des conditions économiques générales, conduisant à une montée brutale des taux d'intérêt, le surprendra tout autant. Le problème est le degré de vulnérabilité du système à de tels chocs macroéconomiques, une fois qu'ils se sont produits. A cet égard, on ne peut que suivre les conclusions provisoires de la BRI, qui penchent pour une fragilité accrue, si un ensemble de règles internationales n'est pas mis en œuvre.

Les nouveaux instruments des années quatre-vingt ne sont pas en rupture avec le passé. Pour l'essentiel ils prolongent et généralisent un principe qui s'est développé depuis plus de vingt ans : *la gestion des passifs par l'émission de dettes négociables* (liability management). Elle concerne maintenant un grand nombre d'agents financiers et non financiers, mais elle ne se fait pas en dehors des banques. Ces dernières sont plus actives que jamais sur ces marchés dans la recherche des liquidités potentielles. Elles se chargent, en outre, d'engagements contingents hors bilan qui créent une opacité supplémentaire sur leur degré d'exposition globale au risque et d'interdépendance effective, dans des situations où les marchés eux-mêmes seraient soumis à des pertes massives qui détruiraient leur liquidité.

Certains plaident en faveur des méthodes nouvelles de financement en faisant remarquer que les nouvelles facilités, les titres à taux flottants, la combinaison des titres et des méthodes de couverture (options et swaps) permettent de dissocier les risques de volatilité des marchés et les risques de crédit et, par conséquent, de les disséminer parmi un plus grand nombre d'agents susceptibles de les assumer. On peut opposer plusieurs arguments à cette observation. D'abord la dissociation des risques a toutes les chances de s'accompagner d'une plus grande difficulté à les évaluer, notamment pour ce qui concerne les engagements hors bilan. Ensuite la couverture des risques de marché pour certains agents peut entraîner une concentration des risques dans un petit nombre de banques (cas des options) ou susciter des risques de crédit supplémentaires pour les banques (cas des lignes de soutien aux nouvelles facilités d'émission d'effets). Enfin l'arbitrage généralisé entre les différents types d'instruments, grâce au développement des marchés secondaires, entraîne un ajustement de l'offre et de la demande de crédit par les prix d'actifs dans un domaine plus large des financements. La pratique des taux variables et des swaps étend ce type d'ajustement à tout le système financier. Or il n'est pas évident que l'ajustement

STRUCTURES ÉCONOMIQUES

par les prix soit systématiquement la méthode la plus performante dans un contexte d'incertitude macroéconomique qui provoque une forte volatilité des taux d'intérêt. Car une élévation trop forte des taux d'intérêt détériore la qualité des créances existantes et provoque une sélection perverse des emprunteurs potentiels, seuls étant disposés à accepter un taux élevé les emprunteurs à plus haut risque. Le rationnement du crédit, permis par l'intermédiation bancaire classique, est alors la méthode la plus rationnelle d'ajustement.

UN APERÇU DES TENDANCES MAJEURES DE L'INNOVATION FINANCIÈRE DANS LES QUATRE GRANDS PAYS EUROPÉENS

Les pays européens sont sensibles aux courants financiers internationaux. Cette influence n'est pas nécessairement et spontanément bénéfique. L'application simultanée de politiques monétaires et budgétaires restrictives dans tous les pays a plongé la Communauté dans un équilibre durable de sous-emploi massif. En dépit du retard dans la modernisation des industries européennes, les systèmes financiers des pays membres n'ont guère été incités à orienter l'épargne européenne au service d'investissements intéressant l'ensemble de l'Europe.

Les systèmes financiers nationaux des pays européens sont très hétérogènes. Les changements qu'ils ont subis depuis plus d'une décennie ont surtout été motivés par les problèmes du contrôle monétaire face à la progression de l'endettement public et privé. Ils ont aussi été des réponses à la menace que la concurrence des marchés internationaux de capitaux fait peser sur leurs propres institutions financières. Ces différents facteurs d'innovation induite n'ont pas été des germes de transformation avec la même intensité et les mêmes priorités dans tous les pays. Les rythmes et les formes de l'évolution des systèmes financiers sont différents. L'étude de ces distinctions enrichit sensiblement les approches théoriques de l'innovation financière par rapport aux stéréotypes des modèles anglo-saxons. Il est possible cependant de dégager une tendance générale d'évolution vers des systèmes financiers plus concurrentiels. Il faut se demander de quelle manière cette évolution pourrait être infléchie dans le sens de la formation d'un espace financier européen.

Toute innovation financière significative implique un remodelage de la réglementation. L'initiative et l'agressivité dans la promotion des innovations financières dépendent donc de l'attitude acceptée dans une société vis-à-vis du droit. C'est pourquoi une distinction très nette doit être faite entre le droit *coutumier* de type anglo-saxon, pour qui tout ce qui n'est pas interdit est autorisé, et le droit *civil romain*, qui inspire la plupart des systèmes juridiques de l'Europe continentale et pour qui tout ce qui est permis est codifié par la loi. Les préceptes du droit coutumier sont ouverts à l'innovation financière, car la liberté contractuelle des parties n'est pas en principe réglementée. Les réglementations, souvent touffues et contradictoires, viennent par nécessité corriger les désordres de la concurrence. Mais jouer à cache-cache avec la loi et faire évoluer corrélativement les frontières de la loi et les domaines des libertés privées est la pratique quotidienne des agents économiques. Au contraire, dans le droit romain, la liberté de contracter est précisément définie par le Code Civil. La légitimité de nouveaux instruments financiers se pose par rapport aux lois existantes. Le jeu du contournement des règles a bien moins d'ampleur. Aussi les innovations procèdent-elles souvent de la puissance publique et sont-elles englobées dans des réformes partielles ou générales.

ALLEMAGNE : UNE SÉRÉNITÉ IMPERTURBABLE

L'Allemagne est certainement le pays le moins perméable aux modes qui agitent la finance internationale. C'est pourtant un pays totalement ouvert sur l'extérieur. Mais la forte cohérence de ses structures financières lui permet de se protéger des perturbations intempestives. *Cette cohérence est assurée par la prépondérance écrasante de l'intermédiation bancaire.* Les périls de la désintermédiation sont écartés ; les vagues d'innovations déstabilisantes n'ont pas de point faible pour prendre racine ; mais les changements sont absorbés par le système bancaire après des phases d'ajustements courtes (la libération des taux d'intérêt créditeurs entre 1965 et 1967, le développement du marché de l'euro-mark dans les années soixante-dix, l'émission de titres à court terme par les banques au début des années quatre-vingt). Aucune de ces innovations ne perturba durablement le contrôle monétaire et les comportements financiers. Les seules perturbations sérieuses vinrent, à plusieurs reprises, des mouvements erratiques de capitaux lorsque, pour différentes raisons, l'amplitude des variations du taux de change était contrainte.

Le système bancaire allemand est composé de *banques universelles*, à forte composante publique et coopérative (les 2/3 du chiffre d'affaires total des banques), peu concentrées et concurrentielles. Les banques étrangères sises en Allemagne ne contrôlent qu'une très faible part des actifs bancaires totaux : 2,4 % contre 18,2 % en France, 51 % en Belgique et 62,6 % au Royaume-Uni à la mi-1985. Il n'y a donc pas de propagation possible des innovations internationales par les établissements étrangers.

Les banques ont des liens organiques étroits avec les entreprises. Elles participent à l'élaboration et au suivi de leurs politiques financières et leur fournissent toute la gamme possible des services financiers personnalisés. Jointes aux investisseurs institutionnels, elles sont les premiers émetteurs et les principaux souscripteurs du marché obligataire ; ce qui rend sans signification le clivage entre intermédiation et marché des capitaux. Aussi les entreprises acquièrent l'essentiel de leurs ressources (environ 90 %) par autofinancement et emprunts auprès des institutions financières. Les ménages placent de 80 à 85 % de leur abondante épargne financière auprès de ces institutions. Depuis le début des années quatre-vingt, pour limiter la monétisation du besoin de financement des collectivités publiques, ces dernières sont devenues des émetteurs dynamiques sur le marché obligataire. Les caisses de retraites et les compagnies d'assurances sont les principaux souscripteurs.

Très compact, le système bancaire allemand est également le support d'une maîtrise de la monnaie particulièrement efficace. Cette maîtrise permet d'éviter les poussées inflationnistes et de limiter étroitement la volatilité des taux d'intérêt. Il n'y a donc pas d'instabilité entre les formes de liquidité, pas de désintermédiation puisque les taux créditeurs sont libres, pas de demande de nouveaux produits financiers par les agents non financiers résidents, pas de propension particulière à spéculer.

La politique monétaire est efficace parce que sa transmission passe exclusivement par les banques, ce qui élimine les effets pervers. Le marché monétaire est réservé aux institutions de crédit. La politique monétaire, guidée par l'agrégat de la monnaie banque centrale comme objectif intermédiaire, porte sur le contrôle de la liquidité bancaire. Ce contrôle s'opère à la fois par les quantités (montant du refinancement au réescompte et avances sur titres, réserves obligatoires) et par les taux des interventions de la banque centrale sur le marché des titres publics. Les banques répercutent les impulsions de la banque centrale par l'arbitrage qu'elles

STRUCTURES ÉCONOMIQUES

exercer entre marché monétaire et marché financier, puis par un double effet de rationnement et de variation des taux de leurs crédits. Les délais de transmission sont assez stables et l'amplitude des répercussions sur le crédit prévisible.

Les banques allemandes n'en exercent pas moins des demandes pressantes pour être autorisées à introduire de nouveaux instruments financiers afin d'affronter la concurrence des autres places financières, en développant les financements internationaux en deutschmarks. La banque centrale a été récemment réceptive à ces demandes, bien qu'elles accentuent l'internationalisation du mark. Les certificats de dépôts, les nouvelles formes d'effets négociables ont été autorisés, les émissions d'obligations étrangères en deutschmarks ont été libéralisées en 1985. Mais la banque centrale a renforcé parallèlement son contrôle sur les banques (réforme des réserves obligatoires pour y englober les certificats de dépôt, durcissement du contrôle des risques bancaires). L'essentiel est que les traits fondamentaux du système financier allemand ne soient pas altérés : précision et fiabilité du contrôle monétaire, liens organiques des banques et de leurs clients dans la gestion des risques financiers.

FRANCE : UNE RÉFORME GLOBALE AU SERVICE DE LA CONCURRENCE

A l'opposé de l'Allemagne, la France vise un remodelage complet de ses structures financières sous l'égide des autorités monétaires. Le paradoxe en France est qu'une réforme globale est conçue par la Direction du Trésor, formalisée dans les textes, puis imposée aux agents financiers chargés de la mettre en œuvre, qu'il faut persuader des vertus de la concurrence. Un autre paradoxe est que, dans un pays de droit romain, où les banques pèsent lourd et où les privilèges sont légitimés par le droit, les principes de la réforme s'inspirent plus des pratiques financières anglo-saxonnes que de la cohérence allemande. Cette étrangeté fait planer des doutes sur la réalisation des finalités ultimes de la réforme.

Il est vrai que le changement radical des conditions de crédit au début des années quatre-vingt ouvrait la voie à une réforme d'envergure, souvent souhaitée depuis vingt ans (différents rapports officiels en font foi) mais jamais réalisée. La France connut en même temps l'augmentation rapide du déficit public et la hausse des taux d'intérêt. Ces tensions apparurent dans un système financier caractérisé par la réglementation stricte des taux de crédits, le cloisonnement des circuits de financement, l'encadrement du crédit, la prolifération des aides sélectives, la dépendance des entreprises à l'égard du crédit bancaire à court terme, bénéficiant d'un effet de levier favorable tant que les taux d'intérêt réels étaient bas. A partir de 1980, la hausse des taux d'intérêt a opéré comme un révélateur de toutes les distorsions, maintenues latentes jusque-là : les entreprises cherchèrent à accroître leur autofinancement, puis à consolider leurs dettes dès qu'elles perçurent le plafonnement puis le lent déclin des taux d'intérêt à long terme après leur hausse brutale ; l'Etat développa la couverture obligatoire de ses besoins de financement ; les épargnants délaissèrent les dépôts à terme pour l'acquisition des titres financiers ; les banques durent emprunter des titres à long terme pour financer leurs actifs.

Le système financier français était devenu hybride ; la politique monétaire avait perdu sa cohérence. En développant le seul compartiment à long terme des marchés financiers, on plaçait les banques dans une situation où le coût marginal de leurs ressources était un taux que la banque centrale n'influençait pas directement. Malgré

S T R U C T U R E S É C O N O M I Q U E S

l'élargissement du marché obligataire, la priorité de l'Etat et le souci de gérer au plus juste le coût de la dette publique provoquaient un rationnement des emprunteurs privés, donc leur report sur le crédit bancaire. L'augmentation du coût des ressources des banques rendait l'encadrement du crédit difficile à maîtriser, parce que les contraintes se manifestaient de deux manières mal reliées, par les normes d'encadrement et par le coût des ressources empruntées à long terme. En conséquence, l'encadrement du crédit fut débordé par l'expansion des crédits désencadrés sur ressources obligataires ; l'agrégat monétaire large devint une variable de bouclage dans le bilan du système bancaire et perdit toute signification comme objectif intermédiaire ; le taux de base bancaire ne fut plus le taux pivot unique de tout le système de crédit. Un système mixte de taux administrés et de taux de marché, propice à la désintermédiation, se mit en place.

Il eût été possible de reconstruire un système cohérent à l'allemande : une très forte intermédiation centrée sur des banques universelles très concurrentielles, sur lesquelles la banque centrale a une prise directe efficace. On a choisi une philosophie opposée : *établir un vaste ensemble de marchés des capitaux interdépendants, couvrant une large gamme d'échéances et de types de risques, qui soit accessible à tous les emprunteurs et à tous les investisseurs dans des conditions d'égale concurrence*. L'aspect le plus spectaculaire de cette réforme est l'organisation d'un marché monétaire ouvert, là où n'existait qu'un marché interbancaire. Elle vise à changer décisivement les principes de la politique monétaire. L'espoir est d'influencer l'ensemble des taux d'intérêt par des interventions globales de la banque centrale sur le marché monétaire et de laisser les taux d'intérêt relatifs s'ajuster simultanément sur tous les marchés. Aussi séduisante soit-elle pour l'esprit, cette philosophie n'en pose pas moins de sérieuses difficultés concernant l'efficacité de la politique monétaire et la position des banques.

Les exemples britanniques et canadiens ne plaident guère pour l'optimisme sur les capacités du contrôle monétaire dans un tel système. Car la diversification des marchés va élargir énormément les possibilités des institutions financières de recourir à la gestion des passifs par émission de dettes négociables. L'expérience a montré que, dans ce contexte, la banque centrale ne pouvait influencer l'expansion des actifs des intermédiaires financiers par la seule manipulation du niveau *général* des taux d'intérêt. Dès lors que les banques ont des occasions profitables de crédit, elles vont se porter emprunteuses sur les marchés de capitaux ouverts pour se procurer les fonds nécessaires. Pour le contrôler, il faudrait pouvoir influencer avec précision les taux d'intérêt *relatifs* ; ce qui est rendu illusoire par l'interdépendance des marchés et par le recours aux instruments de crédit à taux d'intérêt variables, sauf à provoquer brutalement des variations extrêmes des taux d'intérêt courts qui auraient des effets désastreux sur la stabilité des structures financières. En outre, la France a des contraintes de taux de change particulièrement fortes, d'autant plus que les obstacles aux mouvements de capitaux seront levés. Le niveau général des taux d'intérêt doit donc être affecté à la défense du taux de change, il ne peut manifestement pas satisfaire deux objectifs à la fois. Les réserves obligatoires proportionnelles ne suffisent pas à être le second instrument dans un système où la substitution entre dépôts et autres formes de passif bancaire devrait être d'autant plus intense que les taux d'intérêt sur les dépôts resteront réglementés. Le maintien du contrôle quantitatif de la liquidité bancaire s'impose, donc de la dépendance des banques à l'égard du refinancement de la banque centrale.

En outre, les banques françaises sont sous-capitalisées et ont une structure d'exploitation qui rend les coûts de leurs ressources très inertes, à cause de coûts fixes opératoires plus élevés qu'ailleurs. La faiblesse de leurs revenus tirés de

STRUCTURES ÉCONOMIQUES

services financiers hors bilans a entraîné une dégradation de leurs marges nettes dans la désinflation des années quatre-vingt. Elles ne peuvent donc soutenir la concurrence de marchés des capitaux complètement ouverts sans une adaptation de leurs activités qui demande du temps. Or cette adaptation est d'autant plus précaire que la réforme globale du système financier français ne leur accorde plus une position centrale.

ITALIE : MAÎTRISER LE FINANCEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE

La transformation du système financier en Italie a sa logique dans la position prestigieuse de la Banque d'Italie, décidée à faire front pour briser un cercle vicieux inflationniste. Dès le début des années soixante-dix, une inflation salariale très vive (entraînant les charges sociales) et une crise des paiements extérieurs (provoquant la dépréciation de la monnaie) avaient fait monter en flèche les taux d'intérêt à court terme. Il en résulta un déplacement brutal de la préférence pour la liquidité en faveur des dépôts à vue, qui détruisit complètement les marchés des titres à long terme. La Banque d'Italie se trouva à la tête d'un système financier complètement centralisé, où les dépôts bancaires étaient la seule forme de passif des agents non financiers et où les activités des intermédiaires financiers spécialisés dépendaient complètement du financement bancaire. En présence d'un déficit budgétaire atteignant rapidement les 10 % du PIB et d'une énorme épargne des ménages autour de 15 % du PIB, le système centralisé découvrait son talon d'Achille : le danger hyperinflationniste d'une monétisation systématique du déficit public. Un cercle infernal menaçait de s'installer entre l'injection de monnaie par les avances à l'Etat, la hausse nominale des revenus et des prix intérieurs, le déficit des paiements extérieurs, la baisse de la lire, l'accélération des hausses de prix, le gonflement du déficit public, etc.

Face à ce péril, la ligne directrice suivie par la Banque d'Italie fut de *reconstruire une différenciation financière par la création d'un marché des bons du Trésor à court terme*, de façon à concilier la préférence pour la liquidité des ménages et la maîtrise de la base monétaire. Corrélativement il fallait établir une liaison forte entre la base monétaire et le crédit intérieur total. Etant donné la priorité du financement de la dette publique, cela passait par des mesures quantitatives de restriction du crédit bancaire au secteur privé.

Plusieurs raisons expliquent que ces innovations ne déstabilisèrent pas le système financier. En premier lieu, les banques subirent effectivement une perte de dépôts à cause de l'attraction des titres publics. Mais cette perte fut limitée par la liberté des taux d'intérêt créditeurs. Leurs activités habituelles de crédit furent également entravées par la conjonction de l'encadrement du crédit, de contraintes de bilan et de réserves obligatoires élevées. Mais les banques se reconvertirent dans l'acquisition des titres publics, le courtage et l'animation du marché secondaire, les prêts en devises ; aussi leurs profits ne furent-ils pas affectés. En second lieu, les autorités monétaires diversifièrent les marchés des titres publics vers des échéances plus longues et permirent l'émission de titres par les institutions de crédit spécialisées. Ces dernières purent ainsi faire le crédit à moyen et long terme au secteur privé qui était interdit aux banques par la rigueur des contraintes réglementaires. En troisième lieu et surtout, *la structure industrielle évolua dans les années soixante-dix en faveur des petites et moyennes entreprises*, qui ont recours à l'autofinancement pour une part plus importante de leurs ressources que les grandes entreprises. La demande de crédit du secteur privé fut freinée par ce changement de structure de la

STRUCTURES ÉCONOMIQUES

production, au point que le ratio du crédit à la valeur ajoutée dans le secteur privé passa de 1,10 en 1973 à 0,90 en moyenne sur la période 1982-1984.

Ces changements progressifs permirent à la Banque d'Italie d'affiner son contrôle sur la base monétaire et de lever l'encadrement du crédit en 1983. Car l'absence d'instruments négociables émis par les agents privés évite l'instabilité des dépôts et rend sans objet la réaction des banques par une gestion agressive de leur passif. Dans ces conditions des coefficients de réserve obligatoire élevés maintiennent une transmission étroite entre la base monétaire et le crédit bancaire. La levée de l'encadrement ne fut que faiblement perturbatrice. Il restait à dissocier, autant que faire se peut, le financement du déficit public et la détermination de la base monétaire consacrant l'autonomie stratégique de la Banque d'Italie : introduction de la procédure des mises en pension temporaires de titres (repurchase agreements) pour amortir les répercussions des à-coups dans les besoins de trésorerie de l'Etat sur la liquidité bancaire, refus de jouer le rôle d'acheteur résiduel dans les émissions de bons du Trésor et ajustement corrélatif par les variations de taux d'intérêt.

Le fonctionnement du système financier italien se caractérise ainsi par sa simplicité, garantie de sa robustesse, malgré des choses inflationnistes d'une exceptionnelle sévérité. Paradoxalement cette simplicité découle de l'importance écrasante de la dette publique, de l'adaptation de la structure des taux d'intérêt à l'inflation et de la compétitivité des petites unités industrielles peu consommatrices de crédit. Une importante réduction du déficit public et une désinflation prononcée remettraient en cause cet équilibre et créeraient de nouveaux défis.

ROYAUME-UNI : TOUT POUR QUE LA CITY GARDE SON RANG

55

Le Royaume-Uni livre une expérience différente de celle des trois grands pays de l'Europe continentale. L'impulsion dominante dans les innovations financières est venue des marchés, déclenchant les influences réciproques de la concurrence et des changements de réglementation. Dès 1971, une déréglementation drastique s'était produite avec la suppression de l'encadrement du crédit et le démantèlement du cartel bancaire qui fixait les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs en relation avec les taux d'escompte de la Banque d'Angleterre. L'imitation des marchés d'euro-devises installés à Londres fut immédiate : les banques étendirent le crédit à moyen terme et à taux variable, liée au taux interbancaire. La demande de crédit explosa et sa faible élasticité aux taux d'intérêt put être constatée. Les banques anglaises et étrangères, de dépôts et d'affaires, les institutions de crédit immobilier (building societies) se firent une concurrence acharnée pour emprunter des liquidités et nourrir une spéculation effrénée sur les propriétés commerciales. Aussi cette tentative de l'allocation rationnelle du crédit par les coûts et du contrôle de l'offre de monnaie par la variation du niveau général des taux d'intérêt fut-elle un fiasco total. La crise des banques secondaires en 1973-1974 ébranla le système financier et démontra que la concurrence n'était pas une garantie d'évaluation correcte des risques, dès lors que la rapidité des innovations avait fait voler en éclat les arrangements prudentiels éprouvés. On imposa le corset et on chercha à limiter le financement monétaire de la dette publique pour contrebalancer le dynamisme du crédit privé.

La deuxième vague d'innovations fut lancée par l'abolition du contrôle des changes en 1979. Cette décision a une immense portée. Elle laisse irrésolu jusqu'ici

S T R U C T U R E S É C O N O M I Q U E S

le problème du contrôle monétaire et conduit à réorganiser la place de Londres pour réguler la concurrence financière.

Le corset fut supprimé en 1980 conformément à l'argument selon lequel tout contrôle interne du crédit devenait sans objet, puisqu'il pouvait être complètement contourné par l'emprunt à l'étranger. La concurrence financière reprit de plus belle par un décloisonnement des domaines d'activités des différents types d'institutions financières (par exemple les banques s'engageant résolument sur le terrain du crédit hypothécaire, les sociétés immobilières de crédit réagissant en géant leur passif comme les banques), une compression des marges et une course pour les parts de marché. La tentative de contrôle indirect d'un agrégat monétaire rencontrait la même difficulté que dix ans auparavant : comment être sûr de l'effet sur l'activité économique, alors que le crédit privé est libre de se développer sans entrave et que les taux d'intérêt ne peuvent pas s'élever au point que le système financier devienne instable et que la hausse du taux de change détruit complètement la compétitivité de l'économie ? Cette question n'a pas trouvé de réponse. La Banque Centrale a utilisé l'expédient du surfinancement de la dette publique, consistant à vendre des titres d'Etat pour des montants supérieurs au besoin de financement du secteur public. Mais cela ne pouvait être que transitoire. Il n'en reste pas moins qu'en l'absence de tout instrument quantitatif de contrôle de la liquidité bancaire, c'est la réduction du déficit budgétaire qui fait fonction de politique monétaire.

Dans cette situation l'économie britannique paye son tribut au prestige de la place de Londres, comme elle l'a fait le plus souvent depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le maintien de ce prestige requiert aujourd'hui un remodelage des règles internes de fonctionnement du marché financier. Il vise à mettre fin aux spécialisations étroites des fonctions qui handicapent le Stock Exchange pour relever la concurrence des grands marchés internationaux. Ce faisant, l'adaptation du Stock Exchange à l'internationalisation des marchés des capitaux va provoquer une accélération et une augmentation de la taille des flux internationaux de capitaux pour des transactions purement financières. C'est un problème ouvert, sans réponse actuellement, de savoir comment une telle concurrence des places financières est compatible avec la régulation macroéconomique d'une économie de taille moyenne comme celle du Royaume-Uni.

CONCLUSION : LES OBSTACLES À UNE INTÉGRATION FINANCIÈRE DE L'EUROPE

L'intégration financière européenne est un objectif louable. En tous cas, elle est partie intégrante du marché intérieur, s'il doit être réalisé un jour. Pour lui donner un sens il faut d'abord écarter l'image cauchemardesque d'un marché financier global qui engloiterait tous les systèmes financiers nationaux dans une vaste nébuleuse déterritorialisée, où tous les actifs seraient parfaitement substituables, où d'énormes conglomerats financiers opéreraient sur toutes les places dans une perspective globale et permanente. Que cette vue de l'esprit soit viable ou pas, elle dissout toute identité européenne. Il existe cependant des tendances partielles dans ce sens au sein des innovations financières internationales. Elles sont préoccupantes, non pas parce que les systèmes financiers des pays européens perdent leur consistance, mais parce qu'ils réagissent de façon disparate, sans qu'il en résulte des facteurs de rapprochement spécifiquement européens.

STRUCTURES ÉCONOMIQUES

Les transformations que nous avons étudiées laissent de nombreux problèmes en suspens pour porter un jugement sur l'organisation des systèmes financiers nationaux aptes à servir au mieux l'économie européenne dans sa totalité. Nous avons mis en évidence plusieurs critères structurels qu'il faut combiner : les types de relations entre la finance et l'industrie pour assumer les risques des décisions stratégiques des entreprises de différentes tailles, les dispositifs du contrôle monétaire compatibles avec les structures financières et leur efficacité, les éléments prudeniels incorporés dans la gestion des opérateurs ou formalisés dans des règles spécifiques pour tempérer et discipliner la concurrence, les moyens d'enrayer les réactions en chaîne déstabilisatrices en présence de risques systématiques rendus apparents dans des conjonctures dégradées.

Quelles doivent être les importances respectives de l'intermédiation bancaire et des marchés des capitaux les plus satisfaisantes pour réaliser une combinaison acceptable de ces critères ? Nous n'en savons rien. Mais nous savons que les pays européens donnent dans les faits des réponses très hétérogènes ; ce qui prouve qu'il n'existe pas de système financier européen. L'option allemande donne une prépondérance à l'intermédiation bancaire et à un autofinancement élevé des entreprises, restreint la place des marchés des capitaux, établit des relations étroites entre la finance et l'industrie et contrôle très strictement la monnaie. Le modèle britannique donne la prépondérance aux marchés des capitaux, est totalement perméable aux opérateurs financiers étrangers mais largement déconnecté de l'industrie nationale, fait dépendre les banques de fonds empruntés, finance les entreprises à part égale par des titres de propriété et par des dettes dont une proposition importante sous forme d'instruments négociables, rencontre des difficultés considérables pour contrôler la monnaie.

S'il n'y a pas de modèle européen pour l'organisation interne des systèmes financiers, il n'y a pas non plus, à l'heure actuelle, d'entité financière européenne vis-à-vis du reste du monde. Pourtant si l'expression « intégration européenne » a un sens, elle doit désigner des relations plus étroites entre les pays européens qu'entre chacun de ceux-ci et le reste du monde. On peut concevoir cette différenciation de plusieurs manières : que l'épargne européenne se dirige en priorité vers des usages européens, que la mobilité des capitaux soit plus intense à l'intérieur de l'Europe qu'entre l'Europe et le reste du monde, que les perturbations provenant du reste du monde affectent les pays européens d'une manière qui ne déstabilise pas leurs relations financières réciproques. Pour réaliser ces conditions, le monétaire et le financier sont étroitement imbriqués. C'est là que l'Ecu peut jouer un rôle décisif : en tant qu'actif faisant circuler l'épargne européenne, en tant qu'instrument portant un risque plus faible que le dollar, en tant que monnaie parallèle renforçant la coordination des politiques monétaires.

57

RÉFÉRENCES

Aglietta M, *Europe : La décennie de tous les dangers* Doc. travail CEPII n° 85-05, septembre 1985.

Akhtar M.A, *Financial innovations and their implications for monetary policy : an international perspective*, *Bis Economic Papers*, n° 9, décembre 1983.

Bingham T.R.G, *Le secteur bancaire et la politique monétaire*, OCDE, 1985.

BRI, Département économique et monétaire, *Financial Innovation and monetary policy*, Bâle, mars 1984.

STRUCTURES ÉCONOMIQUES

- BRI, groupe d'étude des banques centrales, *Recent innovations in international banking*, avril 1986.
- Caranza C. et Cottarelli C, Financial innovation in Italy : a lop-sided process, *Banque d'Italie*, décembre 1985.
- Cotula F, Financial innovation and monetary control in Italy, *Banca Nazionale del Lavoro*, n° 150, septembre 1984.
- Dalavecuras T, Italie : un vent irresistible de changement, *Banque et Managmeent*, EFMA, mars 1985.
- De Boissieu C, Innovations financières et contrôle monétaire, *Banque*, janvier 1982.
- Dudler H.J, Financial innovations in Germany, *EUI colloquum Papers*, Badia Fiesolana, octobre 1985.
- Ethier W.J et Marston R.C, eds, International financial markets and capital movements, *Essays in international finance*, International Finance Section, Princeton, n° 157, septembre 1985.
- Fforde J.S, Competition, innovation and regulation in the UK banking system, *Bank of England Quaterly Bulletin*, septembre 1983.
- Francke H.H et Hudson M, eds, *Banking and finance in West Germany*, St Martin's Press, 1984.
- Germany J.D et Morton J.E, Financial innovation and deregulation in foreign industrial countries, *Federal Reserve Bulletin*, octobre 1985.
- Gönenc R, Changing investment structure and capital markets, OCDE, ronéo, novembre 1985.
- Goodhart A.E, *Monetary theory and practice : the UK experience*, Mac Millan, 1984.
- Hedley R, Monetary stability and industrial adaptation in West Germany, in *Joint Economic Committee Congress of the US*, study on monetary policy, selective credit policy and industrial policy, 1981.
- Jaffre P, L'unification du marché des capitaux, *Banque*, n° 460, avril 1986.
- Kneeshaw J.T et Van den Bergh P, International interest rate relationships : policy choices and constraints, *BIS Economic Papers*, n° 13, janvier 1985.
- Lamfalussy A, Innovations financières, politique monétaire et stabilité des marchés, *Revue de Presse de la BRI*, 26 nov. 1985.
- Llewellyn T.S, The changing structure of the UK financial system, *the three banks review*, n° 145, mars 1985.
- Metais J et Scymczak P, *Le processus d'innovation financière en France et ses implications*, doc. de travail n° 85-14, Direction de la Prévision, 1985.
- Naouri J.C, La réforme du financement de l'économie, *Banque*, n° 459, mars 1986.
- OCDE, Comité des marchés financiers, *L'évolution des activités bancaires dans les pays de l'OCDE*, Paris, 1985.
- Oudiz G, La réforme des marchés financiers : le temps de la concurrence, in *Rapport Ramses*, 1986.
- Pastré O, *La modernisation des banques françaises*, Documentation Française, 1985.
- Rybczynski R, The UK financial system in transition, *National Westminster Bank Quaterly Review*, novembre 1984.
- Silber W, The process of financial innovation, *American Economic Review*, mai 1983.
- Stiglitz J. et Weiss A, Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, juin 1981.