

Laurence Scialom

# Économie bancaire

NOUVELLE ÉDITION



**La Découverte**

9 bis, rue Abel-Hovelacque  
75013 Paris

**Remerciements.** Sans engager leur responsabilité, je remercie l'ensemble des membres du MINI-FORUM et particulièrement Michel Aglietta pour leurs suggestions et commentaires qui m'ont permis d'améliorer la rédaction de cet ouvrage.

Catalogage Électre-Bibliographie (avant publication)

SCIALOM, Laurence

Économie bancaire. — Paris : La Découverte, 2004. — (Repères ; 268)

ISBN 2-7071-4404-5

Rameau : banques : droit  
économie monétaire

Dewey : 332.1 : Économie financière. Banques et opérations  
bancaires

Public concerné : 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> cycles

Le logo qui figure au dos de la couverture de ce livre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, tout particulièrement dans le domaine des sciences humaines et sociales, le développement massif du photocopillage.

Le code de la propriété intellectuelle du 1<sup>er</sup> juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc qu'en application des articles L. 122-10 à L. 122-12 du Code de la propriété intellectuelle, toute reproduction à usage collectif par photocopie, intégrale ou partiellement, du présent ouvrage est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris). Toute autre forme de reproduction, intégrale ou partielle, est également interdite sans autorisation de l'éditeur.

**S**i vous désirez être tenu régulièrement informé de nos parutions, il vous suffit d'envoyer vos nom et adresse aux Éditions La Découverte, 9 bis, rue Abel-Hovelacque, 75013 Paris. Vous recevrez gratuitement notre bulletin trimestriel **À la Découverte**. Vous pouvez également retrouver l'ensemble de notre catalogue et nous contacter sur notre site [www.editionsladecouverte.fr](http://www.editionsladecouverte.fr).

© Éditions La Découverte & Syros, Paris, 1999, 2004.

Dépôt légal : septembre 2004

## Introduction

Quelles sont les spécificités des banques nécessitant qu'elles soient plus réglementées que d'autres firmes ? Pourquoi la libéralisation financière et l'accroissement corrélatif de la concurrence dans le secteur bancaire se sont-ils accompagnés d'une « épidémie » de crises bancaires dans la plupart des pays ? Faut-il laisser les banques faire faillite ? Pourquoi la mauvaise santé des banques est-elle au cœur de l'enlisement du Japon dans une crise qui a duré plus de dix ans ? Toutes ces questions sont âprement discutées par les économistes, qu'ils soient académiques ou praticiens. L'économie bancaire fait en effet partie de ces trop rares champs d'analyse économique où ces deux catégories d'économistes ne peuvent s'ignorer.

Alors que la théorie économique dominante se focalisait traditionnellement sur l'économie réelle, considérant tant la monnaie que l'intermédiation financière comme inessentiels, la période récente est marquée par un foisonnement de travaux infléchissant cette tendance. On assiste en effet depuis les années quatre-vingt à un fort renouvellement des recherches en économie bancaire. Ce regain d'intérêt est multiforme. Il concerne particulièrement la microéconomie bancaire, l'économie industrielle appliquée à la banque, le rôle des banques dans la croissance, dans la transmission de la politique monétaire et la question de la réglementation bancaire. Par un apparent paradoxe, c'est dans une période où la montée des marchés financiers est souvent présentée comme un recul de la banque, où la déréglementation de l'industrie bancaire atténuée

la spécificité des banques par rapport aux autres intermédiaires financiers et où les systèmes bancaires nationaux apparaissent fragilisés que l'économie bancaire se révèle particulièrement active et influente.

La description succincte de l'industrie bancaire à la fin des années soixante-dix est un bon moyen d'appréhender l'ampleur des mutations ayant affecté ce secteur dans la plupart des pays. La volonté de limiter les risques d'instabilité financière (au détriment de la concurrence) justifiait alors des restrictions significatives sur l'activité et/ou la localisation géographique des banques, souvent assorties de plafonds sur les taux créditeurs. Ces contraintes s'accompagnaient fréquemment d'une tolérance des pouvoirs publics sur les accords de cartels entre banques. Ces dispositions dataient souvent de l'entre-deux-guerres et avaient été imposées en réponse aux épisodes d'instabilité financière de l'époque. Le *Glass Steagall Act* de 1933, séparant les banques commerciales et les banques d'affaires aux États-Unis, en est un exemple symptomatique. À la même époque, la mise en œuvre de la politique monétaire se conformait à une conception interventionniste. Celle-ci prenait la forme de contraintes quantitatives sur l'allocation des crédits (encadrement du crédit) et de contrôles des taux d'intérêt débiteurs. À cela s'ajoutaient des restrictions sur les transactions financières internationales. Le Canada, l'Allemagne et les États-Unis furent les principales exceptions à cette conception de la politique monétaire.

L'industrie bancaire présente aujourd'hui un visage radicalement différent. Cette mutation s'explique par trois facteurs essentiels. Tout d'abord, les innovations majeures dans le domaine du traitement et de la circulation de l'information ont été un vecteur puissant d'évolution des métiers bancaires. Deuxièmement, la déréglementation et le développement corrélatif des marchés financiers ont fortement conditionné la transformation de l'activité des banques. Enfin, la globalisation financière a poussé à l'internationalisation des banques. L'ensemble de ces facteurs doit s'interpréter comme un accroissement de la concurrence dans le secteur bancaire.

Concrètement, les restrictions quantitatives sur les prêts et sur les taux débiteurs ont été abolies dans les principaux pays

industrialisés. Il en va de même pour les contrôles des changes. L'éventail des produits financiers disponibles sur le marché s'est considérablement élargi. Ainsi, en 1980, une poignée de pays seulement, dont les anglo-saxons, avait créé des marchés de titres à court terme (bons du Trésor négociables émis par le Trésor public, certificats de dépôts émis par les banques et billets de trésorerie émis par les entreprises). Dix ans plus tard, les pays ne disposant pas d'un tel marché de titres monétaires font figures d'exception. La possibilité pour les banques d'engager des opérations sur titres a été considérablement élargie dans la plupart des pays, surtout depuis le milieu des années quatre-vingt.

Le cas français peut servir d'illustration des évolutions qui viennent d'être évoquées. La création d'un marché de titres de créances négociables, c'est-à-dire d'un compartiment court du marché des capitaux, date de 1985-1986, la création d'un marché à terme d'instruments financiers (Matif, rebaptisé Marché à terme international de France) et d'un marché d'options négociables (Monep) ainsi que la suppression de l'encadrement du crédit remontent à 1987, alors que la levée du contrôle des changes eut lieu en 1989. Ces réformes ont favorisé un développement considérable des marchés financiers. Cette évolution reflète de fortes modifications des comportements des agents non financiers tant en matière de placement de la part des ménages que de financement de la part des entreprises. Ces transformations ont évidemment eu un impact majeur sur l'activité bancaire.

Cet ouvrage tente donc de faire le point sur un champ d'analyse économique qui a connu, au cours des vingt-cinq dernières années, une profonde mutation. Non seulement celle-ci a été conditionnée par la transformation en profondeur de son objet d'études, à savoir la banque et le secteur bancaire, mais elle est également imputable aux avancées théoriques dans des domaines dont la banque est un champ d'application privilégié, économie industrielle et économie de l'information notamment.

Après avoir fait le point dans un premier chapitre sur les différentes formes d'intermédiation, sur la spécificité des banques parmi les intermédiaires financiers et sur l'évolution de l'activité

bancaire, nous traiterons de l'industrie bancaire. Dans ce second chapitre nous nous interrogerons notamment sur le degré de contestabilité des marchés bancaires, sur l'existence de surcapacités et sur les récents mouvements de concentration, une attention plus particulière étant portée au cas européen. Notre troisième chapitre s'intéressera à l'économie de l'information appliquée à la banque et présentera les modèles canoniques dans ce domaine. Nos chapitres IV et V traiteront, quant à eux, de questions ayant une forte résonance dans l'actualité, à savoir l'instabilité du secteur bancaire et les moyens de la contrer. Après avoir mobilisé un ensemble d'analyses économiques susceptibles d'expliquer la récurrence des crises bancaires dans les systèmes de finance libéralisée, nous examinerons les différents volets de la politique prudentielle y compris dans ses inflexions les plus récentes (réforme de Bâle II). Enfin, le dernier chapitre abordera la question de la banque centrale. Nous montrerons alors sur la base d'arguments analytiques et historiques que la hiérarchisation du système bancaire s'est opérée par un phénomène d'auto-organisation des paiements dans la communauté bancaire. Puis nous analyserons les deux fonctions essentielles des banques centrales : être prêteur en dernier ressort et préserver l'ancrage nominal.

## I / Banques et formes d'intermédiation financière

On oppose souvent finance directe et finance indirecte. La finance directe désigne les configurations où l'endettement contracté par les emprunteurs ultimes l'est directement auprès des prêteurs ultimes. En d'autres termes, il y a finance directe quand un agent à capacité de financement acquiert directement une obligation ou un billet de trésorerie émis par une entreprise ayant un besoin de financement. On parle au contraire de finance indirecte quand l'ajustement entre l'offre et la demande de financement nécessite l'intervention d'un intermédiaire financier. Cette distinction ne recouvre pas le clivage entre financement par émission de titres et financement par crédit bancaire. En effet, la finance aujourd'hui se caractérise par une montée en puissance considérable du financement de marché, qui s'effectue par émission de titres, alors même que la finance directe est de plus en plus marginale. La finance reste donc toujours très largement intermédiée mais c'est la forme de l'intermédiation qui a connu une mutation considérable. La finance bancaire traditionnelle, c'est-à-dire centrée sur la collecte des dépôts et l'octroi de crédits, tend à décliner alors que l'intermédiation de marché, qui s'articule sur la mise en commun de l'épargne et une gestion active et diversifiée de portefeuille, se développe fortement. Or les investisseurs institutionnels qui regroupent les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurance et les fonds de pension sont les intermédiaires financiers qui développent le plus activement la gestion collective de portefeuille. Ils sont au cœur de la logique

d'intermédiation de marché qui s'impose avec la globalisation financière. En conséquence, les banques sont soumises à une forte contrainte d'adaptation à cette forme de finance indirecte qui se traduit par une transformation importante de leurs activités.

Avant de nous intéresser à la modification du poids respectif de ces deux formes d'intermédiation et aux conséquences induites sur l'activité des banques, nous présentons la théorie de l'intermédiation financière et bancaire, et les fondements de la spécificité des banques.

### **Qu'est-ce qu'une banque ?**

La mise en œuvre des activités économiques donne lieu à des recettes et des dépenses dans les comptes des différents agents. Certains vont se trouver excédentaires, d'autres déficitaires. L'existence du système financier s'explique par ce déséquilibre des comptes individuels. L'épargne des agents non financiers diffère généralement de leur investissement en actifs physiques. Les agents à capacité de financement cherchent un emploi pour l'excédent de leur revenu sur leur dépense et les agents à besoin de financement désirent au cours d'une période dépenser plus qu'ils ne gagnent. Cette complémentarité des besoins explique tant l'existence de marchés de capitaux, où prêteurs et emprunteurs peuvent se rencontrer directement, que l'existence d'intermédiaires financiers spécialisés dans la satisfaction conjointe de ces besoins *via* une intermédiation bancaire traditionnelle ou une intermédiation de marché qui participe à l'essor des marchés financiers. Ainsi, il n'y a pas d'antagonisme entre intermédiation financière et développement des marchés financiers, il n'y a pas concomitance entre développement des marchés et extension de la finance directe. Au contraire, c'est l'intermédiation de marché qui soutient la globalisation financière. Celle-ci ne voue donc pas les banques à la disparition, mais élargit le champ de leurs activités. La liquidité des marchés repose d'ailleurs sur le rôle de *market maker* des banques et donc sur leur fonction d'intermédiation de marché.



*Pourquoi des intermédiaires financiers ?*

Pourquoi les marchés de capitaux n'assurent-ils pas seuls, c'est-à-dire sans qu'il existe d'intermédiaires financiers, l'ajustement entre les besoins et les capacités de financement individuels ? Depuis Gurley et Shaw qui ont proposé en 1960 une synthèse théorique sur l'intermédiation financière, on admet que les désirs d'emprunt et de prêt étant souvent incompatibles dans leurs formes, une fonction essentielle des intermédiaires financiers consiste à transformer les caractéristiques des actifs financiers. Les intermédiaires financiers assurent une transformation des échéances, des risques et des rendements. L'aversion différenciée pour le risque qui caractérise les agents non financiers et les intermédiaires financiers constitue une autre justification de l'existence des institutions financières [Pyle, 1971]. Plus généralement, l'existence d'intermédiaires financiers a pour origine l'imperfection des marchés de capitaux. La littérature plus récente met l'accent sur la réduction des coûts de transaction et surtout des asymétries d'information. Tout d'abord, la collecte et l'emploi de ressources par les intermédiaires financiers sont sujets aux économies d'échelle : le coût unitaire de production des services financiers diminue à mesure que la quantité fournie augmente. Le volume des opérations permet également une meilleure diversification des risques. Par ailleurs, l'intermédiation financière réduit nombre de coûts inhérents aux opérations financières : les coûts de recherche de la contrepartie de la transaction financière, les coûts de négociation des conditions financières, les coûts d'acquisition de l'information sur le débiteur, les coûts de contrôle de la bonne exécution des échanges, etc. La combinaison de services de paiement et d'intermédiation confère un avantage irréductible aux banques par rapport aux autres intermédiaires financiers dans la réduction des asymétries informationnelles. En effet, la tenue des comptes des clients est une source d'information continue pour la banque (périodicité et montant des revenus, capacité d'épargne, éventuels accidents de paiement, etc.) qu'elle peut mobiliser lors d'une demande de prêt pour évaluer la solvabilité de l'emprunteur.

---

**Un bilan bancaire typique**


---

Actif	Passif
Encaisse de trésorerie (monnaie centrale en caisse, réserves libres et obligatoires).	Dépôts interbancaires (dépôts de gros).
Prêts interbancaires.	Dépôts des agents non financiers (dépôts à vue, à terme, comptes sur livret, comptes et plans d'épargne logement, etc.)
Crédits aux agents non financiers.	Titres émis à l'exception des actions (certificats de dépôts, obligations, etc.).
Portefeuille de titres.	Provisions.
Immobilisations.	Capitaux propres.

---

L'ordre des postes tant à l'actif qu'au passif est inversé par rapport au bilan de la comptabilité générale : le haut du bilan correspond aux opérations de trésorerie et le bas aux immobilisations côté actif, et aux capitaux propres côté passif. L'encaisse de trésorerie correspond à l'impératif pour toute banque de faire face à tout moment à une demande de conversion en monnaie centrale émanant de sa clientèle ou d'une autre banque. Elle peut également être influencée par la réglementation imposant la constitution de réserves obligatoires auprès de la banque centrale. En fonction de leur situation de trésorerie, les banques échangent entre elles de la liquidité. Quand une banque est excédentaire, elle prête sur le marché interbancaire et cette opération apparaît à son actif. Si elle est déficitaire, elle emprunte sur le marché interbancaire et cette opération est enregistrée à son passif. Les opérations bilatérales

que la banque noue avec sa clientèle constituent le cœur de l'intermédiation bancaire traditionnelle : collecte de dépôts au passif et octroi de crédits à l'actif. Les opérations des banques sur les marchés de capitaux sont les suivantes : le portefeuille de titres acquis par la banque apparaît à l'actif alors que les titres émis par la banque pour se financer sur le marché des titres de créances négociables ou sur le marché obligataire notamment apparaissent au passif. Les immobilisations constituent un poste hétérogène dont la caractéristique commune est de représenter des emplois stables. Il peut s'agir d'équipement, d'immeubles, mais également d'immobilisations financières. Ces dernières correspondent à des prises de participation dans d'autres entreprises visant à l'exercice d'un pouvoir de contrôle ou d'influence sur celles-ci. Les provisions constituées au passif du bilan bancaire visent à compenser le risque

de non-remboursement de certaines créances de la banque. Elles recouvrent des provisions pour dépréciation, c'est-à-dire pour créances douteuses, des provisions pour risques et charges liées notamment au risque de change et à l'exécution des engagements hors bilan, et des provisions pour risque-pays. Les capitaux propres constituent, quant à eux, la garantie ultime de solvabilité de la banque.

Mais le bilan ne reflète qu'une partie des activités bancaires. Il n'inclut que les crédits accordés et les engagements contractés véritablement et de manière non contingente à la période présente. La banque a également des activités hors bilan qui ne correspondent pas à cette définition. Les opérations hors bilan recouvrent les engagements futurs ou virtuels de la banque qui n'ont pas donné lieu à un flux de trésorerie. C'est donc dans le hors-bilan que sont enregistrés :

— les devises ou titres à recevoir ou à livrer, ainsi que les opérations sur instruments financiers à terme. Il s'agit essentiellement de contrats de change et de taux d'intérêt (contrats à terme, *swaps*, contrats d'option) ;

— les engagements : la banque s'engage à avancer des fonds ou à acquérir un actif à une date future prédéterminée. Ces engagements peuvent être irrévocables ou conditionnels ;

— les garanties : la banque garantit les engagements de certains de ses clients et permet ainsi qu'ils obtiennent des financements de tiers.

Le bilan offre donc une vision très partielle de l'activité bancaire. Ce décalage entre les activités des banques appréhendées à travers leur bilan et l'ensemble de leurs activités s'est considérablement accentué au cours des années quatre-vingt-dix, la croissance du hors-bilan bancaire étant beaucoup plus rapide que celle du bilan. Ainsi, dans le cas de la France, les engagements hors bilans de l'ensemble des établissements de crédit atteignaient 1,65 fois la taille de leurs bilans en 1990 (bilans : 14 026,8 milliards de francs, hors bilans : 23 162,5 milliards de francs), le facteur multiplicatif est passé à 7,77 en 2002 (total de bilan : 3 786 milliards d'euros, encours des instruments financiers à terme : 29 401 milliards d'euros).

### *Pourquoi les banques ?*

Une banque est un intermédiaire financier spécifique. Elle est un intermédiaire financier dans la mesure où sa fonction traditionnelle est d'octroyer des crédits et de collecter des dépôts. Elle prête à moyen-long terme et emprunte à court terme. Mais sa spécificité tient à son pouvoir de création monétaire. L'octroi de crédit par une banque ne se fait pas sur la base de ressources préexistantes. La banque ne se contente pas de transformer les caractéristiques d'une épargne préformée. Elle crée par le crédit un dépôt bancaire au bénéfice de l'emprunteur.

Au niveau macroéconomique, le pouvoir de création monétaire du système bancaire lève une contrainte majeure sur l'accumulation du capital : le financement des projets nouveaux d'investissement n'est plus assujéti à l'épargne formée au cours de la période. Les banques ne se contentent pas de recycler des ressources qu'elles ont préalablement collectées. Elles prêtent des sommes qui viendront ensuite se déposer dans leurs comptes. Les banques font ainsi des paris sur des projets industriels, elles anticipent sur des profits à venir. Ces paris sont fondés sur une évaluation de la qualité spécifique des projets. Cette estimation est multidimensionnelle. Le risque de non-remboursement d'un crédit repose sur des paramètres non maîtrisables par l'emprunteur, comme l'état de la conjoncture présente et future, mais également sur les qualités intrinsèques du projet qui souvent ne sont pas quantifiables et sur la solvabilité présente et à venir de l'emprunteur lui-même. La collecte des informations sur l'ensemble de ces paramètres est coûteuse pour l'intermédiaire financier. Celui-ci dispose d'informations externes directement fournies par le demandeur de fonds qui dispose toujours d'un avantage informationnel sur sa propre situation par rapport au prêteur. L'émergence des institutions financières peut alors être présentée comme le fruit de leur capacité supérieure à celle du marché à réduire ces asymétries d'information. Parmi les intermédiaires financiers, les banques disposent d'un avantage additionnel du fait de la multiplicité des services financiers qu'elles rendent à leurs clients et qui est source de recoupement d'information. En particulier, leur fonction de tenue des comptes et de gestion des moyens de paiement représente un élément d'appréciation fondamental de la qualité spécifique de l'emprunteur. Les relations bilatérales que la banque entretient dans la durée avec ses clients lui assurent donc la production d'un savoir idiosyncratique [Guille, 1994]. Le passé de la relation de crédit, les mouvements et soldes des différents comptes que la banque gère, les éventuels accidents de paiements constituent autant d'informations internes à la banque et non transmissibles au marché. La supériorité des banques par rapport au marché quant à la connaissance de la qualité des emprunteurs repose, d'une part, sur les données objectives que nous venons d'évoquer, informations que seules les banques détiennent, et, d'autre part,

sur une appréciation subjective inhérente aux relations de confiance qui ont pu se nouer au cours du temps entre la banque et son client. L'information acquise par les banques sur les débiteurs est donc privative alors que l'information que véhiculent les marchés financiers est collective au sens d'accessible à tous. À cet égard, la distinction entre actifs négociables et non négociables correspond au degré auquel l'information exigée pour vérifier et contrôler la valeur de l'investissement est publiquement offerte par l'emprunteur [Goodhart, 1988]. Les actifs négociables sont ceux pour lesquels l'emprunteur offre la masse d'informations exigées par les investisseurs, tandis que, pour les actifs non négociables, le prêteur rassemble davantage d'informations. Les banques apparaissent donc comme des intermédiaires financiers spécialisés dans l'octroi de prêts à fort contenu informatif. L'imparfaite négociabilité de l'actif bancaire qui en résulte combinée à l'émission de dettes remboursables au pair, à vue ou à court terme (les dépôts), rend les banques particulièrement vulnérables aux chocs de liquidité [Diamond et Dybvig, 1983]. Cette spécificité de bilan constitue, selon Goodhart, la différence fondamentale entre les banques et les autres intermédiaires financiers. Les caractéristiques du portefeuille d'actifs des intermédiaires financiers déterminent largement le type de dette qu'ils peuvent offrir : dette à valeur nominale fixe dans le cas des banques, à valeur de marché dans le cas des fonds d'investissement collectif.

La reconnaissance par le marché de cette supériorité du savoir bancaire explique que l'obtention d'un prêt bancaire auprès d'une banque réputée constitue pour le marché un signal fort quant à la robustesse financière de l'entreprise. Cet effet de réputation peut se refléter dans l'accroissement du cours des titres des firmes qui annoncent la signature d'un contrat de prêt et même dans leur accès au marché boursier. La supériorité du savoir bancaire ne signifie pas pour autant l'élimination des asymétries d'information entre le débiteur et la banque. Tout d'abord, une asymétrie d'information irréductible persiste entre la banque et l'emprunteur sur la situation de celui-ci et sur la qualité du projet financé. Cette asymétrie d'information *ex ante* ou « information cachée » est inhérente aux marchés où s'échangent des produits dont la qualité est mieux connue par le

vendeur que par l'acheteur. Cette situation crée des problèmes d'antisélection. Le prix, dans notre cas le taux d'intérêt, n'est plus un révélateur de la qualité de la promesse de remboursement. La banque ne peut être certaine de ne pas prêter à de mauvais emprunteurs. Sur le marché du crédit, en raison de la nature même du « bien » échangé, à savoir des promesses de remboursement, l'asymétrie informationnelle *ex ante*, que subit chaque banque avec ses débiteurs, se double d'une incertitude qui touche les banques dans leur ensemble sur la qualité des crédits qu'elles octroient. En effet, les banques gèrent individuellement cette asymétrie d'information par un ensemble de méthodes comme l'imposition de collatéraux (garanties) ou par des processus de rationnement fondés sur la différenciation des emprunteurs et leur catégorisation. En d'autres termes, les banques définissent des conditions hors prix d'obtention de crédit : hypothèques et autres formes de garantie notamment sur le patrimoine de l'emprunteur, apport personnel, etc. Ces conditions hors prix constituent un moyen pour les banques de sélectionner leurs clients en imposant des conditions inégales d'accès au crédit en fonction du risque qu'elles estiment encourir. Or ces méthodes reflètent à un moment donné du temps un modèle de représentation et d'interprétation propre à la communauté bancaire dans son ensemble. Cette caractéristique explique l'importance du « climat des affaires » dans l'évolution du marché du crédit, avec des vagues collectives d'optimisme ou de pessimisme. La crise de l'immobilier ayant « plombé » les bilans de systèmes bancaires entiers dans les années quatre-vingt-dix est une bonne illustration du caractère en partie collectif des méthodes de représentation du risque de crédit. Les banques restent également soumises à des asymétries d'information *ex post*, ils se manifestent une fois le crédit accordé et concernent le comportement de l'emprunteur durant la durée du contrat de prêt. Celui-ci peut en effet être tenté, dans certaines circonstances, d'accroître son exposition au risque et ainsi d'augmenter l'exposition au risque de crédit de la banque. Quand l'asymétrie d'information se réfère ainsi à une action cachée, on parle d'aléa moral ou de hasard moral. Les techniques de contrôle et de surveillance (*monitoring*) appliquées par les banques visent à réduire ce type de comportement.

### L'évolution de l'activité des banques

Les transformations des systèmes financiers dépendent fortement des formes prises par l'épargne des ménages. Or le régime de basse inflation couplé aux évolutions démographiques dans les pays industrialisés a profondément modifié les formes prises par l'épargne, et cette tendance va aller en s'accroissant. En effet, le vieillissement des populations en Europe et plus généralement dans le monde industriel suscite des motivations d'épargne liées au cycle de vie, ce qui favorise l'épargne financière à visée longue. Un comportement patrimonial d'augmentation de la richesse des ménages par rapport à leur revenu est donc prévisible [Aglietta, 2001]. Or celui-ci transforme les formes de l'épargne, les investisseurs institutionnels (intermédiaires financiers non bancaires) recevant une proportion de plus en plus importante de l'épargne des pays industriels.

Les principaux investisseurs institutionnels sont les sociétés d'investissement, les fonds de pension et les compagnies d'assurance.

Tableau 1. Évolution du poids des investisseurs institutionnels (actifs gérés en proportion du PIB)

	1970	1980	1990	2000
Royaume-Uni	0,42	0,37	1,02	1,93
États-Unis	0,41	0,47	0,79	1,62
Allemagne	0,12	0,20	0,33	0,84
Japon	0,15	0,21	0,58	1,03
Canada	0,32	0,32	0,52	1,10
France	0,07	0,12	0,52	1,20
Italie	0,07	0,06	0,15	0,76
G7	0,23	0,25	0,56	1,21
Pays anglo-saxons	0,39	0,39	0,78	1,55

Source : Davis Philip, 2003.

Les sociétés d'investissement sont des organismes de gestion de portefeuille investis en titres (titres du marché monétaire, obligations ou actions). Leurs caractéristiques varient selon les pays et les types de placement effectués. Les *mutual funds*

américains et les OPCVM (SICAV et FCP français) se classent dans cette catégorie.

Les fonds de pension ont pour vocation de financer les retraites. Ils collectent les contributions des bénéficiaires ou des commanditaires (entreprises ou syndicats) et les placent afin d'assurer les droits acquis par les bénéficiaires. Leur poids parmi les investisseurs institutionnels est d'autant plus important que le pays a un système de retraite par capitalisation (pays anglo-saxons notamment). En revanche, dans les pays où prédomine la retraite par répartition, les fonds de pension ont encore un poids faible. Mais la nécessité d'effectuer un lissage intertemporel du contre-choc démographique qui deviendra particulièrement aigu à partir de 2010 favorisera la promotion en Europe et ailleurs de régimes de retraite par capitalisation en complément des régimes par répartition [Aglietta, 2001]. Cette évolution prévisible laisse une marge de progression considérable aux fonds de pension et autres investisseurs institutionnels dans tous les pays non anglo-saxons.

Ce mouvement de fond associé au développement des innovations financières et à la déréglementation de l'industrie bancaire à partir des années quatre-vingt a profondément affecté l'activité des banques.

#### *Le déclin de l'intermédiation bancaire traditionnelle*

L'intermédiation bancaire traditionnelle a été mise à mal tant du côté de la collecte de dépôts que de l'octroi de crédits. Les États-Unis ont été précurseurs de ce double mouvement d'atteinte à l'intermédiation bancaire traditionnelle, mais le reste du monde a ultérieurement connu le même phénomène. Les innovations financières et la déréglementation ont partout créé des alternatives attractives s'offrant aux déposants et aux emprunteurs. Jusqu'au début des années quatre-vingt, les dépôts constituaient une ressource bon marché pour les banques dans la plupart des pays. Les taux rémunérant ces dépôts étaient généralement plafonnés et les dépôts à vue non rémunérés. La hausse de l'inflation dans les années soixante-dix et l'augmentation corrélative des taux d'intérêt rendirent les épargnants plus sensibles aux différentiels de taux de rendement des différents



actifs. Ainsi s'amorça un mouvement de conversion des dépôts bancaires faiblement rémunérateurs en actifs à plus fort rendement comme les SICAV ou FCP dans le cas français. De plus, l'existence de réglementations sur les taux bancaires créditeurs créait une opportunité pour les intermédiaires financiers non bancaires d'inventer, à l'abri d'une réaction des banques, de nouveaux produits financiers combinant liquidité et rendement. Aux États-Unis, l'innovation majeure en ce domaine fut la création des *money market mutual funds* dont les parts sont des substituts à la monnaie de transaction alors que leur rendement est proche de celui du marché monétaire. Le principe est le suivant : un fonds du marché monétaire investit en titres de créances négociables et propose à ses clients des parts de très faible montant. Les détenteurs de ces parts peuvent les vendre en émettant des chèques et ainsi les utiliser comme moyen de paiement si le vendeur l'accepte. Parallèlement à cette perte de leur pouvoir de monopole sur les déposants, les banques durent faire face à un accroissement de la concurrence du côté de leur actif. En effet, la recherche du rendement par les épargnants et le développement corrélatif de l'épargne contractuelle aux dépens des dépôts bancaires ont non seulement accru la concurrence entre banques et non-banques du côté de leur passif mais également dopé le développement des marchés financiers. En réaction, les entreprises se sont massivement tournées vers des financements de marché devenus moins coûteux que les financements intermédiés. L'augmentation du taux d'autofinancement des entreprises couplée aux possibilités nouvelles d'émission de titres — billets de trésorerie (titres du marché monétaire émis par les entreprises non financières), obligations et autres effets à moyen et long terme tant sur les marchés nationaux qu'internationaux — a réduit la dépendance au financement bancaire des meilleurs clients des banques, les grandes entreprises.

En résumé, dans la plupart des pays ces mutations ont eu pour conséquence sur les bilans bancaires : d'une part, une réduction de la part des dépôts dans le passif et une augmentation corrélatrice de la part des fonds empruntés et, d'autre part, une « mobiliérisation » de l'actif bancaire, c'est-à-dire un accroissement de la part des titres.

*Le redéploiement des activités bancaires*

La réaction des banques à cette érosion de leur fonction traditionnelle d'intermédiation fut double : d'une part, elles tentèrent de maintenir leurs activités de prêts en s'engageant sur des types de crédits plus risqués et, d'autre part, elles développèrent fortement leurs activités de marché, notamment au hors-bilan, les activités sur produits dérivés. L'accroissement de la part des prêts à l'immobilier dans le total des prêts bancaires illustre cette dégradation de la qualité des emprunteurs qui a fragilisé nombre de systèmes bancaires (États-Unis, France, Japon, Norvège, Suède, Finlande, etc.). Plus fondamentalement, les banques se sont massivement engagées dans des activités de marché et ont ainsi activement participé au brouillage des frontières entre elles et les autres intermédiaires financiers. Avec ce redéploiement de leurs activités hors du cœur de leur métier traditionnel, les banques sont apparues porteuses de nouveaux risques, étrangers à ceux qu'elles avaient l'habitude de gérer, les risques de marché. Cette réorientation de l'activité des banques, loin de sonner le glas de la fonction bancaire de fourniture de liquidité, l'élargit. En effet, le bon fonctionnement de systèmes financiers fondés sur les marchés repose sur l'organisation efficace de la négociabilité des actifs et donc sur la liquidité des marchés. Celle-ci est conditionnée par l'existence d'intermédiaires de marché ayant une assise financière leur permettant de se porter contrepartie : les teneurs de marchés. Les banques, du fait de la mobiliérisation de leur bilan et de leur accès privilégié à la monnaie centrale, peuvent disposer d'un statut tout à fait privilégié parmi les faiseurs de marché. Elles contribuent à la liquidité du marché en période normale et sont un rouage essentiel de l'apport de liquidité par la banque centrale en cas d'effondrement de marché. La crise boursière de 1987 ou l'effondrement du marché obligataire en 1994 témoignent de cette possibilité d'une disparition de la liquidité sur les marchés. Quand un tel mouvement vendeur à sens unique se déclare, dans un contexte d'incertitude où aucun opérateur ne peut déterminer le seuil à partir duquel le marché va se récupérer, seul un apport de liquidité par les banques centrales peut stabiliser le marché. L'injection de liquidité par les autorités monétaires permet de renouveler les crédits

qui ont financé les positions et, ce faisant, constitue un signal de prix plancher. Les banques sont des courroies de transmission tout à fait privilégiées dans ce type de soutien au marché.

#### *Les exemples américain et français*

Les États-Unis ont été des précurseurs en matière de restructuration des bilans bancaires [Edwards et Mishkin, 1995 ; Mishkin, 1996]. L'importance des banques commerciales comme source de financement des emprunteurs non financiers a fortement décliné. En 1974, les banques fournissaient 35 % de ces financements, en 1995, elles n'en assuraient plus que 22 %. La part des actifs gérés par les banques dans le total des actifs gérés par l'ensemble des intermédiaires financiers constitue une autre façon de percevoir le déclin de l'intermédiation bancaire traditionnelle. Cette part est tombée de 38 % sur la période 1960-1980 à 28 % en 1995. Le passif des banques américaines a également subi des mutations considérables. Ainsi, les dépôts mobilisables par chèque représentaient 60 % du passif bancaire en 1960, ils sont tombés à moins de 20 % en 1994, 18 % en 2001. Le déclin de l'intermédiation bancaire traditionnelle aux États-Unis a provoqué une forte baisse de profitabilité qui a entraîné une concentration du secteur bancaire et, en réaction, une réorientation de l'activité des banques vers des prêts plus risqués et vers les activités hors bilan. Cet engagement massif dans les activités hors bilan se reflète dans l'accroissement de la part des revenus issus de ces activités (commissions et revenus de négoce) dans le total du revenu des banques. Cette part est passée d'une moyenne de 19 % sur la période 1960-1980 à 43 % du produit net bancaire en 1999.

Si les États-Unis ont amorcé le mouvement de restructuration des bilans bancaires, les autres pays industriels ont connu un phénomène comparable. Ainsi en est-il des banques françaises.

La transformation, en vingt ans, de la structure de bilan des grandes banques commerciales françaises est évidente. On observe une simultanéité entre le réaménagement de l'actif, déclin de la part des crédits à la clientèle et accroissement du portefeuille de titres, et celui du passif, baisse de la part des

Tableau 2. Évolution de la structure de bilan  
des grandes banques commerciales françaises 1981-2001

Actif	1981	1985	1988	1992	1996	2000	2001
Caisse et solde auprès de la banque centrale	2,15	2,76	1,88	0,67	0,55	0,33	-
Prêts interbancaires	40,65	40,28	44,66	25,32	24,45	19,57	28,73
Prêts	45,07	43,31	39,24	45,91	41,75	37,86	31,36
Valeurs mobilières	1,67	2,75	3,53	16,54	24,50	27,72	26,63
Autres actifs	10,46	10,90	10,69	11,57	8,76	14,53	13,28
<b>Passif</b>							
Capital et réserves	2,21	1,91	2,16	2,43	3,23	2,82	2,87
Emprunts auprès de la banque centrale (1)	-	-	-	2,15	0,31	0,01	-
Dépôts interbancaires	41,79	41,33	45,34	30,72	35,80	24,86	22,20
Dépôts non bancaires	41,91	39,02	35,23	29,43	31,03	27,23	31,76
Obligations	3,86	6,95	16,85	21,70	15,67	18,75	16,63
Autres engagements	10,23	10,80	10,42	13,56	13,97	26,33	26,54

(1) Pour les années 1981, 1985 et 1988 inclus dans les dépôts interbancaires.

Source : Rentabilité des banques, Comptes des banques, OCDE, éditions 1992 et 2002.

dépôts de la clientèle et augmentation des obligations et titres négociables. Cette mobiliérisation du bilan des banques françaises signifie, d'une part, qu'une proportion croissante des financements qu'elles accordent passe par l'acquisition de titres émis par les agents à besoin de financement plutôt que par l'octroi de crédits ; et, d'autre part, qu'elles drainent une part croissante de leurs ressources en émettant des titres. Dans le même temps, les conditions de taux d'intérêt débiteurs (sur les crédits) et créditeurs (sur la collecte de ressources) sont devenues de plus en plus dépendantes des conditions de marché. Cette conséquence induite de l'accroissement de la concurrence dans la finance associée à la déformation de la structure de bilan des banques pèse sur la marge d'intermédiation bancaire. En réaction, les banques ont fortement accru leurs revenus hors marge d'intermédiation, c'est-à-dire les revenus liés aux opérations sur titres et aux commissions engendrées par les opérations de marché, notamment sur dérivés. Le produit net bancaire

représente une forme de valeur ajoutée propre au monde bancaire. Sa décomposition en revenus liés à l'intermédiation bancaire traditionnelle (intérêts reçus moins intérêts versés) et revenus divers, c'est-à-dire hors marge d'intermédiation, permet d'appréhender la montée en puissance des opérations de marchés dans l'activité des banques.

**Tableau 3. Décomposition du produit net bancaire dans les banques commerciales françaises (hors banques mutualistes et coopératives) de 1975 à 2001**

	1975	1985	1993-1996	1999-2001
Marge d'intermédiation	81	85	47	47,7
Produits divers	19	15	53	52,3
Produit net bancaire	100	100	100	100

Source : D. Plihon, 1995, 1998 et M. Boutillier, F. Pansard et A. Queron, 2003.

Ainsi, sur la période 1999-2001, les revenus bancaires directement liés à l'intermédiation bancaire traditionnelle représentent en France un pourcentage inférieur du produit net bancaire (47,7 %) à ce qu'il est au Royaume-Uni (71,5 %). Par ailleurs, le taux d'intermédiation qui mesure le poids des crédits accordés par les intermédiaires financiers résidents dans le total des financements obtenus par les agents non financiers est passé de 71 % en 1978 à moins de 41 % en 2001 [Commission bancaire, 2003].

## II / L'industrie bancaire

**D**epuis la crise des années trente, l'activité bancaire était traditionnellement très réglementée. Au nom de la stabilisation du système bancaire, un ensemble de dispositifs réglementaires (agrément des autorités publiques, restrictions à l'entrée de nouvelles banques sur le marché, séparation stricte entre banques et non-banques, etc.) réduisait la concurrence interbancaire. Cette protection légale permettait au club de banques en place de dégager des taux de profit largement supérieurs à ceux d'autres industries moins réglementées. Cette spécificité a été remise en cause depuis les années quatre-vingt, l'industrie bancaire ayant subi une modification drastique des conditions de la concurrence sous l'effet conjugué d'un choc de demande, d'un choc technologique et d'un changement radical d'environnement réglementaire. En effet, l'accroissement de la variabilité des taux de change et des taux d'intérêt a suscité une forte demande pour des instruments de gestion du risque tels les contrats à terme ou les options. Il en a résulté un fort développement de ces marchés de produits dérivés. L'essor considérable de la gestion collective de l'épargne, la montée en puissance corrélative des investisseurs institutionnels ainsi que la diversification internationale des portefeuilles sont également des éléments essentiels de la forte transformation de la demande. Ces évolutions ont affecté tous les pays industrialisés et vont toutes dans le sens d'un accroissement de la part des marchés dans le financement des économies. Le choc technologique concerne quant à lui l'incorporation rapide des progrès

technologiques en matière de transmission et de traitement de l'information (informatique et télécommunications). Ces évolutions techniques ont permis à l'industrie bancaire de réduire les coûts de transaction associés aux opérations financières et ont stimulé la diversification de l'offre de produits. Enfin, la déréglementation a considérablement réduit les barrières légales à l'entrée dans le secteur bancaire, et ainsi altéré les situations de rente dont bénéficiaient les banques en place.

Ces trois chocs (demande, technologique et réglementaire) ont suscité de profondes restructurations de l'industrie bancaire, une altération des performances et une modification des comportements des banques. Ces évolutions sont analysées par les économistes à l'aide des concepts et outils de l'économie industrielle et de la théorie de la concurrence imparfaite [Cahuc, 1998 ; Gabszewicz, 2003].

Les marchés bancaires sont-ils devenus contestables ? L'industrie bancaire est-elle en surcapacité ? Quelle est la logique du mouvement de concentration-diversification que l'on observe dans le secteur bancaire ? La présence d'économies d'échelle et d'envergure suffit-elle à expliquer l'ampleur de ce mouvement ? Telles sont les questions majeures traitées par l'économie industrielle appliquée à la banque.

### **Le marché bancaire est-il contestable ?**

La conception de la concurrence véhiculée par la théorie néoclassique a fortement altéré le contenu du concept forgé par Adam Smith. Celui-ci appréhendait la concurrence comme un processus dynamique, comme un comportement dicté par la rivalité économique. La concurrence ne se rattachait pas à une forme particulière de marché. Le modèle de concurrence parfaite, en gommant les mécanismes d'émulation et de lutte économique entre les firmes, non seulement rompt la filiation avec Smith mais, plus grave, occulte les processus constitutifs de la dynamique d'évolution du capitalisme. Cette conception réductrice de la concurrence est porteuse d'une vision quasi manichéenne des formes de marché où le nombre d'offres constitue un critère discriminant permettant de juger la

proximité à la norme concurrentielle. Nombre d'auteurs ont tenté de rompre avec cette vision désincarnée de la concurrence. Parmi les plus illustres on peut citer : Chamberlin et sa théorie de la concurrence monopolistique, Schumpeter pour qui la concurrence est au cœur du processus de destruction créatrice qui guide l'évolution du capitalisme et, enfin, Hayek qui conçoit la concurrence comme une procédure de découverte qui assure la promotion du progrès technique et l'amélioration de la situation des consommateurs. Plus récemment, la théorie des marchés contestables a renoué avec l'idée que la concurrence a partie liée avec la rivalité, même potentielle, des firmes.

#### *Concurrence et rivalité potentielle entre offreurs*

Le concept de contestabilité [Baumol, Panzar et Willig, 1982] signifie que la pression concurrentielle peut être exercée aussi bien par l'éventualité de l'entrée de nouveaux offreurs sur le marché que par les producteurs rivaux déjà en place. Cette définition dissocie le concept de concurrence d'une forme particulière de marché. Une contestabilité même parfaite est compatible avec l'existence d'économies d'échelle et donc avec des formes oligopolistiques de marché dès lors que la menace de nouveaux entrants potentiels incite à la discipline de marché. En d'autres termes, sur un marché contestable, quel que soit le nombre de firmes installées, la concurrence potentielle discipline le marché et contraint les firmes à délaisser les pratiques anticoncurrentielles en matière de fixation de prix ou de production. Ainsi, cette nouvelle théorie de la concurrence remet en cause le lien automatique entre concentration et pouvoir de monopole.

Un marché est parfaitement contestable s'il est possible d'y entrer et d'en sortir sans supporter de coût. Un marché contestable ne supporte donc ni barrières à l'entrée ni coûts irrécupérables (*sunk costs*) à la sortie. La liberté de sortie, concept longtemps peu étudié par les économistes, apparaît comme l'apport fondamental de la théorie de la contestabilité des marchés. Elle est la contrepartie de la gratuité d'entrée. En effet, si une entreprise peut quitter une industrie sans supporter de perte sur les capitaux qu'elle y a investis, sa décision d'y entrer ne lui coûtera rien. En revanche, si une part de son



investissement est irrécupérable et que sa sortie implique donc une perte sur la valeur de ces actifs, la décision d'entrer sur le marché entraîne nécessairement un coût. Celui-ci prend la forme d'un risque supérieur à celui que supporte une firme déjà installée et constitue par là même une barrière à l'entrée.

#### *Les avantages de la contestabilité*

Les avantages attendus des marchés contestables sont l'absence de prix ou de profits excessifs, la suppression des pratiques de prix artificiellement bas et l'élimination des gaspillages, notamment la réduction des inefficiences X au sens de Liebenstein. Celui-ci a mis en évidence l'existence d'un facteur « X » distinct des facteurs de production traditionnels (capital et travail) qui influe sur l'efficacité ou l'inefficacité des firmes. Il trouve sa source dans la qualité de l'organisation interne de l'entreprise qui conditionne l'intensité d'utilisation des facteurs, donc la productivité.

Un marché contestable interdit les prix et profits excessifs y compris en cas d'oligopole. En effet, si les coûts irrécupérables sont nuls, tout profit supérieur au taux de rendement concurrentiel constitue une opportunité de profit pour les entrants potentiels. Ceux-ci peuvent se permettre en s'installant sur le marché de vendre moins cher que la firme en place. Même si cette incursion reste temporaire, elle demeure profitable tant que la sortie du marché ne coûte rien.

Un marché parfaitement contestable interdit également tout système de prix prédateurs. Une telle pratique désigne une fixation de prix artificiellement bas impliquant une perte délibérée de profit afin d'évincer du marché un concurrent ou d'interdire l'accès au marché à un entrant potentiel. Une fois l'objectif atteint, le prédateur peut relever ses prix de manière à compenser ses pertes antérieures par un profit excessif auquel il avait transitoirement renoncé. De telles pratiques ne sont rationnelles que si le prédateur anticipe pouvoir dégager des surprofits futurs. Cette perspective étant par définition exclue sur un marché contestable, les pratiques de prédation doivent logiquement disparaître. Il en va de même des subventions croisées qui désignent des pratiques de tarification où certains clients de firmes

peuvent acheter certains produits ou services à un prix qui entraîne une perte pour la firme ; perte qui est compensée par une surtarification pesant sur d'autres produits ou services et pouvant donc être supportée par d'autres clients. Dans le domaine bancaire cela recouvre des pratiques où la banque subventionne les taux sur les crédits qu'elle octroie en sous-rémunérant les dépôts.

Enfin, les vertus de la contestabilité tiennent à sa capacité à éliminer tant les inefficacités dans l'allocation des ressources que les inefficiences organisationnelles internes aux entreprises (inefficience X). Ces dernières sont imputables à des défaillances managériales.

#### *La contestabilité différenciée des marchés bancaires*

Les marchés bancaires ne sont pas contestables. Des barrières à l'entrée demeurent, qu'elles soient légales (exigences de fonds propres, d'une licence, etc.) ou économiques (réseau de succursales, équipements informatiques spécifiques, réputation, etc.), mais ils ont gagné en contestabilité.

Dans la banque comme dans d'autres industries, les coûts fixes ne sont pas nécessairement irrécupérables dès lors qu'un marché de l'occasion efficace existe sur lequel la banque peut céder ses actifs quand elle sort du secteur. Les coûts non récupérables (*sunk costs*) constituent au contraire une barrière importante à la sortie. Ils peuvent être de nature technologique (forte spécificité de certains équipements comme les logiciels de traitement de l'information), institutionnelle (réglementation à l'entrée) ou stratégique. Une spécificité caractérise néanmoins le concept de coût irrécupérable appliqué à l'industrie bancaire : son extension aux actifs financiers [Dietsch, 1992]. La partition coûts récupérables-coûts non récupérables recouvre ici largement la distinction entre actifs liquides et illiquides. Les coûts irrécupérables sont associés aux relations de long terme que la banque entretient avec ses clients et donc à la faible négociabilité d'une partie de son actif. En d'autres termes, les crédits bancaires, malgré l'existence d'un marché de la titrisation, demeurent des actifs faiblement récupérables. De fait, l'ensemble de ces coûts

sera d'autant moins irrécupérable que le marché des démembrements, fusions et acquisitions sera plus animé.

Sur les marchés bancaires, le degré de concurrence est différent selon les types d'activité, comme nous l'illustrons dans le cas européen.

#### *Une application au marché bancaire européen*

Dans l'Union européenne, la deuxième directive de coordination bancaire du 15 décembre 1989 entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1993 pose les principes de licence bancaire unique, de reconnaissance mutuelle des agréments, de liberté d'établissement et de libre fourniture transfrontière de services financiers. Ces principes doivent s'analyser comme autant de facteurs accroissant le degré de contestabilité des marchés bancaires européens. Il en est de même pour la banque à distance qui supprime la nécessité d'une implantation locale et dont le développement a été permis par la mobilisation de moyens techniques parfois anciens (courrier ou téléphone) mais souvent plus récents (informatique, télématique et Internet). Enfin, l'adoption de l'euro a supprimé une importante barrière à l'entrée, à savoir celle que constituait le risque de change.

L'existence d'un passeport européen accordant aux banques de l'Union la liberté d'établissement et de prestation de services leur permet maintenant, une fois engagées sur leur territoire national les coûts irrécupérables inhérents à l'activité bancaire, de franchir les frontières et de bénéficier ainsi d'économies d'échelle au niveau de l'ensemble de la zone euro sur la base d'investissements opérés à l'échelon national.

L'ensemble de ces évolutions indique clairement que l'interpénétration des systèmes bancaires européens est appelée à s'accroître et que la concurrence va encore s'intensifier.

Les effets sont néanmoins très différenciés sur les marchés bancaires de détail et de gros. Le marché bancaire de détail (ménages et petites entreprises) demeure très segmenté et le degré de pénétration transfrontière reste faible. Ce segment bancaire est toujours structuré par les services de proximité permis par le réseau de succursales. L'importance des coûts irrécupérables liés notamment aux effets de réputation et « de

marque » dans les relations bancaires de détail rend ce segment peu contestable. Seul un fort développement de la banque électronique pourrait contrer cet état de fait. Les pays nordiques sont probablement des précurseurs dans ce domaine. La Norvège et la Suède ont un taux de pénétration (utilisateurs en pourcentage de la population) de plus de 25 % et la Finlande de plus du tiers. Il en résulte qu'en 2000 plus de 30 % de tous les Européens utilisant la banque électronique résident dans les pays nordiques et 22 % résident au Royaume-Uni [OCDE, 2001]. Au contraire, les marchés bancaires de gros sont déjà largement internationaux et très concurrentiels. L'union monétaire a renforcé cette tendance en éliminant les avantages compétitifs qui étaient partiellement associés aux différentes monnaies nationales. En dépit de la persistance de certaines frictions (légales ou fiscales), le degré de contestabilité du marché de gros est très supérieur au marché de détail.

### **Les surcapacités bancaires**

De nombreuses branches industrielles ont connu une évolution parallèle à celle que connaît actuellement l'industrie bancaire en passant d'une structuration fondée sur des oligopoles nationaux ou régionaux à une globalisation de leur activité tant en termes de marché que de production. Or ce passage qui traduit une modification profonde des conditions de fonctionnement du marché s'accompagne souvent d'une phase de surcapacité. Ce diagnostic est-il pertinent pour le secteur bancaire ?

#### *Les causes*

Un système bancaire très réglementé en atténuant la concurrence, par les prix favorise d'autres formes de concurrence, notamment une concurrence spatiale. Or si l'on applique à l'industrie bancaire les résultats de la théorie de la concurrence monopolistique à différenciation horizontale, on comprend les ressorts du surdimensionnement des réseaux bancaires aujourd'hui constaté. Dans le modèle de l'économie circulaire généralement utilisé pour visualiser ce type de concurrence, les

banques choisissent la taille de leur réseau et l'emplacement de leurs agences. Les clients choisissent leur banque non seulement en fonction des conditions de prix (taux débiteurs et créditeurs) mais également en fonction de la proximité de l'agence. En fait, les guichets bancaires se trouvent en situation de monopole local vis-à-vis des clients proches spatialement et la concurrence par les prix vise à capter la clientèle intermédiaire entre deux agences. Un résultat classique de ce type de modèle est que la libre concurrence conduit à un surnombre d'agences par rapport à l'optimum social. La réglementation, notamment celle limitant la rémunération des dépôts qui permet aux banques de disposer de ressources quasi gratuites, accentue cette tendance au surinvestissement en infrastructures bancaires [Chiappori, Perez-Castrillo et Verdier, 1992]. La déréglementation, en renforçant la concurrence par les prix, a donc mis en évidence l'existence de capacités de production excédentaires. Le surdimensionnement des réseaux caractérise une situation où l'augmentation du nombre d'agences, plutôt que d'accroître l'activité de l'ensemble des guichets, réduit l'activité moyenne par guichet.

Dans toute industrie, la surcapacité désigne des conditions de marché dans lesquelles des économies d'échelle inexploitées persistent et où les coûts sont donc décroissants de manière statique, c'est-à-dire indépendamment du processus d'innovations. Dans le cas du secteur bancaire, un critère spécifique de surcapacité peut conforter le diagnostic. En effet, les combinaisons productives étant dans cette industrie des combinaisons d'actifs risqués, l'excès de risque constitue un critère de surcapacité. Dès lors que le maintien ou l'accroissement du volume des crédits s'accompagne d'une augmentation du risque à niveau de rentabilité donné, ou d'une baisse de rentabilité à niveau de risque inchangé, il y a présomption de surcapacité [Dietsch, 1993]. Bien que le diagnostic sur l'existence de surcapacités dans l'industrie bancaire depuis la fin des années quatre-vingt, notamment en Europe continentale, fasse l'objet d'un assez large consensus, ce constat doit être affiné selon les types d'activité bancaire. En effet, ce sont surtout les fonctions traditionnelles d'intermédiation bancaire (collecte de dépôts et octroi de crédit) qui sont affectées par des surcapacités pesant sur leurs

marges unitaires. Ce ciblage des excès de capacités de production dans la banque s'explique aisément par la forte contraction de la demande de produits bancaires traditionnels (crédits et produits d'épargne) qui a accompagné la libéralisation financière.

#### *Les obstacles à la résorption des surcapacités*

Les situations où les banques implantées sur le marché sont trop nombreuses pour tirer parti des économies d'échelle associées à l'investissement préalable en facteurs fixes ne peuvent être que transitoires. Le rendement du capital étant inférieur à son coût de long terme, les capacités de production excédentaires doivent disparaître. Il existe pourtant des forces contrecarrant cette résorption et expliquant l'inertie constatée dans l'élimination des surcapacités bancaires [Dietsch, 1993]. La persistance de surcapacités s'explique par l'importance des coûts associés à leur résorption.

Dans le cas de l'Europe des années quatre-vingt-dix, le coût de la mise au chômage d'une partie de la main-d'œuvre employée dans les banques apparaît particulièrement dissuasif au regard de la situation de chômage global durable. Cet argument macroéconomique est d'autant plus prégnant en Europe continentale que le secteur bancaire est déjà très concentré et dépend en partie de l'État en tant qu'actionnaire ou superviseur.

Au-delà de ce frein, les coûts irrécouvrables, qui, dans la banque, sont non seulement technologiques mais également liés à l'illiquidité des actifs, constituent un obstacle à la disparition rapide des capacités excédentaires.

Des raisons stratégiques peuvent également être avancées. Le surinvestissement peut s'analyser comme une barrière stratégique à l'entrée. Le choix d'un excès de capacité de production par les firmes en place ou leur maintien peut servir de signal visant à décourager les entrants potentiels. L'érosion des profits attendus par les entrants potentiels du fait de l'existence d'un surinvestissement par les entreprises sur le marché peut les dissuader d'entrer. Le maintien de surcapacités peut donc constituer une arme stratégique bloquant l'entrée dans l'industrie. Cet argument ne peut plus être mobilisé dans le cas de l'Europe, les

---

### Modèle principal-agent et relations actionnaires-dirigeants

Le concept d'entreprise managériale se réfère à l'ouvrage de Berle et Means, *The Modern Corporation and Private Property*, de 1932. Il s'agit d'entreprises qui, à la différence de celles décrites par les classiques, en particulier Adam Smith, se caractérisent par une dichotomie entre la propriété de la firme et le pouvoir de décision aux mains de managers appointés. Or, selon ces auteurs, les intérêts des actionnaires et des dirigeants sont souvent divergents. Les managers bénéficient d'un accès privilégié à l'information et cette séparation entre propriété et contrôle des entreprises est source d'inefficience économique.

La théorie de l'agence fournit les outils modernes pour traiter ce type de problème. Comme l'écrit Cahuc [1998] : « Dans de tels modèles, le

principal (en français : le mandant) est l'individu qui mandate, contre un paiement, l'agent (le mandaté) pour effectuer une tâche stipulée dans un contrat. Le principal est confronté à un problème de risque moral lorsqu'il observe imparfaitement l'action entreprise par l'agent (action cachée) ou lorsqu'il ne connaît pas l'action qu'aurait dû entreprendre l'agent afin d'agir dans l'intérêt du principal (information cachée). Le problème du principal est de trouver une procédure qui incite l'agent à agir dans l'intérêt du principal. » Le contrat qui lie les actionnaires aux dirigeants est donc bien un contrat d'agence puisque les premiers délèguent aux seconds une partie de leur autorité en matière de gestion de l'entreprise dont ils sont propriétaires. Ils doivent par ailleurs trouver des dispositifs (modes de rémunération, procédures de surveillance et de contrôle, etc.), incitant les dirigeants à agir conformément à leur intérêt.

inconvenients d'une telle tactique dépassant largement les gains attendus. Une autre raison également stratégique peut expliquer la persistance de surcapacités bancaires notamment dans la banque de détail. Sur un marché bancaire local caractérisé par un surnombre d'agences, les avantages de la réduction de ses capacités par une banque ne peuvent être appropriés par celle-ci ; ils profitent à l'ensemble des banques présentes sur le marché. Il peut en résulter une sorte de guerre de position où aucune banque n'accepte de s'engager la première dans la contraction de ses capacités.

Enfin, le maintien de surcapacités dans la banque traduit la difficulté du contrôle des managers par les actionnaires dans ce type d'industrie.

Comme dans toute entreprise managériale, les intérêts des détenteurs du capital de la banque et des équipes dirigeantes peuvent être divergents. Les premiers recherchent avant tout une maximisation de la valeur de la banque, alors que les seconds peuvent avoir des objectifs différents : hauts revenus, sécurité, domination (statut, prestige, pouvoir). Le marché (donc les investisseurs extérieurs) est censé jouer un rôle disciplinant sur les managers en les contrôlant et en les contraignant à agir dans le sens d'une maximisation de la valeur de marché de l'entreprise. Si tel est le cas, l'utilisation sous-optimale des fonds doit être détectée, supprimée et les surcapacités doivent disparaître. Mais les coûts de contrôle sont dans la banque très supérieurs à ceux des autres industries. En effet, les crédits bancaires étant des financements à haut contenu informatif, donc peu négociables, il est difficile pour des « outsiders » d'évaluer la valeur d'un portefeuille bancaire. Le travail de réduction des asymétries d'information entre les débiteurs et la banque accentue les asymétries informationnelles entre les managers et les actionnaires. La difficulté d'évaluation par d'éventuels repreneurs de la politique suivie par les dirigeants peut freiner les opérations de fusion-acquisition et donc la résorption des capacités excédentaires.

### **La restructuration de l'industrie bancaire : concentration-diversification et internationalisation**

La déréglementation a accru le degré de contestabilité de l'industrie bancaire et a contribué à créer des surcapacités sur les segments de marché les moins contestables (l'intermédiation traditionnelle). Ces évolutions ont pesé sur la rentabilité des banques (*cf.* chapitre IV) et les ont fragilisées. Dans la plupart des pays, leur réaction à ce nouvel environnement et aux pressions corrélatives sur leurs performances a pris la forme d'un double mouvement de concentration-diversification.

Ces évolutions, différenciées selon les pays tant dans leur ampleur que dans la séquence temporelle de leur mise en place, sont liées à un autre mouvement de fond vers le modèle de banque universelle.



*Le mouvement vers la banque universelle*

La banque universelle désigne un intermédiaire financier bancaire pouvant offrir l'intégralité de l'éventail des services financiers : collecte de dépôts, octroi de crédits, opérations sur titres, prise de participation dans des entreprises y compris non financières, activité d'assurance et toutes les opérations hors bilan. Ce modèle s'oppose au système de banques spécialisées qui a dominé aux États-Unis depuis le *Glass Steagall Act* de 1933, séparant strictement les banques commerciales de dépôts des *investment banks* (banques d'affaires américaines). Les banques de dépôts sont des banques dotées d'un réseau de guichets qui leur permet de collecter une part importante de leurs ressources sous forme de dépôts. Les banques d'affaires sont des banques qui se financent sur les marchés de capitaux (interbancaire, monétaire et obligataire). Elles se consacrent traditionnellement à deux activités complémentaires : des opérations de financement et de prestations de services (ingénierie financière, rapprochement d'entreprises, etc.) pour une clientèle de grandes entreprises industrielles et commerciales, et la gestion pour leur propre compte d'un portefeuille de participation. En Europe, la spécialisation bancaire n'a jamais atteint le niveau américain. Certains pays ont néanmoins connu une version édulcorée de cette séparation, comme au Royaume-Uni la partition entre *clearing banks* (banques de compensation) et *merchant banks* (banques d'affaires britanniques) ou, en France, la séparation entre banques de dépôts et banques d'affaires. L'Allemagne au contraire a développé son système bancaire sur le modèle de la banque universelle et constitue d'ailleurs la référence dans ce domaine.

Le système de la banque universelle tend à devenir dominant dans l'Union européenne bien que sous des formes organisationnelles très variées allant de la banque universelle à l'allemande aux conglomérats financiers. La même tendance s'observe aux États-Unis. Le parallélisme fréquent en Europe entre le mouvement de concentration et celui de diversification des activités s'explique largement par la recherche d'une taille critique par des banques cherchant à devenir universelles.

*Les ressorts de la concentration*

Fusions-acquisitions, OPA ou faillites bancaires constituent autant d'opérations de restructuration contribuant à la concentration du secteur.

De récentes études empiriques ont souligné une tendance assez générale des systèmes bancaires, tant dans les pays industrialisés qu'émergents, à la consolidation et à la formation de conglomérats financiers [Groupe des dix, 2001 ; de Nicolo *et al.*, 2003]. Cette évolution s'accompagne d'une tendance à l'internationalisation des banques.

Le taux de concentration de l'industrie bancaire mesure la part en pourcentage du total des actifs ou des dépôts des plus grandes banques sur les marchés bancaires nationaux. Un accroissement de ce ratio témoigne d'une consolidation bancaire, une baisse de celui-ci peut résulter de l'entrée de nouvelles banques sur le marché et/ou d'une consolidation se limitant aux plus petits établissements.

**Tableau 4. Évolutions des ratios de concentration des actifs pour les trois et cinq plus grandes banques entre 1995 et 2000 en Amérique du Nord, Europe de l'Ouest et de l'Est**

Régions	RCM3 (1)			RCM5 (2)		
	Nombre de pays	1995	2000	Nombre de pays	1995	2000
Amérique du Nord	2	34	37	2	51	58
Europe de l'Ouest	20	49	53	20	61	66
Europe de l'Est	17	48	53	13	60	61

(1) RCM3 : ratio de concentration moyen des trois plus grandes banques (en %).

(2) RCM5 : ratio de concentration moyen des cinq plus grandes banques (en %).

Source : IFS, Fitch-IBCA dans de Nicolo *et al.*, IMF, 2003.

Traditionnellement, la concentration dans une industrie se justifie économiquement par la recherche d'économies d'échelle. Or la plupart des études empiriques récentes menées sur les économies d'échelle dans le secteur bancaire concluent que la courbe de coût moyen a la forme d'un U relativement

écrasé [Berger *et al.*, 1999]. Les banques moyennes seraient donc relativement plus performantes que leurs concurrentes petites et grandes. Seules les petites banques pourraient donc potentiellement réaliser des gains en accroissant leur échelle de production. Si un consensus existe sur la forme de cette courbe, en revanche, le point où se situe le creux du U fait l'objet de débat. Si l'on prend le cas des États-Unis, pays qui a donné lieu aux études les plus nombreuses, au-delà de la diversité des résultats obtenus, presque toutes les estimations placent le point bas du U à une taille très inférieure à la taille des plus grandes banques américaines. Ainsi, l'extension de la taille de celles-ci, plutôt que de faire des économies d'échelle, pourrait créer des déséconomies imputables aux difficultés de gestion d'entreprises de très grande taille. Les études faites sur les grands pays européens confirment ces résultats. Dès lors, quels sont les ressorts de la concentration bancaire ?

Plusieurs facteurs explicatifs peuvent être avancés. Face à l'accroissement des pressions concurrentielles, les banques sont incitées à soutenir leurs marges d'intermédiation et leur rentabilité en tentant de bloquer stratégiquement l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché. Les fusions-acquisitions domestiques, en accroissant le pouvoir de marché des banques en place et en accroissant la taille minimale efficiente, participent à cette stratégie. Les banques réagissent donc à l'augmentation de la concurrence en essayant de réduire leur rivalité *via* des fusions-acquisitions et accords de participation croisée.

Un autre argument insiste sur le fait que la dynamique de concentration actuellement en œuvre est en partie liée aux surcapacités affectant certains segments des marchés bancaires. Les firmes bancaires cherchent à accroître leurs parts de marché de sorte que l'effet quantité compense le déclin des marges unitaires imputable aux surcapacités.

Un ressort plus occulté de la concentration de l'industrie bancaire tient à la recherche active de *cash flows* destinés à accroître l'effet de levier des banques sur les marchés de fonds liquides et à faciliter l'acquisition d'établissements installés sur les grandes places financières [Sessin, 1997]. L'évaluation que font les banques des *cash flows* futurs engendrés par une acquisition ou une fusion et de l'impact que cela produit sur l'ampleur

de l'effet de levier de la nouvelle entité est au cœur du mouvement de concentration bancaire. Cette tendance est en parfaite adéquation avec un environnement financier qui survalorise la flexibilité dans la stratégie des firmes bancaires. D'autant plus que la centralisation et l'accumulation de *cash flows* créent des marges de manœuvre additionnelles par la réduction induite des coûts de la finance externe.

Enfin, les fusions-acquisitions peuvent également répondre à des motivations moins avouables : la volonté d'être couvert par le parapluie de la doctrine *too big to fail* ou d'accroître la richesse des managers au détriment des actionnaires ; les bonus accordés aux équipes managériales étant significativement corrélés à la taille de la banque et sans relation significative avec la rentabilité [Bisignano, 1997].

#### *La dynamique de diversification*

La diversification qui accompagne le mouvement de concentration de l'industrie bancaire trouve une justification dans la théorie de l'organisation industrielle par la recherche d'économies d'envergure. Celles-ci sont issues des synergies de production propres aux firmes multiproduits. Ces économies de gamme interviennent quand il est moins coûteux de produire plusieurs biens ou services dans une même entreprise plutôt que dans des firmes séparées. Il y a économie d'envergure quand la fonction de coût est sous-additive. Dans le cas de deux services bancaires produits en quantité  $Q_1$  et  $Q_2$  cela donne la formulation suivante :

$$C(Q_1, 0) + C(0, Q_2) > C(Q_1, Q_2).$$

Les synergies peuvent provenir de deux sources : la production de services financiers ou leur consommation. Les économies d'envergure de production sont d'autant plus fortes que les coûts fixes susceptibles d'être partagés entre les produits sont eux-mêmes importants. Dans le cas de l'industrie bancaire ces coûts fixes concernent :

— la gestion des relations de clientèle, ce qui inclut les ressources humaines, les services d'information, les capacités centrales d'expertise et les investissements liés à l'établissement et à la perpétuation d'une réputation ;

— les infrastructures de distribution et réseaux de guichets créés pour commercialiser un type de produit financier, et qui peuvent être exploités pour distribuer d'autres produits à un coût marginal faible ;

— enfin, l'information nécessaire pour produire un type de service financier, qui peut être mobilisée pour en produire d'autres à un coût additionnel faible.

Des synergies peuvent également apparaître dans la consommation de services financiers différenciés. Ces économies d'envergure de consommation résultent de la réduction des coûts de recherche, d'information et de contrôle dont bénéficie le client en pouvant disposer de l'ensemble des services financiers en un seul point de vente. En d'autres termes, les consommateurs accordent une valeur supérieure à un ensemble de produits financiers provenant d'une même institution financière comparé au même éventail de produits vendus par des firmes différentes.

Outre les difficultés techniques inhérentes à l'évaluation empirique des économies d'envergure, les résultats des études empiriques sont contradictoires quant à l'existence même d'économies de gamme et, quand celles-ci sont mises en évidence, elles demeurent d'un niveau faible.

Un autre argument à l'appui du mouvement de diversification tient aux vertus de réduction des risques censées être associées à une extension de l'éventail des activités financières. Cet argument est récurrent chez les partisans de la banque universelle, notamment aux États-Unis. Il ne s'agit que d'une simple extension de la théorie du portefeuille. La concomitance entre fragilisation de nombreux systèmes bancaires et mouvement de diversification d'activité des banques incite néanmoins à la prudence quant à la véracité en toutes circonstances de cet argument en faveur de la banque universelle.

#### *L'émergence de conglomérats financiers*

Dans le mouvement évoqué de concentration-diversification de l'industrie bancaire, un traitement particulier doit être réservé au développement des conglomérats financiers. Il s'agit d'une forme organisationnelle particulière des tendances jusque-là

décrites, qui s'est particulièrement développée en Europe, mais pas uniquement. Le terme de conglomérat financier se réfère, selon le groupe Swann, à « tout groupe de sociétés ayant un actionariat commun et dont les activités exclusives ou prédominantes consistent à fournir des services significatifs dans au moins deux secteurs financiers différents (banques, titres, assurances) ». La concentration conglomérale est un mouvement général dans l'industrie financière qui est d'autant plus marqué que la taille des firmes financières est grande. Ainsi, en 2000, parmi les cinquante plus grandes institutions financières au niveau mondial, 92 % étaient des conglomérats (88 % en 1995). L'élargissement de l'échantillon aux cinq cents plus grandes firmes financières fait tomber ce ratio à 60 % (42 % en 1995). Bien que le mouvement soit général, des différences nationales demeurent. Aux États-Unis, en 2000, 62 % des plus grandes firmes financières étaient des conglomérats contre 42 % en 1995 ; au Japon, la tendance est la même mais les chiffres sont bien plus faibles : 21 % en 2000 contre 7 % en 1995. En Europe de l'Ouest, alors que 62 % des plus grandes institutions financières étaient des conglomérats en 1995, elles sont 74 % en 2000 [de Nicolo *et al.*, 2003].

En Europe, l'évolution la plus marquée concerne le développement des conglomérats banque-assurance. La seconde directive bancaire traite la participation des institutions de crédit dans les compagnies d'assurance sur un pied d'égalité avec leur participation dans d'autres entreprises financières : aucune limite spécifique, ni autorisation préalable ne sont requises. Ce faisant, depuis le milieu des années quatre-vingt, les participants au marché ont largement exploité ce cadre législatif et réglementaire permissif en développant les liens entre banques et assurances tant dans les systèmes nationaux qu'entre les pays. Les conglomérats financiers, qui jusque-là se cantonnaient aux activités de banque et maison de titres, ont donc étendu celles-ci à l'assurance. Cette tendance à la constitution de groupe associant banque et assurance est particulièrement marquée en Allemagne, France, au Royaume-Uni, Danemark, aux Pays-Bas et en Espagne.

Quels sont les ressorts de cette forme particulière de concentration-diversification ? Outre les justifications présentées antérieurement et qui s'appliquent également aux conglomérats

financiers, des motivations qui leur sont propres peuvent être dégagées.

Tout d'abord, un argument en termes de valeur d'option justifie économiquement ce type de structuration de groupe. Le cœur de l'argumentation est le suivant : sous certaines conditions, une entreprise, ayant opéré une fusion horizontale et ayant donc élargi son panier d'actifs spécifiques sous la responsabilité d'une même équipe dirigeante, peut s'ajuster plus vite aux perturbations aléatoires et exploiter de nouvelles opportunités de manière plus profitable que des firmes séparées. Cette hypothèse, qui n'est pas propre à l'industrie financière, ne s'applique néanmoins qu'à des secteurs caractérisés par une forte incertitude en matière technologique et/ou de conditions de marché. Ainsi, selon cette hypothèse, la formation de conglomérats financiers par la flexibilité future qu'elle autorise doit s'analyser comme une réponse pertinente à l'augmentation anticipée de la concurrence et aux multiples innovations de produits ayant affecté la finance. Cet argument centré sur la vitesse d'adaptation du conglomérat financier à la variabilité de la demande de la clientèle est renforcé par un autre avantage : à la différence de la banque universelle, le conglomérat financier est une structuration de sociétés facilement réversible et divisible. Les coûts de démembrement sont inférieurs dans le cas d'un réseau de type congloméral comparé à un réseau plus intégré. De nouveau, le conglomérat financier bénéficie d'un avantage comparatif en termes d'adaptabilité.

D'autres arguments explicatifs du mouvement de concentration conglomérale peuvent être mobilisés, bien qu'allant à l'encontre de l'efficacité économique de ce type de structuration de groupe. Les conglomérats financiers offrent aux managers des structures de sociétés particulièrement propices à la réalisation de leur objectif d'enracinement [Shleifer et Vishny, 1996]. En effet, ce choix organisationnel a pour conséquence d'accroître la complexité et le coût de l'observation par les actionnaires des « efforts » déployés par les équipes dirigeantes. D'autant plus que ces groupes financiers peuvent se structurer de manière volontairement opaque afin de renforcer les asymétries d'information entre agent et principal, et ainsi renforcer l'autonomie du manager vis-à-vis du principal. Par ailleurs, le

Tableau 5. Évolution du contrôle par l'étranger  
des actifs bancaires en Amérique du Nord, Europe de l'Ouest  
et de l'Est entre 1995 et 2000  
(en % du total des actifs domestiques)

	1995	2000	1995-2000
<b>Régions</b> (nombre de pays)	Part des actifs contrôlés par l'étranger	Part des actifs contrôlés par l'étranger	Variation dans la part des actifs contrôlés par l'étranger
Amérique du Nord (2)	10	20	10,0
Europe de l'Ouest (19)	23,0	28,0	5,0
Europe de l'Est (17)	25,0	30,0	5,0

Source : IFS, Fitch-IBCA, dans de Nicolo *et al.*, 2003.

conglomérat financier lève la dépendance du manager à l'égard d'un segment spécifique de marché et lui offre donc des opportunités d'évolution interne plus nombreuses et diversifiées tout en le protégeant des aléas de carrières inhérents à la spécialisation sur un seul secteur. Enfin, la structuration conglomérale des groupes financiers est propice aux arbitrages de supervision et de réglementation en raison des niveaux différenciés de contrainte réglementaire et de contrôle tant entre types d'intermédiaires financiers qu'entre pays pour un même type de firme [Scialom, 1997].

#### *L'internationalisation des systèmes bancaires*

La tendance à l'internationalisation des systèmes bancaires peut être mesurée par le total des actifs des banques dont plus de 50 % du capital est détenu par des firmes étrangères, on parlera alors d'actifs bancaires contrôlés par l'étranger (Tableau 5).



### III / Banque et économie de l'information

La banque constitue depuis le début des années quatre-vingt un champ d'application privilégié de l'économie de l'information. Le renouvellement de la théorie de l'intermédiation bancaire se focalise d'ailleurs sur la réduction de multiples asymétries d'information affectant les relations entre la banque et sa clientèle (déposants et emprunteurs). Leland et Pyle écrivaient dès 1977 [p. 382] : « Les modèles traditionnels des marchés financiers ont des difficultés à expliquer l'existence des intermédiaires financiers, des firmes qui détiennent un type d'actifs et vendent des actifs d'un autre type. S'il n'y a pas de coûts de transaction, les prêteurs ultimes doivent acheter directement les titres primaires et éviter les coûts impliqués par l'intermédiation. Les coûts de transaction peuvent certes expliquer l'intermédiation mais leur ampleur, dans de nombreux cas, n'apparaît pas suffisante pour être la seule explication. Nous suggérons que les asymétries informationnelles peuvent être une raison fondamentale de l'existence des intermédiaires. »

La littérature en économie de l'information appliquée à la banque étant considérable, nous faisons le choix de présenter les modèles canoniques ayant influencé des générations de modèles plus sophistiqués mais dont l'inspiration reste la même.

### **La relation banque-déposants**

La relation entre la banque et ses déposants est empreinte d'asymétries d'information. Le fameux modèle de Diamond et Dybvig [1983] circonscrit ce problème informationnel du côté du passif, les déposants étant les seuls à savoir quand ils retireront leurs dépôts. En réalité les déposants subissent également une asymétrie d'information quant à l'évaluation de la qualité de l'actif bancaire et donc de la solvabilité de la banque.

#### *La banque comme assurance de liquidité*

Le dépôt en banque est un actif totalement liquide : il ne présente pas de risque de perte en capital, il est parfaitement divisible et accepté par tous comme moyen de paiement. Insistant sur cette caractéristique spécifique des banques, Diamond et Dybvig ont construit un modèle qui a eu un retentissement considérable. Ils présentent la banque comme fournissant aux déposants une assurance de liquidité meilleure que celle pouvant être obtenue sur les marchés. En effet, en cas de besoin rapide de liquidité, la réalisation d'actifs financiers détenus en portefeuille revêt un risque de dépréciation (prix de vente inférieur au prix d'achat), les dépôts bancaires protègent leurs détenteurs d'une telle dévalorisation nominale. En raison de l'illiquidité de l'actif bancaire (crédits), cette assurance en liquidité fournie aux agents non financiers a pour contrepartie la vulnérabilité des banques aux ruées des déposants. Une ruée bancaire désigne une situation où tous les déposants (ou une majorité d'entre eux) demandent la conversion de leurs dépôts en monnaie centrale ou le transfert de leurs dépôts dans une autre banque.

#### *Les limites du modèle de Diamond et Dybvig*

Diamond et Dybvig fournissent une explication à l'intermédiation financière, mais pas spécifiquement à l'intermédiation bancaire. L'argument d'assurance de liquidité justifie que les prêteurs placent leurs fonds auprès d'un intermédiaire financier, mais n'implique pas nécessairement que celui-ci effectue des prêts à taux fixes, ni que le rendement des dettes bancaires

### Les caractéristiques fondamentales du modèle de Diamond et Dybvig

Le temps est discret. Il y a trois périodes ( $T = 0, T = 1, T = 2$ ).

La banque est appréhendée comme une coalition d'agents qui mettent en commun leurs dotations, les investissent dans un processus productif peu réversible, c'est-à-dire pénalisant en cas d'interruption anticipée, et obtiennent en contrepartie des contrats de dépôt spécifiant leurs droits de retrait à chaque période. Ce modèle ne distingue donc pas entre les déposants et les actionnaires. En  $T = 2$ , la banque est liquidée.

En  $T = 0$ , les contrats bancaires sont signés (dépôts et crédits). Il existe deux types de déposants : type 1 et type 2, les premiers consomment en  $T = 1$ , les seconds en  $T = 2$ . En période 1, c'est-à-dire après avoir contracté, les agents apprennent leur type. Plus précisément, chaque agent est doté d'une fonction d'utilité dépendant des états aléatoires de la nature et impliquant qu'il consomme en  $T = 1$  ou  $T = 2$ . Cette information est privée, non observable par la banque.

Les actifs bancaires sont considérés comme non risqués, ce qui permet de cantonner l'asymétrie d'information au passif de la banque. En revanche, pour des raisons tenant à la technologie financée, ils sont illiquides. En effet, la technologie utilisée est telle que le rendement unitaire est égal à 1 si le processus productif est interrompu en  $T = 1$ , et égal à  $R > 1$  si la production va jusqu'en  $T = 2$ . Cette spécification reflète l'irréversibilité de l'investissement et son

bien-fondé est renforcé par les coûts de transaction associés à la vente des actifs bancaires avant leur maturité.

Pourquoi un contrat d'assurance ordinaire ne peut-il pas couvrir le besoin prématuré de liquidité ? On peut en effet imaginer que le prêteur ultime prête directement à l'emprunteur ultime et simultanément signe un contrat d'assurance le couvrant en cas de besoin précoce de liquidité. Cette solution ne peut se mettre en place en raison du caractère privé et inobservable par un tiers de l'information sur le type de l'agent. La banque fournit donc une telle assurance en mutualisant le risque d'être de type 1. Pour ce faire, le contrat de dépôt stipule qu'un dépôt de montant unitaire en  $T = 0$  permet à son titulaire de retirer  $r_1$  en  $T = 1$ , avec  $r_1 > 1$  et  $r_2$  en  $T = 2$  avec  $r_2 < R$ . En l'absence de contrat de dépôts, la spécificité de la technologie utilisée implique qu'une liquidation anticipée (en  $T = 1$ ) d'une unité d'actif ne rapporte que 1. La banque procure donc une assurance de liquidité en effectuant une transformation des échéances : elle émet des dettes plus liquides que ses actifs.

Cette caractéristique bilantielle qui justifie l'existence de la banque est en même temps la source de sa vulnérabilité aux ruées. Les droits de retrait accordés aux déposants en  $T = 1$  et  $T = 2$  sont soumis à une contrainte de service séquentiel qui spécifie que le remboursement d'un agent ne dépend que de sa place dans la file d'attente. Le type des agents étant une information privée non observable par la banque, elle ne peut discriminer entre ses déposants. Elle doit donc leur laisser totale liberté quant au moment de leur demande

de remboursement et leur accorder le rendement promis. Si la somme des demandes de remboursement en  $T = 1$  reste inférieure à la valeur liquidative de la banque à cette période, c'est-à-dire au total des dépôts collectés, le rendement unitaire de la technologie à cette période étant égal à 1, la banque pourra restituer  $r_1$  pour chaque dépôt unitaire. En revanche, si le total des demandes de retrait en  $T = 1$  excède la valeur liquidative, la possibilité pour un déposant d'être remboursé du montant  $r_1$  et non zéro dépendra de sa place dans la file d'attente. Or l'information sur le type des agents étant privée, les agents de type 2 peuvent se déclarer de type 1.

En fait, dès lors que  $r_1 > 1$ , le contrat de dépôt recèle un équilibre potentiel non désiré : un équilibre de ruée. Dans ce modèle, la panique ne peut résulter d'une dégradation du portefeuille d'actifs de la banque puisque celui-ci est supposé sans risque. L'apparition d'un équilibre de

panique est aléatoire et le facteur déclenchant est exogène au modèle. On suppose que les agents observent individuellement des variables d'environnement de type taches solaires, d'origine non déterministe, auxquelles ils réagissent en modifiant leurs échéanciers de consommation. L'équilibre de ruée est un équilibre d'anticipations rationnelles. Les anticipations sont rationnelles car si les déposants demandent à être remboursés sur la base d'une croyance quant à la correspondance entre la présence d'une tache solaire et d'une ruée bancaire, leur comportement de retraits massifs valide *a posteriori* leur croyance. Il s'agit donc d'une prophétie autoréalisatrice. L'assurance des dépôts permet dans ce modèle d'exclure les paniques. En effet, elle rend le rendement d'un retrait pour chaque déposant indépendant du montant agrégé des remboursements.

ne soit pas contingent aux gains sur les actifs [Bernanke et Gertler, 1985]. La banque de Diamond et Dybvig n'a pas spécifiquement un comportement de banque notamment parce que ses actifs sont sans risque. Les problèmes de réduction des asymétries d'information sur les débiteurs sont évacués et la banque n'a pas à faire des paris sur l'avenir. En fait, elle pourrait être un fonds commun de placement offrant des services de liquidité, ce qui éliminerait théoriquement les risques de panique.

Par ailleurs, le modèle de Diamond et Dybvig ne distingue pas entre les déposants et les actionnaires. Si l'on introduit cette distinction, plusieurs solutions peuvent réduire les incitations aux ruées [Lewis, 1992]. Les actionnaires peuvent engager suffisamment d'actifs comme garantie pour que les déposants soient assurés que leurs créances seront honorées. La difficulté d'une

telle solution tient à la nécessité du recours à une cour de justice et donc à la longueur et au caractère incertain de l'issue. Une autre solution consiste à ne pas considérer la banque isolément mais comme insérée dans un système bancaire. Les capitaux propres peuvent alors servir de collatéraux pour l'emprunt de réserves sur le marché interbancaire. En théorie, un club de banques disposées à se prêter mutuellement librement des réserves doit pouvoir éliminer les paniques purement autoréalisatrices à la Diamond et Dybvig. Cette option présente néanmoins des difficultés dès lors que l'on renonce à l'hypothèse irréaliste d'un actif bancaire sans risque. Les banques sont-elles à même de surveiller et d'évaluer correctement la qualité de l'actif d'autres banques ? La récurrence des épisodes de faillites bancaires ayant affecté des banques en position créditrice à l'égard de la banque défaillante incite à mettre en doute cette capacité. Ce constat est d'ailleurs peu étonnant si l'hypothèse d'une information bancaire véritablement privée et non transmissible à un tiers est prise au sérieux.

Les ruées bancaires peuvent également résulter d'une information sur la mauvaise qualité des actifs bancaires [Marini, 1992]. Jacklin et Bhattacharia [1988] étudient la possibilité de panique en fonction du degré de risque de la technologie dans laquelle la banque investit. Ils introduisent deux types d'asymétries d'information :

- comme chez Diamond et Dybvig, la banque ne peut observer les véritables besoins de liquidité des agents (type 1 ou type 2) ;
- les déposants sont asymétriquement informés sur la qualité des actifs bancaires.

Ils démontrent dans ce cadre que la probabilité d'une panique est fonction croissante de l'écart type du rendement de l'actif bancaire et donc fonction décroissante du degré de diversification du portefeuille bancaire. La récurrence de paniques bancaires aux États-Unis de 1870 à 1913 et l'absence de celles-ci au Canada à la même période semblent confirmer le rôle fragilisant de l'insuffisance de diversification de l'actif des banques [Williamson, 1989]. En effet, à cette époque le système bancaire américain souffrait d'un manque de diversification en raison de son principe de structuration de *unit banking*. En revanche, le

système bancaire canadien était organisé en un système de *branch banking*, ce qui signifie que les banques pouvaient constituer un réseau de succursales et ainsi mieux diversifier leurs risques. Or le Canada ne connut aucune panique alors que les États-Unis durent en subir en 1873, 1884, 1890, 1893 et 1907.

Enfin, outre les paniques bancaires autoréalisatrices et les ruées fondées sur la perception par les déposants de la mauvaise qualité de l'actif bancaire, les banques peuvent subir des demandes massives de conversion de dépôts du fait de la faillite d'autres banques. L'importance des positions interbancaires rend possibles de véritables épidémies de ruées bancaires où les institutions insolubles entraînent dans la panique des banques solvables.

### **Les relations banque-emprunteurs**

L'article fondateur de Jensen et Meckling [1976] a introduit une proposition fondamentale qui a suscité un effort considérable de recherche pour en explorer les multiples implications : nombre de phénomènes et difficultés relatifs au financement des entreprises sont explicables par les asymétries d'information et le hasard moral qui affectent les relations entre les entrepreneurs et leurs financiers. Le programme de recherche de Jensen et Meckling peut être résumé par les propositions suivantes [Hellwig, 1989] :

— Toute forme de finance externe entraîne des coûts d'agence car le comportement de l'entrepreneur ou du manager ne peut être contrôlé sans coût par le prêteur et parce que certaines conséquences de son action affectent le financier externe.

— Les différentes formes de finance externe (dette, actions, etc.) impliquent différents types de risque moral et donc différents types de coûts d'agence. L'investissement dans des activités de contrôle est coûteux mais peut, dans une certaine mesure, réduire l'aléa moral et les coûts d'agence.

— À l'équilibre, la structure de capital de la firme ainsi que les activités de contrôle sont sélectionnées pour minimiser l'ensemble de ces coûts.

Dans ce cadre, les banques peuvent être expliquées comme des mécanismes efficaces de réduction du risque moral qui affecte les relations entre les firmes et leurs créanciers. Le célèbre modèle de Diamond [1984] qui analyse l'intermédiation financière comme un dispositif de délégation de contrôle s'inscrit pleinement dans ce programme de recherche.

#### *Le contrôle délégué*

Une entreprise qui a besoin de recourir à un financement externe a le choix entre émettre des titres de dette sur le marché ou emprunter à une banque. Le financement par titres acquis par des épargnants implique que chaque prêteur évalue la solvabilité de l'entreprise. Pour  $m$  détenteurs de titres émis par la firme, si le coût de contrôle est  $K$ , le coût total du contrôle est  $mK$ . Il y a donc une duplication de ce type de coût, ou, au contraire, un risque de contrôle sous-optimal si les prêteurs adoptent un comportement de passager clandestin. En effet, chaque prêteur peut se dérober à son rôle de contrôle en raison de la faiblesse du bénéfice qu'il en retire et compter sur le contrôle des autres. Si ce comportement se généralise, l'entrepreneur n'est plus du tout contrôlé. Ces remarques justifient que le financement par émission de titres soit généralement le fait de firmes connues ayant une réputation de solidité et/ou une capitalisation telle que les risques de faillite sont quasi nuls. Au contraire, les entreprises jeunes et de petite ou moyenne taille dont la réputation de solvabilité n'est pas encore assurée et/ou dont les fonds propres paraissent insuffisants doivent être plus étroitement contrôlées. Dans un tel cas, la collecte d'information présente certaines caractéristiques d'un monopole naturel. Rappelons qu'il y a un monopole naturel sur un marché si, pour tout niveau de production, le coût des facteurs utilisés est minimal lorsque la production est réalisée par une seule entreprise.

Diamond [1984] montre alors qu'il est avantageux que les prêteurs individuels délèguent à un intermédiaire financier le contrôle de la firme emprunteuse. Il s'agit d'un modèle avec asymétrie d'information *ex post* entre des prêteurs potentiels indifférents au risque et un entrepreneur également neutre au risque qui a besoin de lever des capitaux pour un projet risqué.

Ce type d'asymétrie d'information signifie que le prêteur ne peut directement observer le rendement du projet financé et donc la capacité du débiteur à rembourser le prêt. L'emprunteur peut donc ne pas révéler la totalité du profit qu'il retire de l'investissement ayant fait l'objet du prêt, ce qui nécessite la mise en œuvre d'un contrôle coûteux. L'existence d'une banque permet d'éviter la duplication des coûts d'audit par les créditeurs. Ainsi, l'intermédiaire financier collecte les fonds d'un ensemble de prêteurs, leur promet en retour un certain rendement, prête aux entrepreneurs et dépense des ressources pour l'exécution et le contrôle des contrats de prêt signés avec les firmes emprunteuses. Sous l'hypothèse que l'information contrôlée par un agent donné ne peut être directement observée sans coût par les autres, un problème d'aléa moral entre la banque et ses prêteurs se pose. En effet, la banque contrôle les informations de l'entrepreneur, reçoit ses paiements, mais cela n'est pas directement observable par les déposants. La délégation a donc un coût, celui du contrôle de la banque par les déposants. Diamond montre alors que si la banque détient un portefeuille de prêts diversifiés, c'est-à-dire finançant des projets dont les rendements sont indépendants les uns des autres, le coût de la délégation peut tendre vers zéro. En d'autres termes, le problème de risque moral entre la banque et ses déposants décroît à mesure que la taille de la banque augmente. Cette diversification permet à la banque d'offrir à ses créanciers des contrats de dépôts non contingents, à valeur et rémunération fixes.

#### *Les limites du modèle de Diamond*

Les rendements d'échelle dans le contrôle de l'information des entrepreneurs par les banques militent en faveur de l'exclusivité de la relation de financement entre l'entreprise et sa banque. La banque est alors en mesure d'acquiescer un pouvoir de monopole informationnel sur les firmes emprunteuses. En effet, si l'information collectée par la banque sur ses clients n'est pas directement observable sans coût par les autres prêteurs et notamment par les banques concurrentes, il est difficile pour les bons emprunteurs, en particulier pour les entreprises nouvelles, petites ou moyennes et sans grande notoriété, de se signaler



auprès des autres prêteurs et donc de se distinguer des firmes financièrement fragiles. Un risque de capture informationnelle des firmes de bonne qualité existe donc. En conséquence, la banque créancière peut abuser de son pouvoir de monopole en évinçant les investissements de l'entreprise par des taux d'intérêt trop élevés au regard de la qualité des projets financés. Par ailleurs, dans une telle configuration de concurrence imparfaite, les banques rivales peuvent chercher à attirer les entreprises par des propositions de prêts à des taux plus attractifs. Elles sont alors susceptibles d'attirer les plus mauvais emprunteurs, c'est-à-dire ceux qui justement suscitent des doutes quant à leur solvabilité de la part de la banque ayant investi dans leur contrôle. Cette sélection perverse est qualifiée de « malédiction du vainqueur ». Dans la réalité, les entreprises disposent souvent de plusieurs sources de financement externe, ce qui limite fortement la tentation de comportement opportuniste en termes de taux débiteurs de la part de la banque créancière principale.

#### *Asymétrie d'information ex ante et antisélection*

Stiglitz et Weiss [1981] introduisent une asymétrie d'information *ex ante* dans la relation de crédit. En effet, ils contestent l'hypothèse selon laquelle la distribution de probabilité des rendements incertains des projets à financer est parfaitement connue tant par l'emprunteur que par le prêteur. Ils supposent au contraire que l'emprunteur possède une information privée sur ses intentions, information non disponible sans coût pour le banquier. Or le rendement anticipé du prêt pour la banque dépend évidemment de la probabilité de remboursement. Celle-ci étant inobservable par le prêteur, il doit mettre en place des dispositifs de filtrage. Stiglitz et Weiss montrent que le taux d'intérêt qu'un emprunteur est disposé à payer agit comme un tel mécanisme de tri. Plus précisément, ceux qui sont disposés à emprunter à des taux élevés sont en moyenne ceux dont les projets sont les plus risqués car ils savent que leur probabilité de rembourser le prêt est faible. Quand le taux d'intérêt débiteur augmente, le risque moyen de ceux qui empruntent s'élève, ce qui peut diminuer les profits de la banque. En d'autres termes, en augmentant ses taux la banque risque de provoquer un effet

---

### La dépendance entre prix et qualité sur différents marchés

La situation où le prix n'assure pas l'égalisation de l'offre et de la demande a une portée beaucoup plus large qu'une simple application à la relation banque-emprunteur. Une littérature importante s'est d'ailleurs développée sur les causes et les conséquences de la dépendance entre la qualité et le prix sur différents marchés [Stiglitz, 1987]. Les marchés du travail, des assurances, des biens d'occasion sont des marchés privilégiés de manifestation de ces effets de dépendance qui remettent en cause certains résultats fondamentaux de la théorie néoclassique traditionnelle. Parmi ces implications notables, les courbes de demande peuvent ne plus être décroissantes par rapport au prix. Par ailleurs, Akerlof a

montré à partir du marché des voitures d'occasion, quand la qualité des véhicules proposés n'est connue que par les vendeurs, qu'il peut exister des configurations où l'antisélection empêche la réalisation de toute transaction [Akerlof, 1970 ; Cahuc, 1998]. En économie du travail, les théories du salaire d'efficience permettent de s'affranchir de l'hypothèse usuelle d'homogénéité du facteur travail. La productivité individuelle est fonction croissante du salaire réel, dès lors l'augmentation des salaires n'est pas seulement une augmentation de coût pour l'employeur, mais également un accroissement de l'efficacité du travail. Le salaire optimal (salaire d'efficience) résultant de l'arbitrage entre coût et efficacité du travail peut alors être différent du salaire qui assurerait le plein emploi. Le marché du travail est lui aussi susceptible d'être rationné [Perrot, 1992].

d'antisélection, c'est-à-dire de retenir les projets les plus risqués ; ou, par un effet d'incitation, de favoriser la prise de risque par l'emprunteur et donc l'aléa moral. Cela explique que le taux de rendement anticipé du prêt puisse s'accroître moins vite que le taux d'intérêt et même, au-delà d'un certain niveau, décroître alors que le taux d'intérêt continue à augmenter.

Il y a donc un taux d'intérêt qui maximise le rendement anticipé de la banque. À ce taux, il est possible que la demande de financement excède l'offre. S'il n'y avait pas de relation de dépendance entre le prix et la qualité du crédit, il suffirait à la banque d'augmenter le taux d'intérêt pour éponger l'excès de demande. Elle ne le fait pas car le revenu additionnel direct tiré de cette hausse du taux d'intérêt est plus que compensé par la contraction de revenu qu'elle attend de l'augmentation de la proportion de défaillance inhérente à l'augmentation induite des mauvais emprunteurs.

Ce taux d'intérêt est optimal pour la banque, son accroissement impliquant une baisse du rendement bancaire anticipé. Il n'y a donc pas de mécanismes automatiques d'égalisation de l'offre et de la demande de financement : le crédit est rationné.

#### *Les collatéraux*

Les collatéraux sont les garanties que les emprunteurs offrent au prêteur lors d'une opération de prêt : cautions, hypothèques, apports personnels, gages, titres, etc. En cas de défaut du débiteur, le collatéral revient au prêteur et réduit donc ses pertes. Ces garanties constituent pour les banques un facteur de discrimination entre les emprunteurs. En effet, la banque, en observant le contrat de dette choisi par l'emprunteur, peut en inférer son niveau de risque. Les emprunteurs les plus risqués seront enclins à choisir des contrats dont le taux est plus élevé mais pour lesquels les garanties requises sont faibles car en cas de non-remboursement les collatéraux sont accaparés par le prêteur. En revanche, les emprunteurs les moins risqués choisiront plutôt des contrats à taux plus faibles quitte à engager des garanties plus fortes.

Pour les entreprises, les *cash flows* actualisés, c'est-à-dire la richesse (fonds propres et perspectives de gains), jouent un rôle équivalent aux collatéraux. Plus leur niveau est élevé, même s'ils ne sont pas totalement mobilisables comme collatéraux par la banque, moins les firmes sont incitées à adopter des comportements opportunistes car leurs pertes en cas de faillites croissent avec eux. Les coûts d'agence du financement externe étant d'autant plus forts que les gains retirés par l'emprunteur à tromper le prêteur sont élevés, les projets à financer dont le coût dépasse largement la valeur des fonds propres et des garanties que l'emprunteur peut offrir seront en priorité rationnés. Les banques auront donc tendance à octroyer les prêts en fonction de la richesse nette des entreprises. Ce qui revient à faire supporter le rationnement par les entreprises les plus jeunes et les moins riches, et entraîne donc une forme de segmentation du marché du crédit. Ce constat constitue l'un des fondements microéconomiques essentiels des cycles financiers [Bernanke et Gertler, 1990 ; Gertler et Gilchrist, 1993].

Les collatéraux peuvent jouer un rôle important dans le déclenchement et la propagation du cycle financier. En effet, la valeur des garanties de prêt est souvent directement liée aux prix de marché des actifs (titres, immobilier, etc.). Or les prix d'actifs peuvent être soumis à des dynamiques spéculatives qui accroissent la richesse des emprunteurs et donc leur capacité d'emprunt. La survalorisation des actifs financiers ou immobiliers alimente le développement du crédit. Les coûts d'agence du financement externe étant d'autant plus faibles que la valeur des garanties offertes est forte, les banques sous-estiment le risque de défaut d'emprunteur collatéralisant leur demande de financement. Tant que la dynamique spéculative est à l'œuvre, la fragilité financière peut se développer de manière cachée. Le retournement des prix d'actifs révèle cette fragilité en multipliant les défauts de débiteurs et en accroissant corrélativement les créances douteuses à l'actif des bilans bancaires. L'effondrement de la valeur de marché des garanties de prêt signifie pour les banques une augmentation de leurs pertes en cas de défaut des débiteurs. En réaction, elles provisionnent massivement et rationnent le crédit. Ainsi, l'éclatement d'une bulle spéculative sur les marchés boursiers ou immobiliers par le canal de la valeur des collatéraux peut provoquer une pénurie de crédit (*credit crunch*) et donc avoir des conséquences récessives importantes. Ce canal est renforcé par les pertes directes des banques qui, avec la libéralisation financière, ont accru leurs activités de marché. La crise bancaire japonaise des années quatre-vingt-dix constitue une sorte de cas d'école de ce lien étroit entre la dégradation de la solvabilité des banques et les fluctuations des prix d'actifs [Aglietta, 2001].

### **Les autres « foyers » d'aléa moral dans la banque**

Comme nous l'avons étudié, les relations entre la banque et ses clients, déposants et emprunteurs, sont soumises aux asymétries d'information. Celles-ci trouvent également un terrain d'accueil propice dans les relations entre les dirigeants et les actionnaires, et dans les rapports entre la banque et ses superviseurs.

*Les relations dirigeants-actionnaires*

Les crises bancaires récurrentes dans l'histoire financière [Kindleberger, 1989] témoignent souvent d'une certaine myopie des dirigeants bancaires qui font preuve d'un excès d'optimisme et d'une sous-estimation des risques de défaut dans les périodes de croissance et d'euphorie boursière ou immobilière, minimisant les risques inhérents à un retournement conjoncturel. Cette myopie au désastre, dont nous étudierons les ressorts ultérieurement, pourrait théoriquement être contrée par un meilleur contrôle des actionnaires sur les managers. En effet, les relations entre actionnaires et managers sont traitables par la théorie de l'agence puisque les actionnaires (le principal) délèguent aux dirigeants (agent) une partie de leur autorité en matière de gestion de l'entreprise dont ils sont propriétaires. Les actionnaires sont en principe motivés par une politique prudente en matière d'octroi de prêts, c'est-à-dire par une politique qui ne risque pas de porter atteinte aux fonds propres de la banque. Ils recherchent la maximisation de leur richesse, c'est-à-dire de la valeur des actions de la banque. Les managers peuvent, eux, chercher à s'autonomiser par rapport aux principaux et être attirés par des politiques plus agressives et donc moins prudentes en vertu de motivations tenant à leur prestige ou à leur pouvoir. Ces problèmes de gouvernement d'entreprise qui existent dans toutes les sortes de firmes sont exacerbés dans le cas de la banque. En effet, les mécanismes qui, dans la théorie de l'agence, incitent les dirigeants à orienter leurs choix en fonction de l'intérêt des actionnaires sont plus difficilement transposables au secteur bancaire. Ces mécanismes sont les dispositifs de contrôle interne mis en œuvre par l'assemblée des actionnaires et par les auditeurs et analystes financiers nommés par celle-ci ainsi que le contrôle externe *via* les menaces d'OPA et de sanctions par les marchés financiers. Ces dispositifs incitateurs sont entravés dans la banque par l'importance des asymétries d'information entre les insiders et les outsiders. La difficulté pour les acteurs extérieurs à la banque d'évaluer la qualité du portefeuille d'actifs de celle-ci confère aux dirigeants bancaires une marge d'autonomie plus importante que dans d'autres types de firmes. C'est donc le cœur de la fonction bancaire, à savoir son activité de collecte et

de traitement d'information privative sur les débiteurs, qui crée les conditions permissives au développement de l'aléa moral dans la relation entre les propriétaires et les managers bancaires.

#### *Les relations banque-superviseur*

La banque gère les risques inhérents à ses activités de collecte de ressources et d'investissement en prêts et en titres. En effectuant ses choix de combinaison rendement-risque, le manager de la banque ne tient pas compte des coûts sociaux potentiels de son éventuelle faillite. Le superviseur (le principal) réhabilite les intérêts collectifs en surveillant et contrôlant la prise de risque associée aux stratégies des banques (agent). La relation principal-agent qui prévaut ici est bien hiérarchique. Le superviseur est investi du droit d'interférer dans les affaires de la banque au nom de règles prudentielles qui visent à assurer la stabilité du système financier.

La divergence d'intérêt entre actionnaires et managers peut disparaître dans certaines configurations où la banque est financièrement fragilisée et où une stratégie de prise de risques excessifs est rationnelle pour les deux parties. L'aléa moral peut alors jouer à plein dans la relation entre la banque et son superviseur. En effet, une stratégie téméraire excluant la diversification est rationnelle dans les cas où la rentabilité espérée est négative et où seule une stratégie risquée est susceptible de donner une probabilité raisonnable de survie à l'établissement. Dans une configuration d'espérance de gain négative, une banque en difficulté qui ne peut compter sur le retour d'une rentabilité espérée positive doit rompre avec les stratégies prudentes de diversification. Elle doit au contraire concentrer ses investissements risqués de manière à augmenter sa mise par programme d'investissement. Les actionnaires dont la responsabilité est limitée ont alors un intérêt objectif à ordonner à leurs mandataires sociaux d'avoir un comportement téméraire, ou simplement de les laisser agir dans ce sens. De telles stratégies sont porteuses de gains potentiels importants alors même que les pertes sont limitées aux fonds propres. Dès lors, en cas de difficultés financières importantes, quand les fonds propres sont déjà entamés, il est rationnel pour les actionnaires qui n'ont plus

grand-chose à perdre de supporter les managers dans la prise de risque excessive. Ce terrain favorable à la manifestation du risque moral dans les relations banque-superviseur est conforté par le manque d'incitation pour les créanciers de la banque à contrôler celle-ci. En effet, l'existence d'un système d'assurance dépôts et d'une doctrine de *too big to fail*, en vertu de laquelle les autorités monétaires ou publiques assument d'une manière ou d'une autre le passif des grosses institutions bancaires défail-lantes, constitue un facteur désincitatif au contrôle de la solva-bilité des banques par leurs créanciers. L'impératif de réglementation et de contrôle des banques est ici patent.

#### IV / L'instabilité du secteur bancaire

La récurrence et l'ampleur des crises bancaires dans les pays industrialisés depuis les années quatre-vingt, et dans les pays émergents avec un décalage d'une dizaine d'années [Lambert, Le Cacheux et Mahuet, 1997] imposent un profond renouvellement de la réflexion théorique et des dispositifs opérationnels concernant la politique de stabilisation des banques. Cette épidémie mondiale de crises bancaires s'explique par des causes communes même si les expériences nationales suivent des trajectoires spécifiques quant à la durée, à la profondeur et aux modalités de sortie de crise. Le commun dénominateur de ces crises bancaires tient au choc de la libéralisation financière et à la difficulté d'adaptation des banques à la globalisation financière. Sur ce problème d'apprentissage des banques se greffe le manque d'adaptation au nouvel environnement financier des dispositifs prudentiels de contrôle et de supervision. En d'autres termes, les autorités de tutelle des banques se sont montrées défailtantes à adapter leur fonction et leurs pratiques aux modifications du système financier qu'elles ont largement contribué à créer. Les prises de risque excessives des banques, notamment liées à leurs engagements dans l'immobilier, n'ont pas été décelées précocement par leurs superviseurs. Aux carences des contrôles internes des banques s'est donc ajoutée l'insuffisance des contrôles externes.

Le taux des bénéfices avant impôts constitue un indicateur synthétique de la rentabilité bancaire. Sa dégradation, elle-même largement accentuée par les provisions pour risques constituées



par les banques pour faire face à la détérioration de la qualité de leurs créances, reflète assez fidèlement l'ampleur et la durée des crises bancaires nationales.

La plupart des systèmes bancaires ont enregistré une baisse de leur rentabilité vers la fin des années quatre-vingt, début des années quatre-vingt-dix. Cette vague de crises bancaires est directement liée à la crise immobilière et à la dégradation induite de la qualité de l'actif des banques qui a nécessité une forte augmentation des provisions pour risques de crédit. L'ampleur et la durée de la crise demeurent néanmoins fort différenciées selon les pays. Ainsi, par des politiques macroéconomiques adaptées et des pratiques de restructuration de bilan volontaristes, les États-Unis et le Royaume-Uni sont parvenus à rapidement redresser la rentabilité de leur industrie bancaire. À l'inverse, le Japon s'est enlisé dans une crise bancaire marquée par une dégradation durable de la rentabilité du secteur. Cet enlèvement est en partie imputable à l'attentisme qui a caractérisé la réponse des autorités de tutelle des banques à la crise. Le cas de la Finlande est tout à fait symptomatique d'une crise bancaire aiguë marquée par des taux de bénéfice avant impôts négatifs de 1991 à 1995 malgré un déprovisionnement durant cette même période. Ce comportement atypique de réduction des provisions constituées au plus fort de la crise s'explique par le niveau élevé des provisions déjà accumulées et par la volonté de contrer la baisse de leur rentabilité.

Dix ans plus tard, le scénario est très différent, notamment pour les banques anglo-saxonnes. Leurs résultats semblent avoir été préservés de l'impact du dégonflement de la bulle boursière et du ralentissement conjoncturel du début des années deux mille. Plusieurs facteurs expliquent ce constat. Tout d'abord, contrairement à la décennie précédente, il n'y a pas eu d'éclatement d'une bulle immobilière, or les actifs immobiliers servant massivement de collatéraux leur dépréciation a des effets dévastateurs sur les bilans bancaires. Dans le cas américain, la politique monétaire particulièrement active de la Fed a également fortement contribué à soutenir le système bancaire. Plus généralement, les techniques de transfert de risque de crédit se sont fortement développées depuis la fin des années quatre-vingt-dix, notamment par le canal des CDS (*Credit Default Swaps*). Il s'agit

Tableau 6. Évolution de la rentabilité des grandes banques commerciales  
(en pourcentage du bilan total moyen)

	1988	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>États-Unis</b>												
Résultat net	1,74	1,77	2,17	2,29	1,94	2,02	2,14	2,27	2,14	2,45	2,33	2,51
Provisions	0,64	1,22	0,93	0,54	0,29	0,27	0,35	0,39	0,42	0,40	0,52	0,74
Bénéfices avant impôt	1,11	0,54	1,24	1,75	1,65	1,76	1,80	1,88	1,72	2,05	1,81	1,77
<b>Royaume-Uni</b>												
Résultat net	1,77	1,72	1,54	1,63	1,48	1,47	1,34	1,33	1,47	1,61	1,52	1,34
Provisions	0,31	1,31	1,24	0,87	0,33	0,30	0,20	0,18	0,24	0,23	0,22	0,25
Bénéfices avant impôt	1,46	0,40	0,31	0,76	1,15	1,17	1,14	1,15	1,23	1,37	1,30	1,09
<b>Allemagne</b>												
Résultat net	1,01	1,12	1,34	1,40	1,05	0,87	0,79	0,67	1,62	0,67	0,52	0,58
Provisions	0,12	0,37	0,64	0,83	0,47	0,41	0,29	0,39	0,27	0,44	0,31	0,40
Bénéfices avant impôt	0,89	0,75	0,70	0,57	0,58	0,47	0,50	0,28	1,35	0,23	0,21	0,18

<b>France (1)</b>											
Résultat net	0,96	0,94	0,88	0,79	0,54	0,51	0,55	0,66	0,59	0,64	—
Provisions	0,61	0,59	0,67	0,66	0,49	0,33	0,20	0,25	0,27	0,06	—
Bénéfices avant impôt	0,35	0,35	0,21	0,13	0,05	0,17	0,35	0,41	0,32	0,58	—
<b>Japon</b>											
Résultat net	0,84	0,39	0,37	0,28	0,23	0,41	0,26	0,34	-0,23	0,60	0,29
Provisions	0,16	0,09	0,16	0,15	0,21	0,73	0,25	1,00	0,76	0,23	0,29
Bénéfices avant impôt	0,68	0,30	0,21	0,13	0,02	-0,32	0,01	-0,66	-0,99	0,37	-0,01
<b>Finlande</b>											
Résultat net	1,16	-0,79	-1,86	-1,73	-1,17	-0,57	0,33	0,94	0,25	0,78	1,37
Provisions	0,58	-0,01	-0,01	—	-0,05	-0,03	-0,05	0,01	-0,02	-0,02	0,04
Bénéfices avant impôt	0,59	-0,78	-1,85	-1,73	-1,12	-0,55	0,37	0,93	0,27	0,79	1,33

(1) Rupture de séries à partir de 2000, la composition de l'échantillon des grandes banques commerciales a été modifiée.

Source : *La Rentabilité des banques*, supplément statistique, OCDE, 1997, 2002.

d'instruments par lesquels un vendeur de risque (ou un acheteur de protection) cède à un acheteur de risque (ou un vendeur de protection) le risque de crédit attaché à une contrepartie. Selon la British Bankers Association, le marché des CDS, qui est un marché de gré à gré, s'est fortement développé. Les montants étaient de 180 milliards de dollars en 1997 contre près de 2 000 milliards en 2002 [Commission bancaire, 2003]. L'usage massif de ces dérivés de crédit a d'abord été exploité par les banques anglo-saxonnes puis s'est généralisé dans d'autres systèmes bancaires et notamment en France. La diffusion des risques dans le système financier permise par ces nouveaux instruments de transfert de risque semble avoir accru la résilience des systèmes bancaires. Mais la question demeure de savoir si cette robustesse des systèmes bancaires ne se fait pas au prix d'une fragilisation, jusque-là cachée, d'autres secteurs de la finance : les acheteurs de risque.

Les effets macroéconomiques des crises bancaires ont été particulièrement marqués. Les coûts de résolution sont très partiellement supportés par les créanciers des banques défailtantes (déposants compris) et massivement à la charge des gouvernements.

L'ampleur de ces crises bancaires et l'importance de leur impact réel attisent le besoin d'une réflexion théorique sur les fondements de l'instabilité des banques. Or l'approche microéconomique de la banque peut rendre compte de la faillite d'une banque individuelle, notamment sous la forme d'une prophétie autoréalisatrice [Diamond et Dybvig, 1983], mais peut difficilement expliquer les phénomènes de dégradation simultanée de la qualité de l'actif de la communauté bancaire, ou d'un large sous-ensemble de celle-ci. Pourtant ces phénomènes de fragilisation globale d'un ensemble de banques ou de systèmes bancaires sont récurrents dans l'histoire financière. Plusieurs approches théoriques peuvent être mobilisées pour éclairer et rendre intelligibles ces processus de montée généralisée des risques aux bilans des banques.

Tableau 7. Estimation du coût final du règlement de quelques crises bancaires récentes

Pays-Période	Gravité de la crise	Estimation du coût final
États-Unis 1980-1994	Faillite de 1 617 banques (9 % du secteur bancaire) et 1 300 établissements d'épargne et de crédit (27 % des institutions).	Dépenses totales pour le règlement des problèmes des institutions en faillite : 3,4 % du PIB de 1990 (dont 2,8 % pour les caisses d'épargne et 0,6 % pour les banques).
Finlande 1991-1993	En 1992, les prêts bancaires improductifs ont atteint 9,3 % du total des prêts (4,6 % du PIB de 1992).	Le montant total des fonds engagés par le gouvernement a représenté 17 % du PIB de 1993. Les pertes finales attendues, c'est-à-dire après déduction des actifs récupérés, sont de 9 à 10 % du PIB de 1993.
Norvège 1987-1993	En 1991, les créances improductives ont représenté 6 % des prêts, soit 3 % du PIB de 1991. L'État a pris le contrôle des trois principales banques.	Le montant total des fonds engagés par le gouvernement a représenté 2,6 % du PIB de 1993.
Espagne 1977-1985	52 des 110 banques du pays ont été concernées. Il s'agissait pour l'essentiel de petites et moyennes banques qui collectaient plus de 20 % des dépôts totaux.	Le montant total des dépenses pour les banques en faillite a représenté 5,6 % du PIB de 1985.
Mexique 1995-1997	En 1997, les prêts improductifs (y compris ceux détenus par la caisse d'assurance dépôts) s'élevaient à 35 % des crédits totaux, soit 9,6 % du PIB de 1997.	Le coût final attendu pour le gouvernement (valeur actualisée des coûts sur la prochaine décennie) est de 12 % du PIB de 1997.

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1998.

### L'analyse stratégique de l'intermédiation

De nombreux auteurs traitant théoriquement de l'intermédiation financière adoptent implicitement une conception de la concurrence sur le marché financier relevant de l'approche « à la Bertrand » [Diamond, 1984 ; Stiglitz et Weiss, 1981]. Dans cette dernière, les firmes sont *price makers* et les prix sont fixés pour attirer les clients. Mais ces auteurs ne mènent pas une analyse explicite des comportements stratégiques des banques dans le cadre de ce type de concurrence. Yanelle [1989] souligne cette carence doublement dommageable en raison de caractéristiques propres à l'activité d'intermédiation financière qui remettent en cause les résultats standard du modèle de Bertrand [Cahuc, 1998] : la concurrence porte à la fois sur le marché des dépôts et sur celui des crédits, et la technologie bancaire est à rendements d'échelle croissants. Tandis que, dans le modèle de référence, la concurrence ne porte que sur le marché de la production, on doit considérer que la concurrence par les prix entre intermédiaires financiers concerne simultanément le marché des *input* (les fonds collectés) et le marché de l'*output* (les crédits octroyés). Les banques fixent donc deux prix et non un : le prix où elles « achètent » et le prix où elle « vendent ». Or cette double concurrence à la Bertrand produit des résultats différents du modèle standard en raison de l'interdépendance entre les parts de marché d'une banque sur les dépôts et ses parts de marché sur les crédits. L'utilisation d'un raisonnement limite permet de comprendre les dynamiques perverses pouvant être induites par cette double concurrence sur les prix. Si une banque parvient à se créer une position de monopole sur le marché des dépôts, il en résultera mécaniquement une position similaire sur le marché des crédits du fait de l'incapacité de ses concurrents à se financer au moindre coût. Position qui pourra être exploitée par un niveau excessif des taux d'intérêt. Ainsi, le résultat de la concurrence sur les *input* conditionne celui de la concurrence sur l'*output*. Cette dépendance explique que les banques motivées par la perspective de gains substantiels sur un marché puissent se livrer une concurrence effrénée sur l'autre marché. Ce type de dynamique peut, selon les cas, engendrer une hausse excessive des taux créditeurs ou une baisse également

exagérée des taux débiteurs [Chiappori et Yanelle, 1996]. Dans tous les cas, les marges bancaires sont réduites, la concurrence devient destructrice. Cette remise en cause des résultats standard des modèles de concurrence par les prix est confortée par l'existence dans la banque de rendements d'échelle croissants. En effet, la coïncidence entre les résultats du modèle walrasien et ceux du modèle de Bertrand n'est établie que dans deux cas : des coûts marginaux constants ou croissants dans les activités de production.

Ainsi, la nouvelle microéconomie offre une première interprétation de la possibilité d'occurrence d'une fragilisation globale du système bancaire.

### **La myopie au désastre**

Guttentag et Herring [1986] ont exploité certains résultats de travaux de psychologie cognitive pour élaborer leur théorie de la myopie au désastre dans le secteur bancaire. La myopie au désastre désigne une tendance systématique à la sous-estimation des probabilités de chocs et notamment de chocs de crédit, à savoir ceux résultant du défaut d'un ou plusieurs emprunteurs importants.

#### *Les ressorts de la myopie au désastre*

La probabilité de défaillance d'un débiteur dans l'avenir est conditionnée par l'endettement total de l'emprunteur dans le futur, par l'affectation des fonds empruntés à des emplois plus ou moins risqués et par l'évolution à venir du contexte économique pouvant grever les revenus futurs du débiteur et donc sa capacité de remboursement. Or le corps de connaissance de la banque et sa capacité d'expertise ne lui permettent pas d'évaluer le processus susceptible d'engendrer le défaut futur de l'emprunteur et donc la contraction de sa propre valeur nette. Face à la reconnaissance de cette incertitude, l'hypothèse de myopie au désastre recouvre l'idée d'un biais dans l'estimation des probabilités subjectives que les banquiers attachent aux chocs susceptibles d'affecter leur activité. Il reste néanmoins à expliquer les

ressorts d'un tel biais. En l'absence de base rationnelle à leurs évaluations, les décideurs estiment la probabilité d'occurrence de certains événements à partir de la mémorisation qu'ils ont d'événements similaires. Cela conduit à ce que la probabilité subjective d'un choc devienne une fonction décroissante de la période de temps écoulée depuis le dernier choc. Guttentag et Herring ajoutent à cette règle gouvernant la prise de décision en environnement incertain une discontinuité ou seuil heuristique. Celui-ci revient à reconnaître que, lorsque la probabilité atteint un niveau critique suffisamment bas, elle est traitée comme si elle était nulle. Ce phénomène de myopie au désastre n'est pas constant dans le temps. Il est favorisé par un ensemble de facteurs dont la conjonction stimule le développement. Parmi les éléments stimulant la myopie au désastre se trouvent :

- le temps écoulé depuis le dernier choc,
- le degré de concurrence au sein de la communauté bancaire et entre celle-ci et le financement par le marché,
- le raccourcissement de l'horizon temporel des décideurs favorisé par leur mobilité professionnelle et certaines modalités de rémunération,
- l'anticipation par les banques d'un soutien implicite des autorités publiques.

Parmi ces facteurs, le degré de concurrence joue un rôle crucial. Il y a ici convergence de résultat entre cette analyse et celle issue de la nouvelle microéconomie. Ainsi, des facteurs de libéralisation, comme la suppression de l'encadrement du crédit et des contrôles administratifs sur les taux d'intérêt ou l'allègement des barrières à l'entrée favorisant l'implantation sur le marché de nouveaux entrants, créent des conditions propices au développement de phénomènes de myopie au désastre. En effet, dans un contexte marqué par une exacerbation de la concurrence dans l'octroi des financements bancaires et de marché, les banques qui, éventuellement, ne seraient pas soumises à la myopie au désastre ne peuvent fixer les taux débiteurs à des niveaux adéquats à la probabilité subjective non nulle qu'elles attribuent à l'éventualité d'un choc majeur. Elles ne peuvent inclure une prime de risque de défaut dans le taux de leurs crédits dès lors que la majorité de leurs concurrents fixent ce « prix » comme si cette probabilité était nulle. La persistance de



la myopie au désastre alors que se multiplient les signes annonciateurs de la fragilité financière s'explique, selon Guttentag et Herring par une dissonance cognitive affectant les managers de banque. Ce mécanisme psychologique d'autoprotection du bien-fondé de leurs décisions passées peut prendre différentes formes allant de l'ignorance volontaire des informations nouvelles à un rejet de leur pertinence, en passant par une distorsion de leur interprétation visant à justifier les choix effectués. Ces ressorts de la myopie au désastre combinés à l'intérêt objectif des emprunteurs à dissimuler leur véritable position financière en cas de difficulté, afin d'obtenir de nouveaux prêts et de les affecter à des emplois risqués mais potentiellement générateurs de rendements élevés, expliquent les dérives constatées dans les processus de crédit conduisant à de véritables dynamiques de surendettement.

#### *Dynamique du surendettement et crise de crédit*

Dans un environnement fortement concurrentiel, dès lors que les prêteurs sont en deçà de leur seuil heuristique, la dynamique de surendettement peut s'enclencher. L'offre de crédit agrégée découle de la distribution de ces seuils heuristiques dans la communauté bancaire. La dynamique de surendettement se caractérise par une accélération de l'offre de crédit, un tassement (pouvant aller jusqu'à la quasi-disparition) des primes de risque et une détérioration, non perçue par les créanciers, de la qualité de leurs créances. La crise de crédit qui en résulte est généralement brutale, et le renversement des comportements des banques qu'elle suscite porteur de risque systémique. En effet, à l'aveuglement au désastre peut succéder une défiance généralisée à l'égard de la solvabilité des emprunteurs qui conduit les banques à rationner drastiquement la quantité de crédit octroyée. Ce rationnement opéré sur des bases insuffisamment discriminantes ne fait qu'accélérer la mise en défaut des débiteurs. La crise de crédit affecte donc l'activité réelle et accentue le cycle économique.

### La crise bancaire asiatique : une illustration de myopie au désastre

La crise asiatique de la fin des années quatre-vingt-dix dans son volet bancaire présente une parenté certaine avec le schéma de myopie au désastre. Cet aveuglement n'a pas affecté seulement les banques locales mais également les grandes banques internationales qui prêtaient massivement aux intermédiaires financiers locaux. De 1990 à 1997, le crédit bancaire a augmenté de plus de 10 % par an en termes réels dans la plupart des pays asiatiques touchés par la crise, pour certains l'expansion a été proche de 20 %. Cet accroissement considérable des crédits bancaires ne se justifiait pas par des gisements d'investissements hautement rentables mais au contraire traduisait un manque de sélectivité dans l'octroi des financements. Les banques locales acceptaient des marges de plus en plus étroites alors même que leurs débiteurs prenaient de plus en plus de risques. On retrouve donc bien le phénomène d'écrasement des primes de risque dans la phase expansive.

Tableau 8. Secteur bancaire : expansion du crédit et indicateurs

	Taux annuel d'expansion du crédit bancaire au secteur privé (en termes réels)		Coûts d'exploitation en % des actifs		Marge d'intérêt nette en % des actifs	
	1981-1989	1990-1997	1990-1994	1995-1996	1990-1994	1995-1996
Corée	13	12	1,9	2,1	2,2	2,2
Indonésie	22	18	2,3	2,8	3,3	3,6
Malaisie	11	16	1,6	1,4	4,7	3,2
Philippines	- 5	18	4,0	3,5	5,3	4,8
Singapour	10	12	0,8	0,7	2,2	2,0
Thaïlande	15	18	1,9	1,8	3,6	3,6

Source : Rapport annuel de la BRI, juin 1998.

Les statistiques de la BRI soulignent que les marges d'intérêt nettes des banques ne dépassaient guère leurs coûts d'exploitation et qu'elles ne se protégeaient donc pas véritablement contre les risques. Or ceux-ci s'accrurent fortement dans la période précédant la crise du fait notamment de la hausse considérable des prix d'actifs boursiers et surtout immobiliers qui exposait les débiteurs et les détenteurs de garanties au risque d'un brutal retournement de ces prix. On retrouve ici le rôle des collatéraux dans le déclenchement et la propagation du cycle financier (cf. chapitre III). La survalorisation des prix d'actifs dans la phase spéculative alimente le développement du crédit bancaire par l'accroissement des capacités d'emprunt des débiteurs artificiellement gonflées par la spéculation sur les actifs mobilisés comme collatéraux. Le retournement des marchés boursiers et/ou immobiliers révèle la détérioration, jusque-là dissimulée, de la qualité des actifs bancaires et la réaction des banques crée un *credit crunch*.

Conformément à l'analyse de Guttentag et Herring, ce phénomène de myopie au désastre s'est développé dans un contexte d'exacerbation de la concurrence lié à la libéralisation récente de systèmes financiers jusque-là fortement réglementés et de minimisation des probabilités de choc du fait de l'éloignement temporel de toute crise significative. L'optimisme général qui prévalait quant aux perspectives économiques se fondait sur le caractère exceptionnellement long de la période de croissance forte qu'avaient connue ces économies. Tant les banques locales, les banques internationales que les agences de notation ont été frappées de dissonance cognitive en ne réagissant pas à certains signaux d'alerte quant à l'accroissement de la probabilité d'une crise majeure. Le risque de liquidité était pourtant patent au regard de la conjonction d'un ensemble d'indicateurs : une croissance du crédit intérieur beaucoup plus rapide que celle du PIB nominal et des exportations ; des emprunts à court terme des banques locales auprès des banques étrangères croissant beaucoup plus rapidement que les réserves disponibles en devises ; un fort degré de transformation assuré par le secteur bancaire local qui prêtait massivement aux industriels pour des projets à la rentabilité incertaine. Ainsi, les banques locales accumulaient les risques de défaut des emprunteurs locaux et de transformation

des échéances. Elles subissaient également un fort risque de change car la pérennité de leurs financements bancaires internationaux reposait sur la croyance en la perpétuation de la stabilité de l'ancrage nominal par rapport au dollar. Les banques prêtaient donc à plus long terme dans leur monnaie nationale des liquidités qu'elles avaient empruntées à court terme en devises. Cette configuration créait des fragilités cumulatives dans les bilans bancaires du fait de la corrélation des risques, fragilités demeurant cachées tant que persistait le climat euphorique. Les systèmes bancaires locaux étaient alors à la merci d'un brusque retournement de la confiance des créanciers internationaux provoquant simultanément une crise de change et un tarissement des entrées de capitaux. Ce qui se produisit par des effets dominos après la crise du baht thaïlandais de juillet 1997.

### **Instabilité financière et comportements bancaires chez Minsky**

L'hypothèse d'instabilité financière de Minsky constitue une explication des fluctuations économiques qui se fonde en partie sur une analyse originale du comportement bancaire. Minsky défend l'idée d'une tendance des économies capitalistes combinant les financements par le marché aux financements par crédit bancaire à engendrer de manière endogène des phases de fragilisation financière croissante. Les enchaînements en cause dans le cycle endogène de *boom and bust* (expansion-récession) sont schématiquement les suivants [Brossard, 1998 ; Nasic, 1997] :

- pendant la phase ascendante du cycle le boom de l'investissement est soutenu par l'écart entre le prix du capital tel qu'il est évalué par les marchés boursiers et le prix des biens d'investissement sur le marché des biens ;
- le recours au financement externe dope les profits ;
- cette profitabilité accrue conforte l'accroissement de l'endettement et des prix d'actifs anticipés ;
- ce contexte est un facteur de désincitation à la détention d'actifs liquides : il y a réduction du ratio liquidités/titres et donc augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie ;

- le climat de confiance conduit les acteurs économiques à minimiser leurs éventuelles difficultés de refinancement et incite donc à un financement à court terme plutôt qu'à long terme tant que les taux courts sont inférieurs aux taux longs ;
- l'économie est alors particulièrement fragilisée à l'occurrence d'un choc financier causé par une hausse des taux d'intérêt ;
- lorsque celle-ci advient, elle provoque les défauts en série des agents « spéculatifs » et « ponzi » dont la proportion s'est accrue dans la phase ascendante du cycle ;
- il y a tarissement tant des financements de marché que des financements bancaires puisque les banques ont également réduit la liquidité de leur bilan dans la phase de boom ;
- la récession s'installe, caractérisée par la chute de l'investissement, une dynamique baissière sur les prix d'actifs et la multiplication des difficultés financières tant des emprunteurs que des prêteurs.

---

#### Fragilité financière et déformation de la structure des financements

La fragilité financière qui se développe durant la phase euphorique se traduit par un accroissement de la proportion des agents « spéculatifs » et « ponzi ». Précisons le sens de ces notions :

- la finance couverte (*hedge finance*) désigne des situations où les *cash flows* espérés dépassent les charges financières (intérêts et remboursement du principal) à chaque période ;
- la finance spéculative concerne les cas où les *cash flows* courants sont inférieurs aux charges financières courantes, mais où le revenu courant couvre néanmoins les intérêts à payer sur la dette. Le remboursement du principal repose donc sur un renouvellement continu de la dette ;
- enfin, la finance « ponzi » signifie que les *cash flows* sont insuffisants pour payer non seulement le principal mais également les intérêts. Dans ce cas, seul un accroissement de la dette à chaque période empêche les agents engagés dans ce type de financement de faire défaut.

Le fonctionnement du marché des bons du Trésor russes (GKO) avant la crise de l'été 1998 illustre bien le schéma de finance « ponzi ». Face à l'incapacité de l'État russe à lever les impôts, seule l'émission de nouveaux GKO permettait de rembourser le principal et surtout les intérêts excessivement élevés exigés par les créanciers.

Les banques jouent un rôle tout à fait crucial dans cette dynamique d'instabilité financière. Tout d'abord, loin d'être passives comme le présuppose une approche fruste de la monnaie endogène, les banques sont des entreprises et, à ce titre, elles innovent pour soutenir leur rentabilité. Cette capacité innovatrice des banques participe activement à l'apparition dans le système financier de nouvelles pratiques et de nouveaux produits financiers qui ont pour caractéristiques d'accroître la vitesse de circulation de la monnaie et la quantité de financement disponible, et donc de contrer l'éventuelle politique monétaire restrictive de la banque centrale. En d'autres termes, les innovations financières permettent d'accroître le volume de financement disponible à quantité de monnaie centrale donnée. Les innovations bancaires pèsent donc sur la liquidité de l'économie car elles tendent à réduire le ratio liquidités/titres. Cette évolution rend le système économique et financier plus fragile à un retournement des anticipations de prix d'actifs et à la dynamique baissière y étant associée. Parallèlement, les innovations financières réduisent la liquidité du système bancaire et fragilisent donc les bilans bancaires. Minsky [1986] montre que la recherche de profit par les banques dans un contexte de concurrence exacerbée les conduit à adopter des comportements d'offre de financement ayant pour conséquence une contraction délibérée de leur ratio capital/actifs au cours de la période d'expansion et une hausse de celui-ci en phase récessive. En effet, dans la phase euphorique d'expansion des bilans bancaires, les banques s'engagent dans des opérations financières à fort levier d'endettement, une baisse de leur ratio capital/actifs permet alors un accroissement substantiel du taux de profit. En revanche, après le retournement de l'activité, conscientes des risques de défaut de leurs emprunteurs, elles cherchent à accroître leurs ratios capital/actifs.

Ainsi, les banques sont au cœur de la dynamique d'instabilité financière qui caractérise les économies financièrement libéralisées. La fragilisation et l'illiquidité des banques sont concomitantes à celles du système économique et financier global. Elles ne sont donc pas en mesure d'adopter un comportement contrant le cycle financier, au contraire, elles l'accompagnent et l'accroissent. Le système bancaire exacerbe donc les

phases descendantes du cycle des affaires. De manière équivalente, en phase d'expansion, les banques sont davantage disposées à accroître l'offre de crédit, alors même que la demande de détention d'actifs liquides est au plus bas. Elles accentuent donc également les phases ascendantes du cycle.

## V / La politique de stabilisation du système bancaire

La politique de stabilisation du secteur bancaire constitue un impératif macroéconomique dans la plupart des pays alors même que sa mise en œuvre s'est fortement complexifiée avec la libéralisation et la globalisation financières. Contrairement à ce que suggère l'approche de la théorie de l'agence, le contrôle et la surveillance de la solvabilité des banques ne peuvent plus être pensés comme la simple addition de relations d'agence bilatérales, c'est-à-dire entre la banque et son superviseur, entre les managers et les actionnaires et/ou entre la banque et ses déposants. La stabilisation du système bancaire ne peut plus reposer sur la simple prescription au niveau national de règles de comportement spécifique s'imposant aux banques (réglementation) et sur l'observation de l'application effective de ces règles au niveau de l'institution (*monitoring*). En effet, quelques faillites retentissantes de banques actives au niveau international ont souligné la nécessité de dépasser le cadre restreint de la supervision nationale, et d'aller vers une supervision consolidée. Ce fut notamment le cas de la banque Ambrosiano (Italie) en 1982, mais surtout de la BCCI en 1991 [Herring, 1994, 2003]. Créée en 1972, la BCCI adopta une structure bancaire duale. La société de holding non bancaire établie au Luxembourg (BCCI holding SA) détenait deux banques séparées, ayant des licences et étant supervisées dans deux juridictions séparées, bien protégées par les lois du secret bancaire : BCCI SA au Luxembourg et BCCI Overseas aux îles Caïman. La BCCI avait donc volontairement adopté une structuration de groupe lui



permettant d'échapper à une supervision consolidée. Par ailleurs, les mutations des structures financières depuis les années quatre-vingt ont rendu les banques très sensibles aux risques de marché, par des canaux directs *via* leur portefeuille de titres ou leurs activités hors bilan sur dérivés et par des canaux induits *via* les collatéraux garantissant les crédits octroyés. La faillite de la Barings (1995) et la fragilisation de nombre de systèmes bancaires suite à l'éclatement de la bulle immobilière au début des années quatre-vingt-dix illustrent parfaitement cette perméabilité bancaire au risque de marché. Enfin, le mouvement de concentration conglomérale facilite les comportements opportunistes de détournement de réglementation par transfert d'activités vers des filiales pas ou moins réglementées.

Cette porosité entre les zones de la finance (intermédiée et désintermédiée) et entre types d'intermédiaires financiers, ainsi que l'internationalisation croissante des opérations et des intermédiaires financiers complexifient donc fortement la politique prudentielle. À la globalisation et à la déspecialisation de la finance doit répondre une politique de stabilisation du système bancaire elle-même globalisante. L'internationalisation des groupes bancaires couplée à l'exigence de préservation des souverainetés nationales signifie que le nécessaire contrôle global ne peut être unitaire, c'est-à-dire exercé par une seule entité. Il faut donc organiser et codifier les rapports entre superviseurs de banque, de marché et d'assurance au niveau des États mais également au niveau international. Par ailleurs, la montée en puissance des activités de marché des banques, en particulier sur dérivés, a conduit à la délégation d'une partie des responsabilités de la supervision aux supervisés eux-mêmes par le biais de la reconnaissance du contrôle interne. Le superviseur doit alors vérifier la qualité de cet autocontrôle et donc contrôler les méthodes de contrôle. Avant d'évoquer plus précisément les caractéristiques de cette nouvelle doctrine prudentielle qui intègre plus explicitement la possibilité d'occurrence du risque systémique, nous présentons les justifications traditionnelles de la réglementation des banques et les formes prises par celle-ci.

### **Pourquoi réglementer les banques ?**

La réglementation bancaire, comme nombre de réglementations, se justifie traditionnellement par la présence d'externalités : externalités positives liées à l'émission de monnaie et au rôle des banques dans le bon fonctionnement du système de paiements et externalités négatives associées aux faillites bancaires. À cela s'ajoute l'importance des asymétries d'information qui affectent les contrats bancaires et qui empêchent les déposants d'estimer correctement la solvabilité de la banque. La réglementation répond donc également à un impératif de protection du client.

En raison de leur fonction de gestion des comptes de dépôts, les banques sont au cœur du système de paiements. Or le système de paiements est un « bien collectif ». Quand un agent appartenant à une communauté de paiement dénoue ses règlements en ayant recours au service fourni par le système de paiement, il ne réduit pas pour autant la « consommation » que les autres agents font de ce service. Le service qu'offre le système de paiement ne se divise donc pas en quantités additives. Le critère de non-rivalité qui caractérise les biens collectifs est respecté. Ainsi, la Défense nationale est incontestablement considérée comme un bien collectif car analysée comme un système, c'est-à-dire un ensemble non réductible à la somme de ses éléments constitutifs. De la même manière, la monnaie doit être analysée comme un système d'organisation des paiements dans une communauté d'échange. Seule cette approche permet d'appréhender sa dimension de bien collectif [Scialom, 1995] et donc de comprendre la justification la plus fondamentale de la réglementation des banques. En effet, les coûts sociaux de la faillite d'une banque, si elle est de taille importante, sont supérieurs aux coûts privés. Des implications d'ordre systémique sont donc associées aux faillites bancaires. D'une part, l'acheminement des ordres de paiement peut directement poser un problème systémique si une banque cesse son activité et cela indépendamment de tout mouvement de ruée bancaire. L'adoption du principe d'irrévocabilité dans l'organisation des systèmes de paiement, qui signifie que les paiements sont définitivement crédités aux bénéficiaires, assure une socialisation des pertes et éloigne

---

### Les externalités

On parle d'externalités « pour désigner toute situation où les activités d'un (ou de plusieurs) agent(s) économique(s) ont des conséquences sur le bien-être (au sens large) d'autres agents, sans qu'il y ait des échanges ou des transactions entre eux. Si les conséquences sont bénéfiques on dit que l'externalité est positive ; elle est négative dans le cas contraire » [Guerrien, 1996]. Les externalités posent un problème particulier à l'économiste car les coûts ou bénéfices imposés par un agent économique à un autre agent ne donnent lieu à aucune pénalisation ou compensation par le système de prix. Les externalités créent donc des inefficiences dans l'allocation des ressources. Les firmes productrices d'externalités négatives, ne supportant pas l'intégralité du coût qu'elles créent, s'engagent de manière excessive dans de telles activités ; à l'inverse, les firmes productrices d'externalités positives, ne jouissant pas de la totalité des effets positifs qu'elles génèrent, sous-produisent. Les autorités publiques disposent de plusieurs solutions pour gérer les externalités [Stiglitz, 1988]. Elles peuvent utiliser le système de prix en imposant des pénalités aux producteurs d'externalités négatives et en subventionnant les producteurs d'externalités positives. Une autre solution consiste à réglementer pour limiter les externalités négatives. C'est cette solution qui domine dans le cas de l'industrie bancaire.

efficacement le spectre d'un tel risque de système. D'autre part, une banque à problème peut entraîner une contagion de ruées bancaires sur des banques solvables (*cf.* chapitre II), il peut en résulter de graves perturbations sur le fonctionnement du système de paiement et une récession économique accompagnée d'un accroissement des coûts fiscaux inhérents aux restructurations bancaires et au système d'assurance dépôts. La réglementation bancaire, dont les formes ont changé au cours du temps, vise dans tous les cas à éviter un tel scénario catastrophe en contraignant les banques dans leurs activités et comportements.

### Quelles réglementations bancaires ?

*De l'allègement des réglementations de structure et de conduite...*

Le système bancaire peut être rendu plus robuste par l'imposition de réglementations organisant l'industrie de manière à

réduire les risques pris et les probabilités de faillite associées. Les réglementations assurent alors un haut niveau de profitabilité qui permet aux banques d'être plus robustes en cas de choc défavorable. Parmi ces réglementations, on distingue celles qui affectent directement la structure de l'industrie de celles qui infléchissent le comportement des participants à l'industrie.

Les principales réglementations structurelles sont relatives aux clivages fonctionnels entre institutions, aux exigences à l'entrée et aux règles discriminatoires s'appliquant aux banques étrangères. À titre illustratif, en réaction aux crises bancaires des années trente, nombre de pays ont imposé une stricte spécialisation aux activités bancaires. Ce fut le cas aux États-Unis et dans de nombreux pays européens qui écartèrent le modèle de la banque universelle. Il y avait alors séparation entre les institutions de dépôts qui se voyaient interdire la détention d'un portefeuille d'actions et les sociétés de holding qui détenaient des actions mais ne pouvaient collecter de dépôts. De plus, plusieurs pays scindaient les institutions de dépôts en banques commerciales et caisses d'épargne. L'Allemagne, la Suisse et les Pays-Bas firent exception à cette tendance en conservant le modèle de banque universelle.

Les réglementations de conduite qui ont d'ailleurs souvent été associées aux réglementations structurelles prennent la forme de restrictions directes sur la structure de bilan des banques. Elles incluent les règles prudentielles, les règles de participation dans les entreprises non bancaires, le plafonnement de la variation des encours de crédit, l'interdiction de rémunération des dépôts à vue et plus généralement l'administration des taux créditeurs et débiteurs, etc.

La tendance générale depuis les années soixante-dix est au démantèlement des réglementations de structure et donc à la déspecialisation de l'industrie bancaire et à la suppression des réglementations de conduite, à l'exception notable des règles prudentielles qui ont largement été renforcées. Cette évolution s'explique par l'inadaptation des réglementations antérieures au mouvement de globalisation financière et à l'accroissement de la concurrence des établissements financiers et non financiers qui l'accompagne. À la globalisation financière répond une évolution assez générale vers la banque universelle. Le cas américain

est à ce titre symptomatique. L'industrie bancaire s'y est développée depuis les années de l'entre-deux-guerres sous un véritable carcan réglementaire imposant une spécialisation non seulement fonctionnelle mais également géographique. Le *Mac Fadden Act* de 1927 qui interdit aux banques de créer des succursales hors de leur État d'origine a conduit à une fragmentation géographique de l'industrie bancaire américaine selon le principe du *unit banking*. Le *Glass Steagall Act* intégré au *Banking Act* de 1933 instaura quant à lui le principe de spécialisation bancaire en séparant les banques commerciales des banques d'investissement. Outre les innovations de produit visant à contourner certaines réglementations de conduite, notamment la réglementation Q (interdiction de la rémunération des dépôts à vue et plafonnement de celle des dépôts d'épargne) qui sera abolie en 1986, les banques américaines réagirent à la rigidité de ce carcan réglementaire par des innovations organisationnelles. Celles-ci leur permirent d'outrepasser la segmentation géographique par la création de quasi-filiales hors des États d'origine et de transgresser le principe de spécialisation par la constitution de holdings bancaires. Les États-Unis ont abrogé le *Glass Steagall Act* en novembre 1999 et l'ont remplacé par le *Financial Services Modernization Act* qui autorise la coexistence de toutes les activités financières au sein d'un même groupe financier. L'*Inters-tate Banking Act* mis en application en 1995 entérine quant à lui la suppression de fait de l'interdiction de diversification géographique. Ainsi, en dépit d'une forte tradition de spécialisation bancaire et de cloisonnement géographique, les États-Unis participent au mouvement général vers la banque universelle.

... au renforcement de la réglementation prudentielle

La déréglementation de l'industrie bancaire que nous venons d'évoquer s'est accompagnée d'un durcissement important de la réglementation prudentielle essentiellement axée sur le renforcement des exigences de capitalisation. D'autres contraintes prudentielles existent, elles concernent notamment des exigences de liquidité et des règles de diversification d'actifs visant à restreindre la concentration des prêts bancaires sur des

clients individuels ou groupes de clients présentant un même risque économique. Sans minimiser l'importance de ces réglementations, il demeure que le principe pivot de la politique prudentielle est que la prévention doit de plus en plus s'appuyer sur les provisions en capital. Celles-ci visent à couvrir deux grands types de risques : le risque de crédit et le risque de marché. Le risque de crédit est lié au défaut d'un ou plusieurs débiteurs ou aux modifications de la probabilité de tels défauts dans le futur. Le risque de marché se réfère quant à lui à la variabilité de la valeur du portefeuille de négoce de la banque due aux variations des prix de marché des composants du portefeuille (titres négociables et contrats dérivés). Ainsi, la dépréciation d'une devise diminue la valeur des actifs libellés dans cette devise dans le portefeuille domestique.

---

#### Le ratio Cooke

Il s'agit d'un ratio de fonds propres pondéré dont la mise en application a permis un accroissement de la capitalisation des banques des pays industrialisés. L'évaluation de l'adéquation du capital se fait par l'utilisation d'un ratio de couverture des risques pondérés, les fonds propres étant rapportés à différentes catégories de risques nés d'actifs ou d'engagements hors bilan. Le dénominateur est donc composé des créances de la banque dont la somme est pondérée par des coefficients correspondant aux différentes classes de risque ayant été délimitées. Le ratio ainsi calculé doit respecter une norme minimale de 8 %. Il relève d'une logique fondamentalement conventionnelle tant pour le choix des coefficients de pondération censés refléter les classes de risque, que pour l'inclusion des

actifs dans les différentes catégories et pour la définition même des fonds propres. Il constitue néanmoins une percée importante en matière de réglementation prudentielle internationale. Chaque banque peut gérer librement l'ensemble des risques qu'elle prend dès lors que ses fonds propres demeurent adéquats aux positions prises. Le ratio Cooke établit donc une forme implicite de fixation de prix car l'augmentation des fonds propres est coûteuse pour la banque en ce qu'elle conduit à un manque à gagner en termes de levier. Cependant, un tel ratio ne constitue pas pour autant une panacée. La critique essentielle concerne la mesure du risque qui a été adoptée qui néglige l'interdépendance entre les valeurs d'actifs, c'est-à-dire les covariances, contrairement à la mesure du risque la plus couramment utilisée par la théorie du portefeuille.

L'impulsion majeure pour le renforcement des exigences de capitalisation des banques fut donnée, dans le cadre de la BRI, en juillet 1988, par la signature d'un accord entre les gouverneurs des banques centrales des principaux pays industrialisés instaurant un ratio international de solvabilité connu sous le nom de ratio Cooke.

L'extension aux risques de marché du ratio de capitalisation en 1995 confirme la prééminence du provisionnement en capital dans le dispositif prudentiel. Cette avancée constitue un développement logique du cadre prudentiel compte tenu de l'importance croissante de ces risques dans le profil global de risque de certaines banques. Ainsi, en avril 1995, le comité de Bâle a proposé la reconnaissance des modèles internes d'évaluation des risques des établissements pour déterminer l'adéquation des fonds propres aux risques de marché. Dès lors qu'ils seront agréés par les autorités de tutelle et respecteront donc certains critères qualitatifs et quantitatifs, ces modèles pourront être utilisés pour calculer les exigences de capitalisation relatives aux risques de taux, de variation des prix des titres de propriété et de risques de change.

#### *L'assurance dépôts*

Alors que le ratio de capitalisation est censé traiter la question de la solvabilité des banques, l'assurance des dépôts agit sur la contrainte de liquidité. La raison d'être de l'assurance dépôts est de supprimer les incitations aux ruées des déposants [Diamond et Dybvig, 1983] et donc de stabiliser le système bancaire.

La plupart des pays ont adopté ce type de dispositif. Les États-Unis furent des précurseurs en ce domaine en instaurant l'assurance dépôts dès 1933. Les autres pays suivirent plus tardivement : 1967 pour le Canada, 1971 révisée en 1986 pour le Japon, fin des années soixante-dix début des années quatre-vingt pour la plupart des pays européens (Allemagne, 1977 ; France et Pays-Bas, 1979 ; Royaume-Uni, 1982 ; etc.). Le système français a été réformé par la loi de sécurité financière en juin 1999.

L'assurance dépôts supprime la nécessité pour le déposant de s'interroger sur la qualité spécifique de sa banque. Ainsi, dans un système bancaire avec assurance des dépôts, hormis les

interventions des autorités de tutelle, c'est en théorie aux actionnaires et aux déposants non assurés d'imposer une discipline aux banques en difficulté financière. L'assurance dépôts porte donc en elle un paradoxe : en rendant les banques plus sûres pour les déposants elle risque de fragiliser le système bancaire global en favorisant l'aléa moral. L'altération des comportements micro-économiques ainsi créée peut être limitée par la réglementation prudentielle et la surveillance des banques, mais également par des dispositifs internes au système d'assurance dépôts visant à modérer la prise de risque. En l'absence de telles dispositions, un système d'assurance dépôts peut se révéler très coûteux. Le cas américain en témoigne. Fin 1991, suite à la faillite de plus de 2 000 institutions de dépôts dans les années quatre-vingt, le Congrès réforma l'assurance dépôts par l'adoption du *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* (FDICIA). Le coût ultime de résolution de cette crise supporté par les contribuables américains fut de près de 3 % du PIB. Cette crise majeure suscita un vif débat aux États-Unis sur ce que devait être un système d'assurance dépôts optimal. L'imposition de primes d'assurance différenciées en fonction du risque inhérent à l'activité de la banque ainsi que l'instauration d'un montant maximum de dépôt assuré par déposant et non par compte font partie des dispositions internes au système contrant l'aléa moral. Par ailleurs, une part importante des pertes supportées par l'assurance dépôts aux États-Unis fut analysée comme résultant de faillites différées dans le temps. Sur la base de ce diagnostic, le FDICIA fut structuré autour de deux piliers : l'action corrective précoce et la résolution à moindre coût [Benston et Kaufman, 1998].

— La politique d'actions correctives précoces nécessite : la définition d'un ratio critique de capital en deçà duquel la fermeture est impérative, la classification des banques en différentes catégories selon leur ratio de capitalisation, l'énumération d'actions correctives qui peuvent ou doivent être appliquées aux banques connaissant une rétrogradation de leurs positions dans la classification (dégradation de leur capitalisation). Il y a donc un accroissement préannoncé de la pression de la supervision et des contraintes pesant sur les activités des banques à mesure que



leur capitalisation se dégrade. La résolution (vente, fusion, liquidation) intervenant avant que le capital ne tombe à zéro.

— Le principe de résolution à moindre coût vise à limiter le coût final pesant sur le contribuable. Ainsi, à partir de 1995, on interdit au fonds d'assurance dépôts de protéger les déposants non assurés et autres créiteurs d'une banque faisant faillite dès lors que cette extension de la protection occasionne des pertes additionnelles pour le fonds. Une exception est néanmoins prévue pour les banques jugée « *too big to fail* », mais dans ce cas les pertes additionnelles pour le FDIC sont assumées collectivement par les autres banques assurées. La base du calcul du partage des pertes étant les actifs totaux plutôt que les seuls dépôts. Cette mesure vise évidemment à favoriser l'autosurveillance par la communauté bancaire et donc la discipline de marché.

Ainsi, la réforme de l'assurance dépôts aux États-Unis cherche à créer une complémentarité entre discipline de marché et discipline réglementaire ce qui s'inscrit pleinement dans la nouvelle doctrine prudentielle.

Ces propositions sont en accord avec la doctrine prudentielle qui semble émerger au niveau international dans les années quatre-vingt-dix.

### **Une nouvelle donne prudentielle**

#### *Les structures institutionnelles de la régulation prudentielle*

Dans la plupart des pays, l'architecture institutionnelle de la politique prudentielle a été conçue à une période où les structures des systèmes financiers étaient très différentes de ce qu'elles sont actuellement. Les systèmes financiers étaient fortement réglementés et les frontières entre les intermédiaires financiers étaient beaucoup plus tranchées qu'aujourd'hui. La plupart des dispositifs de politique prudentielle restent marqués par cet héritage, leur architecture étant basée sur le critère institutionnel : à chaque type d'institution financière correspond un superviseur. Ce faisant, une question se pose : la structure institutionnelle de la supervision et de la réglementation doit-elle

Tableau 9. Les modèles nationaux de supervision dans l'Union européenne

Pays	Modèle sectoriel	Modèle fonctionnel (transsecteur)	Modèle intégré (transsecteur)
Union européenne des 15	Belgique	France (2003)	Autriche (2002)
	Finlande	Italie (1999)	Danemark (1998)
	Grèce	Pays-Bas (2002)	Allemagne (2002)
	Luxembourg		Irlande (2001)
	Portugal		Suède (1991)
	Espagne		Royaume-Uni (1997)
Hors de l'UE		Australie (1998)	Canada (1987)
		États-Unis (1999)	Japon (2000)

Entre parenthèses : l'année de création du nouveau dispositif transsectoriel.

Source : D. Schoemaker, 2003.

coller aux évolutions des systèmes financiers et des intermédiaires financiers supervisés ? L'intérêt croissant pour cette question s'explique par les évolutions de la sphère financière (cf. chapitre II). Ainsi les conglomérats financiers remettent en cause les démarcations traditionnelles entre les agences de régulation et complexifient considérablement la tâche des régulateurs, le foisonnement d'innovations financières et l'apparition de nouveaux marchés accroissent le risque systémique et l'étendent au-delà du seul secteur bancaire ; enfin, la globalisation financière donne une dimension internationale à la régulation et à la supervision. D'un point de vue conceptuel, plusieurs modèles d'architecture prudentielle existent, en pratique, les formes hybrides sont fréquentes. Les modèles possibles sont les suivants :

- le modèle sectoriel qui sépare les régulateurs de banques, de maisons de titres et d'assurance ;
- le modèle fonctionnel dans lequel chaque autorité de régulation est responsable d'un objectif de supervision (ex : supervision prudentielle et conduite des affaires) ;
- le modèle intégré dans lequel un seul régulateur est en charge des banques, des assurances et des titres.

Actuellement, l'unification de la régulation et de la supervision dans une seule agence traitant à la fois des banques,

assurances et sociétés d'investissement est plutôt l'exception que la règle au niveau mondial, même si ce modèle se développe dans l'Union européenne.

*L'implication croissante des acteurs privés  
dans la régulation prudentielle*

La volonté d'impliquer les acteurs privés en soutien aux superviseurs constitue une inflexion essentielle de la doctrine prudentielle qui s'est imposée au cours des années quatre-vingt-dix. Préalablement, la conception dominante était celle de la régulation externe, c'est-à-dire que le régulateur imposait des règles prudentielles et vérifiait que les supervisés s'y conformaient. La régulation externe perdure évidemment mais elle est « épaulée » par les acteurs privés *via* l'autocontrôle et la discipline de marché.

Cette inflexion est inscrite dans le nouvel accord de Bâle qui devrait entrer en application fin 2006 (cf. encadré suivant). En effet, l'accord de 1998 repose sur trois piliers :

1. la capitalisation des banques doit être plus sensible aux risques de leurs actifs ;
2. le processus de supervision doit être renforcé ;
3. la discipline de marché doit également être encouragée ce qui passe par un renforcement de la diffusion des informations financières et de leur transparence.

Les piliers 1 et 3 entérinent cette nouvelle doctrine prudentielle. En effet, comme nous le verrons, le premier pilier cherche à favoriser pour les grandes banques internationales une méthode d'évaluation du risque de crédit inspirée des modèles VaR utilisés pour l'évaluation du risque de marché. Cette approche basée sur les ratings internes des banques constitue donc une extension du principe d'autocontrôle acquis lors de la réforme de 1995 pour le risque de marché. La discipline de marché quant à elle cherche à responsabiliser les créanciers non assurés des institutions financières et les actionnaires. Favoriser la discipline de marché consiste donc à créer les conditions favorables à ce que les contreparties privées de la firme financière assurent un véritable monitoring sur celle-ci et imposent des contraintes s'accroissant avec le risque pris. Ces contraintes

peuvent être un rationnement quantitatif des financements de marché ou un renchérissement de leur coût.

### **Les nouvelles options prudentielles**

En dépit du maintien d'une forte spécificité nationale dans les choix d'organisation des structures de supervision, une nouvelle doctrine prudentielle gouvernée par le pragmatisme semble se dessiner depuis le début des années quatre-vingt-dix. Celle-ci se traduit par un ensemble de principes prudentiels faisant l'objet d'un assez large consensus, même si le débat sur leurs modalités d'application reste très ouvert. Les nouvelles options prudentielles entraînent une déségmentation de la supervision, une coordination entre les superviseurs d'institutions financières différentes et de pays différents, la reconnaissance d'une coresponsabilité quant à la solvabilité des institutions financières entre superviseurs et supervisés (principe d'autocontrôle) et la volonté de contrer l'aléa moral favorisé par le principe *too big to fail* par une politique de coercition graduée [Aglietta et Scialom, 2003, 1998].

#### *L'impératif de renforcement de la coopération entre superviseurs*

Le renforcement de la coopération entre superviseurs est une question particulièrement complexe recouvrant de multiples dimensions. Il s'agit non seulement de renforcer les relations coopératives entre superviseurs d'un même type d'institutions financières mais de pays différents, mais également d'accroître la coopération entre autorités de contrôle d'institutions différentes (banques, assurances, maisons de titres) et éventuellement de pays différents. Cet objectif recouvre notamment l'instauration de règles de divulgation et de partage de l'information entre superviseurs, et la codification de leurs relations en cas de sanction d'un groupe financier transgressant la réglementation.

La coopération entre superviseurs bancaires est certainement celle qui pose le moins de problèmes car elle repose sur une longue tradition et une philosophie commune en matière

d'évaluation des risques. Le développement des conglomérats financiers impose l'extension de ce type de coopération aux autorités de surveillance des assurances et des maisons de titres. Cet impératif se justifie par les risques de contagion intragroupe, par la possibilité d'une comptabilisation multiple d'un même capital et par le risque d'exposition excessive. Le risque de contagion intragroupe est lié soit aux créances directes ou indirectes que les différentes parties du conglomérat détiennent les unes sur les autres au bilan ou hors bilan, soit au tarissement des financements de marché des différentes composantes du conglomérat suite aux difficultés financières rencontrées par l'une des entités du groupe. Par ailleurs, les différentes sociétés constitutives d'un conglomérat financier sont soumises à des exigences prudentielles différenciées. Les superviseurs sont donc confrontés à un épineux problème : déterminer si le conglomérat financier dispose d'une couverture en capital adéquate. Il est en effet possible que les différentes sociétés constitutives du conglomérat financier respectent sur une base individuelle leur ratio de capitalisation mais que le groupe soit lui sous-capitalisé. D'une part, les mêmes fonds propres peuvent être utilisés simultanément comme « amortisseurs » par différentes composantes du conglomérat. En d'autres termes, un même capital peut couvrir simultanément les exigences de fonds propres de la maison mère et d'une de ses filiales, voire éventuellement de la filiale de la filiale. D'autre part, chaque société du conglomérat financier peut respecter sa propre réglementation quant à son exposition par rapport à un groupe de clients présentant un même risque économique, alors même que la combinaison de fortes expositions par rapport à une même contrepartie dans différentes parties du groupe fragilise celui-ci.

Ainsi, les risques dont sont porteurs les conglomérats financiers sont supérieurs à la somme des risques propres à chacune de leurs composantes [Scialom, 1997]. De plus, ils constituent des structures propices à l'adoption de stratégies visant à desserrer la contrainte de contrôle imposée par les instances de supervision en jouant sur leurs défauts d'harmonisation des réglementations et leur manque de coordination et de coopération.

L'évaluation de l'adéquation du capital doit donc s'effectuer au niveau du groupe, celui-ci doit être surveillé en complément du contrôle par segment d'activité. Cet impératif implique d'organiser les relations entre les superviseurs concernés. L'option retenue, baptisée « solo plus », consiste à ajouter à la supervision individuelle des composantes du conglomérat une surveillance globale exercée par un superviseur chef de file (*lead regulator*). La directive « Conglomérats financiers » adoptée fin 2002 et qui doit s'appliquer début 2005 reprend ces grands principes. Elle s'appuie ainsi directement sur les travaux antérieurs du Joint Forum créé en 1996 qui est un forum tripartite réunissant les régulateurs de banques, d'assurances et de marchés.

#### *La reconnaissance des modèles de contrôle interne*

C'est en janvier 1996 que le comité de Bâle a émis sa première directive autorisant l'utilisation des modèles internes pour déterminer le provisionnement en capital pour risques de marché. Cet agrément est soumis à un ensemble de conditions qualitatives et quantitatives de mise en conformité de ces modèles. La validation accordée par les autorités de tutelle aux modèles d'estimation des montants exposés au risque (modèles VaR) utilisés par les banques revient à déléguer une partie des responsabilités de supervision au supervisé lui-même.

L'adoption de l'autocontrôle comme nouveau principe prudentiel modifie drastiquement le rôle du superviseur. Sa tâche essentielle consiste dès lors à contrôler la qualité de cet autocontrôle, c'est-à-dire contrôler les méthodes de contrôle (qualité des modèles utilisés), la qualité du management et le caractère adéquat des principes d'organisation interne des banques. Cette évolution est quelque peu paradoxale. En effet, la reconnaissance d'une délégation de responsabilité quant à l'évaluation de l'adéquation du capital de la banque s'accompagne d'une plus grande ingérence du superviseur dans les principes mêmes d'organisation interne aux banques. En ce domaine, les règles imposées par le régulateur visent à recréer au sein même de la firme la distinction entre contrôleur et contrôlé. Ainsi, pour les opérations de marché, une séparation stricte est

---

### La valeur exposée au risque (VaR)

Les banques possèdent un portefeuille bancaire incluant des crédits traditionnels et un portefeuille de négoce composé de titres négociables et de contrats dérivés. Ce dernier est exposé à la variation en continu des prix de marché tant au bilan que hors bilan. La valeur exposée au risque (VaR) est une mesure probabiliste de l'exposition au risque. Elle fournit une mesure de la perte potentielle maximale associée à un portefeuille de négoce donné pour une durée de détention et un intervalle de confiance déterminé. L'utilisation de ce type de méthode ne signifie pas pour autant que le risque de marché est sous contrôle, en témoignent les pertes considérables de certaines banques ou maisons de titres sur les marchés dérivés. Parmi les raisons expliquant ces erreurs d'évaluation du risque de marché, on peut évoquer les hypothèses simplificatrices utilisées dans la plupart des modèles pour formaliser les processus stochastiques sous-jacents aux caractéristiques des composants du portefeuille de négoce :

- la linéarité des rendements des éléments du portefeuille par rapport à la volatilité des rendements des marchés sous-jacents ;
- la normalité des lois de probabilité des rendements des actifs sous-jacents ;
- l'indépendance temporelle des événements aléatoires qui assure la stationnarité des lois de probabilité dans le temps.

Ces hypothèses simplificatrices sont le plus souvent contredites par les conditions même habituelles du marché. La reconnaissance des carences de la méthodologie VaR justifie aux yeux du comité de Bâle l'imposition de critères stricts de validation des modèles VaR. Ainsi, les régulateurs imposent aux banques de déterminer la valeur de détention risquée sur une base de période de détention minimale de dix jours et d'un intervalle de confiance de 99 %. De plus, le comité de Bâle propose que les résultats obtenus par la VaR soient soumis à un facteur multiplicateur réglementaire de trois, susceptible d'être accru à la discrétion du superviseur en fonction de son expertise de la qualité du modèle.

exigée entre le *front office* qui s'occupe de l'exécution des transactions et le *back office* qui les enregistre et les vérifie. Cette double structure, c'est-à-dire un dispositif de surveillance et de vérification interne strictement séparé des unités opérationnelles, doit s'imposer à tous les niveaux de la hiérarchie, y compris au niveau de la direction générale. Si de telles contraintes organisationnelles avaient existé, certains désastres financiers liés à des pertes massives sur les marchés dérivés auraient pu être évités. La faillite de la Barings en est le meilleur exemple.

---

### Le premier pilier de l'accord de Bâle II (ratio Mac Donough)

Le nouveau ratio de capitalisation devra couvrir les risques de crédit, de marché mais également le risque opérationnel. L'objectif de la réforme est de rendre la capitalisation des banques plus sensible aux risques de leurs actifs. L'accord de Bâle II ne modifie pas la définition des fonds propres, l'innovation essentielle par rapport au ratio Cooke concerne l'évaluation du risque de crédit. Avec le ratio Cooke, quatre catégories de risques correspondant à quatre pondérations (100 %, 50 %, 20 %, 0 %) déterminant le provisionnement requis en capital étaient déterminées selon la nature juridique de l'emprunteur, c'est-à-dire indépendamment de son risque spécifique. Avec le nouvel accord, les charges en capital requises seront mieux corrélées au risque de crédit des actifs de la banque. Pour cela deux méthodes sont proposées. Une méthode dite

standard dans laquelle les pondérations dépendront de la notation externe de l'emprunteur réalisée par une agence de notation et une méthode alternative basée sur les notations internes des banques. Pour adopter cette dernière méthode, les banques devront disposer d'un modèle de risque de crédit validé par les régulateurs et respectant donc un cahier des charges contraignant. Les banques assigneront à chaque emprunteur une note basée sur leur modèle de notation interne et estimeront la probabilité de défaut associée à chaque note. Les régulateurs auront pour mission de définir une fonction permettant de convertir ce vecteur de probabilités de défaut en capital minimum exigé.

Une critique essentielle avancée à l'encontre de ce nouveau ratio de capitalisation est sa procyclicité, c'est-à-dire que les charges en capital s'accroîtront avec la dégradation de la situation conjoncturelle provoquant un rationnement de l'offre de crédit qui accentuera la basse conjoncture.

La reconnaissance du principe d'autocontrôle est renforcée par le nouvel accord de Bâle qui devrait entrer en vigueur en 2006.

### *La coercition graduée*

La politique de stabilisation du système bancaire menée jusque-là définit et impose des règles de capitalisation, de diversification et de liquidité mais ne se préengage pas sur les rétorsions induites par la transgression de ces règles. La pure discrétion gouverne la réponse des autorités de tutelle. Celles-ci agissent *ex post*, en général trop tard, et souvent renflouent ou organisent le sauvetage des banques défailtantes en mobilisant



des fonds publics et en s'appuyant sur le club bancaire de la place. De telles pratiques créent d'importants effets pervers, favorisent l'aléa moral, et alimentent donc le syndrome du *too big to fail*. Le principe de la coercition graduée, très discuté aux États-Unis, vise à asseoir la crédibilité de la menace en créant une échelle de réponses graduées associées à des tranches prédéfinies de dégradation de la situation des établissements bancaires. La nouvelle doctrine prudentielle rompt avec une tradition du contrôle bancaire formalisée grâce à la théorie de l'agence dans la mesure où elle souligne que tant le niveau des superviseurs que celui des supervisés ne peuvent être pensés comme unitaires. L'apparition d'une codification des relations entre superviseurs (principe « solo plus », règles de divulgation et de partage de l'information entre contrôleurs, accroissement de leur coopération, etc.) témoigne de la formation d'un cadre de contrôle de l'action du contrôleur et donc de l'émergence d'un métaniveau de supervision. Parallèlement, les contraintes d'organisation interne imposées aux banques en échange de la reconnaissance du principe d'autocontrôle traduisent également une décomposition au cœur même de l'entreprise entre unités contrôleuses et unités contrôlées.

## VI / La banque centrale

**L**es systèmes bancaires actuels sont des systèmes hiérarchisés, la banque centrale, parfois qualifiée de « banque des banques », émet la monnaie de règlement ultime. Elle est pourtant subordonnée aux banques de second rang dans la création monétaire : la monnaie scripturale émise par les banques commerciales domine très largement d'un point de vue quantitatif. Dans la zone euro, en avril 2004, la part des dépôts à vue dans M1 représentait 85,34 %. En revanche, seule la monnaie centrale est utilisable pour les paiements interbancaires. En d'autres termes, les agents non financiers peuvent régler leurs dettes mutuelles avec de la monnaie bancaire, c'est-à-dire par le transfert d'une dette bancaire (paiement par carte bancaire, chèque ou virement). À ce niveau il y a donc multiplicité de signes monétaires. Ce type de paiement respecte le principe selon lequel nul ne peut payer avec sa propre dette. En revanche, les soldes interbancaires ne peuvent être apurés que par un paiement en monnaie centrale. L'explication de cet état de fait est simple : la dette d'une banque ne constitue pas un paiement pour une autre banque mais une simple promesse de paiement. C'est ce qui justifie que l'actif servant de moyen de règlement des soldes interbancaires doit être émis hors de la communauté des banques concurrentes. La cohérence du système est assurée par la convertibilité à un pour un de toutes les monnaies bancaires en monnaie ultime. C'est donc bien le principe hiérarchique qui garantit l'unité monétaire en dépit de la multiplicité des monnaies scripturales bancaires.

Pour comprendre pleinement la position de la banque centrale au cœur du système de paiements, son rôle de prêteur en dernier ressort et sa mission de préservation de l'ancrage nominal, il faut accepter le postulat selon lequel l'économie de marché est monétaire et que les transactions qui s'y nouent sont effectives et non virtuelles. Cette assertion qui est une évidence pour le non-économiste nécessite pour l'économiste de rompre avec la conception léguée par la théorie de l'équilibre général. En effet, pour celle-ci l'économie est réelle. Les résultats les plus essentiels sont démontrés pour une économie dépourvue de monnaie et son introduction ne change rien de fondamental puisque la monnaie est neutre à l'équilibre. La décentralisation effective des transactions n'est pas intégrable à ce corpus théorique tout comme la dimension temporelle de l'économie.

Or le rôle du système bancaire et de sa hiérarchisation ne peut se comprendre sans référence à une véritable décentralisation des échanges, à l'autonomie de décision des agents, à la possibilité de l'échec marchand qui en est la contrepartie et à l'intégration d'un temps historique.

Dans un premier temps, nous montrerons que les fonctions des banques centrales se sont historiquement forgées par l'apprentissage et sont directement issues, dans une logique évolutionnaire, du fonctionnement même du marché. Les arguments du *free banking* seront donc pris ici à contre-pied. La banque centrale sera ensuite analysée comme un rempart contre le risque systémique à travers la fonction de prêteur en dernier ressort. Enfin, la question de la préservation de l'ancrage nominal sera traitée à travers le débat sur l'indépendance de la banque centrale.

### **L'émergence des banques centrales**

La banque centrale est aujourd'hui souvent définie par son monopole d'émission de billets et perçue d'emblée comme non concurrente des banques commerciales. La banque centrale est ainsi considérée comme constitutive de la hiérarchisation du système bancaire. Sur cette base, les théoriciens de la banque libre opposent le système de *free banking* au système de

hiérarchisation bancaire sous les auspices d'une banque centrale. Cette vision duale peut être battue en brèche par l'étude du fonctionnement effectif des systèmes de banque libre. La hiérarchisation du système s'opère par un phénomène d'auto-organisation des paiements dans la communauté bancaire. La simple recherche d'efficacité dans l'organisation des paiements interbancaires met à l'œuvre des forces centralisatrices, bien avant l'avènement effectif des banques centrales.

*La hiérarchisation spontanée du système bancaire*

La théorie du *free banking* [Selgin, 1991] repose sur une sorte de principe de « sélection naturelle ». La libre concurrence doit sélectionner les organisations les plus aptes à assurer un fonctionnement harmonieux du marché. Cette conception peut être prise à son propre piège en montrant que l'évolution marchande conduit « naturellement » à la hiérarchisation du système de paiements. La création des banques centrales ne serait alors que l'aboutissement d'un processus évolutionnaire de marché.

Un système de banque libre se définit comme un système dépourvu de toute entrave légale à la concurrence des monnaies bancaires, le moyen de paiement interbancaire (historiquement, des espèces métalliques) étant complètement externe au système.

Or il est possible de montrer analytiquement et en s'appuyant sur des exemples historiques que l'évolution spontanée d'un système de banque libre, c'est-à-dire sans qu'un privilège légal soit accordé à une banque particulière ou à une chambre de compensation (monopole local ou national d'émission ou cours légal), conduit à une hiérarchisation du système bancaire [Le Maux, 1998].

Dans un système de banques libres où les banques peuvent émettre sans restrictions légales des billets convertibles au pair en monnaie métallique, la création de chambres de compensation permet de passer de compensations bilatérales à une multilatéralisation des compensations interbancaires. Il ne s'agit là que d'une innovation technique améliorant la circulation des billets et réduisant les coûts de transaction (transport, décote de courtage, etc.). La chambre de compensation peut ensuite

elle-même modeler son fonctionnement au gré des innovations de système. Ainsi, d'un simple lieu où les banquiers se rencontrent physiquement pour échanger mutuellement leurs billets respectifs, la chambre de compensation peut évoluer à l'initiative des banques participantes. Celles-ci peuvent décider de déposer leurs réserves métalliques à la chambre, d'y ouvrir en contrepartie un compte courant, la chambre émettant des certificats de dépôts attestant du montant des dépôts en espèces métalliques des banques. Ces certificats de dépôts deviennent le moyen de paiement interbancaire. Une autre innovation organisationnelle consiste à créer une chambre de compensation centralisant les encaisses métalliques en contrepartie de l'ouverture de comptes aux banques déposantes, les transferts interbancaires issus de la compensation s'effectuant par simples jeux d'écriture. Tant que la chambre de compensation n'accorde pas de crédit aux banques membres, le système reste non hiérarchisé.

Les expériences historiques montrent cependant que l'évolution du système de compensation ne s'arrête pas à ce stade. Le cas américain est à ce titre intéressant. L'expérience de *free banking* y commence en 1838 avec le *Free Banking Act* voté dans l'État de New York et s'achève avec le *National Banking Act* en 1863. Les transformations parallèles de deux systèmes de banque libre dans deux régions américaines entre 1838 et 1863 illustrent deux formes distinctes d'évolution spontanée vers la hiérarchisation bancaire : le système de la Suffolk Bank en Nouvelle-Angleterre et la chambre de compensation de New York [Le Maux, 1998].

La Suffolk Bank, créée en 1818, était à l'origine une banque ordinaire émettrice de dépôts et de billets. Elle organisa progressivement un système de compensation interbancaire avec ouverture de compte pour les banques membres. Ce dispositif améliora la circulation des billets et augmenta leur acceptabilité. Il s'étendit progressivement de Boston au Massachusetts jusqu'à l'ensemble de la Nouvelle-Angleterre. Sans détenir le moindre monopole, même local, d'émission, la Suffolk Bank créa une hiérarchisation du système en accordant aux banques membres des découverts leur permettant de faire face à des difficultés temporaires de liquidité. Ainsi, sans être formellement une

banque centrale, la chambre de compensation crée une monnaie hiérarchiquement supérieure dès lors que ses engagements au passif ne sont plus intégralement couverts par ses réserves métalliques. La Suffolk Bank sera conduite à la faillite en 1858 à la suite d'une politique de concurrence destructrice qu'elle appliqua à l'encontre d'une chambre de compensation concurrente. Cette remarque est intéressante car nous touchons là l'un des fondements de la supériorité d'un système avec banque centrale non concurrente des autres banques sur un système de hiérarchisation spontanée où une certaine confusion des fonctions concurrentielles et collectives demeure.

La première chambre de compensation de New York fut créée en 1853 par les banques de la place [Timberlake, 1984 ; Gorton, 1985]. Il s'agissait d'un arrangement coopératif entre banques rationalisant le système de paiements en multilatéralisant les règlements interbancaires. L'adhésion à cette association de banques n'était pas libre en ce sens que l'entrée dans l'association était soumise à des exigences réglementaires édictées par la chambre elle-même : adéquation du capital, exigence de réserves, soumission à des audits, etc. De nouveau, cette innovation conduisit à une hiérarchisation spontanée du système dans la mesure où cette chambre de compensation ne se contenta pas de son rôle purement technique de rationalisation des paiements. Elle émit, pendant les périodes de paniques, des *clearing house loan certificates* qui étaient utilisés par les banques connaissant des chocs de liquidité pour régler leurs positions. Ce type d'émission est assimilable à la prise en charge collective par la communauté des banques membres de la fonction de prêteur en dernier ressort.

*La supériorité d'un système hiérarchisé avec banque centrale : l'exemple américain*

Le *National Banking Act* de 1863 aux États-Unis marqua la fin légale du *free banking*. Il institua un système de banques à charte nationale et définit les modalités d'émission de billets (les *national bank notes*) de manière à unifier la qualité des signes monétaires sur l'ensemble du territoire. Cette homogénéisation était assurée par les bons du Trésor servant de garantie aux

billets. La rigidité de cette règle d'émission entraîna une inélasticité de l'offre de billets à la demande et exacerba les pénuries saisonnières de billets. Ces lois bancaires associées à l'interdiction faite aux banques de créer des succursales sur tout le territoire favorisa en réaction une organisation du système bancaire en une structure pyramidale de réserves, les soldes bancaires du pays se concentrant géographiquement dans certaines grandes villes. Cette structuration du système bancaire pré-Fed est connue sous le nom de système de correspondants bancaires. Les banques rurales maintenaient des comptes chez des agents de réserves dans une ou plusieurs villes de réserves. Ces fonds concentrés à New York et dans d'autres centres financiers (Chicago, Saint Louis, etc.) facilitaient le recouvrement des créances hors de la ville d'implantation de l'établissement. Le change du dollar dans ces villes de réserves, et surtout à New York, se pratiquait au-dessus du pair, ce qui conférait aux soldes bancaires qui y étaient localisés une valeur supérieure aux fonds maintenus sur le reste du territoire. De plus, la pratique du paiement d'intérêts sur ces soldes se développa rapidement comme technique de concurrence entre les banques de la place de New York dans la collecte de ces soldes. Ce système de correspondants bancaires était une forme de substitut à un marché national de réescompte puisque la fourniture de facilités d'emprunts interbancaires était l'un des services essentiels fournis par les banques des villes de réserves à leurs correspondants. Le reflux des soldes bancaires vers les zones rurales avait un caractère cyclique dont la périodicité était étroitement liée aux activités agricoles. Cela explique largement que presque toutes les paniques et crises financières se produisirent à l'automne, c'est-à-dire à un moment d'importants reflux des soldes vers les zones rurales.

La crise de 1907 qui favorisa la maturation du débat sur la nécessité d'une banque centrale est tout à fait symptomatique des déficiences structurelles d'un système dépourvu d'un véritable prêteur en dernier ressort. La période ayant précédé la panique proprement dite avait été marquée par une vive spéculation à la bourse de New York, alimentée par la pratique des prêts à vue accordés aux spéculateurs boursiers par les banques nationales de la place sur la base de la concentration des soldes bancaires dont elles bénéficiaient. Le facteur déclenchant la

panique fut la défaillance de la Knickerbocker Trust Company. Face à la pénurie de liquidité provoquée par les effets de contagion, la chambre de compensation de New York émit des *clearinghouse loan certificates*. Cette monnaie de substitution fut utilisée non seulement pour le règlement des soldes interbancaires mais également par le public. Son acceptabilité était fondée sur son caractère de dette jointe, c'est-à-dire sur l'engagement collectif de tous les membres de la chambre de compensation. Alors que la panique commençait à se calmer à New York, les banques du reste du pays se mirent à réclamer en masse le rapatriement de leurs soldes bancaires. Ce faisant, les tensions monétaires et financières se répercutèrent à l'ensemble du pays. En effet, si en l'absence de banque centrale les chambres de compensation régionales parvenaient à soulager la pénurie de liquidité au niveau local, aucun mécanisme n'empêchait la transmission interrégionale des tensions. Les périodes de crise financière révélaient donc avec acuité les déficiences d'un système dépourvu de prêteur en dernier ressort capable d'éviter que ne se bloquent les mécanismes de transferts de fonds interrégionaux. Ce fut l'une des motivations essentielles de la création du Système fédéral de réserve.

### **La banque centrale comme prêteur en dernier ressort**

La nécessité de créer une banque centrale pour assumer la fonction de prêteur en dernier ressort fut un argument récurrent dans le débat américain structuré autour des travaux de la *National Monetary Commission* de 1908 à 1913. Il ne s'agit pas pour autant d'une spécificité américaine. Au contraire, cette fonction constitue l'essence même de l'activité des banques centrales. Alors qu'aujourd'hui les deux grandes fonctions attribuées aux banques centrales sont la préservation de l'ancrage nominal et le prêt en dernier ressort, les premières banques centrales n'eurent véritablement à assumer que la seconde de ces fonctions, la première étant assurée par la convertibilité métallique. Comme le souligne Kindleberger [1989] : « Le prêteur en dernier ressort est une construction non de l'esprit de l'économiste mais de la pratique du marché. » Il rappelle à ce propos



que la banque d'Angleterre agissait comme prêteur en dernier ressort dès le XVIII<sup>e</sup> siècle, alors même que les règles devant gouverner l'action de ce dernier n'avaient pas été étudiées. En effet, les travaux fondateurs en ce domaine datent du XIX<sup>e</sup> siècle, bien que l'origine du terme soit généralement attribuée à sir F. Baring qui, dans ses *Observations on the Establishment of the Bank of England* datant de 1797, évoquait la Banque d'Angleterre comme le « dernier ressort » (en français dans le texte) auprès duquel les banques pouvaient obtenir de la liquidité en période de crise. En réalité, le concept ne reçut un traitement systématique et rigoureux qu'en 1802 par les écrits de Thornton, eux-mêmes prolongés par Bagehot en 1873.

En substituant de la liquidité à des actifs dévalorisés, le prêteur en dernier ressort évite les externalités négatives liées aux effets de contagion. Il permet aux emprunteurs sains de continuer à honorer leurs dettes alors qu'en cas de non-assistance en dernier ressort certains d'entre eux auraient pu être défaillants en raison de la dégradation de leurs créances ou simplement de la détérioration du climat général de confiance et de la course à la liquidité en résultant. Par le report de la contrainte de paiement que représente le prêt en dernier ressort, la banque centrale effectue un acte exorbitant du droit commun reflétant sa responsabilité par essence collective à l'égard de la stabilité du système monétaire-financier et la supériorité des informations dont elle dispose par rapport au marché du fait de sa position au cœur du système de paiement. La banque centrale fournit donc une forme d'assurance collective contre le risque de système [Aglietta, 2001] quand celui-ci n'a pu être contenu en amont par le dispositif prudentiel (*cf.* chapitre IV). Le prêt en dernier ressort peut revêtir une double dimension : macroéconomique quand il agit sur la liquidité globale de l'économie comme ce fut le cas lors du krach d'octobre 1987, ou microéconomique lorsqu'il porte assistance à une banque en position d'illiquidité. Dans ce dernier cas, le risque systémique est endigué par une action sur le ou les maillons faibles du système financier.

Les principes guidant l'action du prêteur en dernier ressort ne sont pas immuables, ils s'adaptent aux modifications des structures financières. Ainsi, la doctrine classique du prêteur en dernier ressort [Humphrey, 1975, 1989], telle qu'elle fut

façonnée par Thornton et Bagehot, est aujourd'hui battue en brèche dans certains de ses préceptes par le mouvement de globalisation financière et la création d'un « filet de sécurité » agissant en amont. Si les règles gouvernant l'action du prêteur en dernier ressort se modifient dans le temps, en revanche, la question fondamentale à laquelle ces principes répondent reste la même : comment stabiliser le système financier aujourd'hui sans accroître demain l'aléa moral inhérent à toute forme d'assurance ?

*La doctrine classique du prêteur en dernier ressort*

Le concept classique du prêteur en dernier ressort peut se décomposer en un ensemble de préceptes élaborés par Thornton et Bagehot au XIX<sup>e</sup> siècle [Humphrey, 1975] :

— L'assistance du prêteur en dernier ressort ne doit pas entrer en conflit avec la politique monétaire. Thornton fut le premier à souligner la possibilité d'un tel conflit entre la responsabilité de la banque centrale quant à la progression de la composante papier du stock de monnaie et sa responsabilité de prêteur en dernier ressort. Les économistes contemporains sont restés préoccupés par ce dilemme potentiel jusqu'aux années quatre-vingt. Le régime de basse inflation actuel a fait perdre de son intérêt à cette question.

— L'assistance doit être rapide et temporaire. La vitesse de réaction reste un gage d'efficacité. Le caractère transitoire de l'intervention traduit le fait que le prêt en dernier ressort ne doit pas laisser de trace durable dans la structure des bilans bancaires.

— Le prêteur en dernier ressort doit prévenir à la fois les paniques affectant les banques individuelles et le système global tout en laissant les banques insolubles faire faillite. Sa responsabilité est à l'égard du système financier dans son ensemble et non d'institutions individuelles. Ce faisant, la distinction entre institutions bancaires illiquides et insolubles est fondamentale pour contrer l'aléa moral. Le prêteur en dernier ressort doit donc prêter sans limitation quantitative à tous les emprunteurs solvables durant la crise et laisser les autres faire faillite ou être rachetés.

— Le prêt en dernier ressort doit s'opérer contre des collatéraux estimés à leur valeur économique normale. Ce précepte signifie que la qualité des emprunteurs et donc la partition entre situations d'illiquidité et d'insolvabilité sont jugées à partir de la qualité des actifs pouvant être mobilisés pour le prêt ; ces collatéraux n'étant pas estimés à leur valeur de marché lors de la crise mais à leur valeur d'avant crise. Ce principe a le mérite de souligner l'importance des règles utilisées pour valoriser les actifs et les passifs d'une banque lors de l'évaluation de sa solvabilité. Une telle disposition pose néanmoins un réel problème, en ce sens que la valeur d'avant la crise peut être une valeur spéculative et non une référence adéquate. La question de la détermination de la valeur nette d'une banque et des règles nécessairement conventionnelles de valorisation des créances et des engagements reste largement ouverte. Elle s'inscrit dans le vif débat actuel sur l'extension de la comptabilité à la valeur de marché au détriment de la comptabilisation à la valeur historique.

— Le prêteur en dernier ressort doit imposer un taux pénalisateur à tous ses prêts. On retrouve ici la fameuse règle de Bagehot : « prêter librement à des taux élevés ». Ces taux pénalisateurs visent à limiter l'aléa moral. Ils ont pour fonction d'encourager un remboursement rapide des prêts et d'inciter les banques à préalablement épuiser toutes les autres sources de liquidité. Ils constituent par ailleurs une sorte de prime pour la banque centrale, couvrant les pertes éventuelles qu'elle peut subir en acceptant des collatéraux à une valeur supérieure à celle du marché.

— Le prêteur en dernier ressort ne doit pas seulement fournir de la liquidité ultime en période de crise, il doit également s'engager *ex ante* vis-à-vis du marché sur les conditions d'octroi de son assistance afin de contrecarrer les paniques futures et les effets de propagation. Ce précepte s'oppose à la pratique actuelle où les banques centrales, pour ne pas éroder la discipline de marché et donc pour limiter l'aléa moral, pratiquent une politique d'ambiguïté quant à leurs actions en dernier ressort.

*Le prêteur en dernier ressort aujourd'hui*

La doctrine classique du prêteur en dernier ressort a été élaborée au cours d'une période de finance concurrentielle et d'intégration financière croissante qui a culminé sous l'étalon-or classique de 1880 à 1913. La phase qui s'est ouverte dans l'entre-deux-guerres fut au contraire marquée par des réglementations cloisonnant le système financier, limitant la concurrence entre intermédiaires financiers et assurant aux banques une profitabilité supérieure à celle dégagée par d'autres secteurs industriels. Ce nouvel environnement rendit les interventions en dernier ressort exceptionnelles. Les économistes et les responsables de politique économique s'intéressèrent alors à l'action des banques centrales de manière tronquée et concentrant leur attention sur la politique monétaire. Le retour progressif à une finance libéralisée à partir des années soixante-dix et l'instabilité financière et bancaire croissante qui l'accompagna suscitérent un regain d'intérêt pour la fonction de prêteur en dernier ressort. Pour autant, certains préceptes de la doctrine classique semblaient avoir perdu une partie de leur pertinence. Cela se justifie par le développement de la supervision et plus généralement de la politique prudentielle, et par la création de systèmes d'assurance dépôts. La supervision bancaire permet maintenant de fonder un diagnostic informé sur la solvabilité des banques, rendant obsolètes les moyens indirects de discrimination prônés par Bagehot, notamment les taux pénalisateurs appliqués à des collatéraux éligibles à leur valeur d'avant crise. Par ailleurs, l'objectif essentiel du prêteur en dernier ressort selon la doctrine classique est de prévenir les paniques en ce qu'elles peuvent induire une contraction de la masse monétaire et *in fine* de l'activité réelle. L'assurance dépôts a modifié la forme des ruées, on assiste maintenant à des fuites vers la qualité. Les paniques bancaires modernes se traduisent par une réallocation de fonds des banques les plus faibles vers les banques les plus solides, sans nécessairement affecter l'offre globale de monnaie. Le problème essentiel concerne alors la fraction des dépôts non couverts qui recouvre des positions croisées interbancaires. La question qui préoccupe la banque centrale est donc davantage liée à la fragilisation du système qu'à la contraction directe de l'offre de

monnaie. Ces nouvelles formes de paniques bancaires n'atténuent pas pour autant les effets dévastateurs et les coûts sociaux qui y sont associés, mais créent un décalage entre la conception classique de l'intervention en dernier ressort et les pratiques actuelles. En effet, la responsabilité du prêteur en dernier ressort est désormais davantage tournée vers la perpétuation du système de paiement que vers l'éventualité d'une contraction de l'offre globale de monnaie. Cet état de fait explique les dérives avérées dans son action et la violation du précepte de non-prêt à des banques insolvables. Quand l'importance des positions interbancaires sur la banque à problème fait craindre un processus de contagion et d'affaiblissement général de la confiance dans le système bancaire, le prêt en dernier ressort semble guidé par le principe *too big to fail*. Celui-ci est fortement générateur d'aléa moral. L'exemple du sauvetage de la Continental Illinois en 1984 est un cas d'école de cette transgression de la doctrine classique.

### **La préservation de l'ancrage nominal**

Les années soixante-dix ont sonné le glas de l'ère keynésienne et vu l'émergence d'une nouvelle doctrine économique affirmant le primat de la lutte contre l'inflation. Les effets pervers de l'inflation fortement atténués par la croissance soutenue qui caractérisa la période fordiste se manifestèrent avec force avec l'affaiblissement du *trend* de croissance. En effet, les agents ne sont pas égaux face à l'inflation, la capacité à acquérir l'information pertinente sur l'inflation à venir est différenciée selon les groupes d'agents ainsi que leurs capacités à se prémunir de ses effets réels en augmentant leurs prix ou revenus. Les groupes d'agents, salariés et employeurs, créanciers et débiteurs, sont donc rivaux dans le processus inflationniste. La recherche d'une préservation voire d'une hausse du pouvoir d'achat de leurs revenus crée une déformation de la structure de prix relatifs. Les prix relatifs n'évoluent alors plus en fonction des productivités mais en fonction des anticipations d'évolution des prix futurs et du pouvoir relatif des différents groupes économiques d'indexer leurs revenus sur ces anticipations qui peuvent être fausses. Dès

lors qu'il existe ainsi une multiplicité de règles d'indexation, l'inflation brouille le processus d'allocation des revenus, phénomène perceptible à travers une déformation des prix relatifs déconnectée de l'évolution des fondamentaux. Dans une telle configuration l'inflation n'est plus neutre, son niveau importe car les gains et pertes potentiels en termes réels résultant d'une mauvaise anticipation augmentent avec le niveau de l'inflation. Une telle analyse de l'inflation permet de spécifier le concept de stabilité des prix qui apparaît dans le mandat de la plupart des banques centrales. En effet, les banques centrales sont tenues de préserver la stabilité des prix sans qu'il soit précisé l'indice de prix à stabiliser (prix à la consommation, à la production, etc.) ni si le terme de stabilisation signifie que l'on recherche un taux d'inflation proche de zéro ou simplement une faible variabilité du taux d'inflation autour d'un *trend* considéré comme acceptable. De fait, la stabilité des prix doit être assimilée à une plage d'inflation rampante dans laquelle les agents se comportent comme si les prix n'augmentaient pas et n'adoptent donc pas de comportements pervers créateurs de variations indues des prix relatifs. Les valeurs nominales retrouvent donc leur signification et leur transparence. On dira qu'il y a stabilité des prix quand les prix augmentent suffisamment lentement pour que les agents raisonnent en terme nominal. Tel est bien l'avis d'Alan Greenspan quand il affirme que le niveau optimal de l'inflation est celui où les agents cessent de considérer l'inflation dans leurs décisions économiques. Cet ancrage nominal conforte la confiance dans la monnaie, confiance qui n'est jamais totalement acquise puisque la monnaie peut faire l'objet d'un rejet collectif justement dans les périodes d'hyperinflation. Ces épisodes historiques soulignent avec force, par une démonstration *a contrario*, le rôle de lien social joué par la monnaie. La fuite devant la monnaie qui caractérise l'hyperinflation s'accompagne toujours d'une désorganisation et d'une dégradation profondes des relations économiques et sociales.

*De l'automatisme des règles de politique monétaire  
à l'indépendance de la banque centrale*

Les monétaristes firent de la lutte contre l'inflation leur cheval de bataille. Leur combat trouva un écho très favorable dans les milieux gouvernementaux dès le milieu des années soixante-dix. Cette audience croissante se traduisit par la généralisation de l'adoption de normes de variation d'agrégat monétaire comme objectif intermédiaire de la politique monétaire dans les pays occidentaux (en 1974 en RFA, 1975 aux États-Unis, Italie et Canada, 1976 au Royaume-Uni, 1977 en France). Mais il fallut attendre octobre 1979 et l'arrivée de Paul Volker à la présidence du Système fédéral de réserve pour qu'une véritable politique monétariste caractérisée par l'automatisme et le strict contrôle de la base monétaire soit effectivement mise en application. Le paradoxe de cette expérience fut qu'elle suscita en réaction une telle modification du système et des produits financiers qu'elle créa les conditions de sa propre perte d'efficacité. En effet, la hausse des taux d'intérêt réels que cette politique suscita couplée à l'accroissement considérable de leur volatilité eut pour effet majeur d'accélérer le processus d'innovation financière et de créer en conséquence une perte de représentativité des agrégats monétaires. Les agrégats sous-représentaient la réalité monétaire et donc la capacité de dépense globale de la nation. Ainsi que le rappelle Kaldor [1985], cette expérience donna raison vingt ans après au rapport Radcliffe qui, dès la fin des années cinquante, avait affirmé l'inefficacité d'une politique monétaire centrée sur des objectifs intermédiaires quantitatifs en raison de l'instabilité des comportements financiers à l'égard de la liquidité. La définition légale des actifs considérés comme monétaires est nécessairement conventionnelle dans la mesure où la qualité « monétaire » des actifs résulte des pratiques. Cette assertion est confirmée par les multiples révisions du contenu des agrégats monétaires que durent mettre en œuvre pratiquement tous les pays.

L'expérience monétariste américaine tourna court. Une double raison explique cet échec : d'une part, le coût social imposé par la rigidité de cette politique de désinflation fut perçu comme inacceptable, 1982 fut une année de récession aux

États-Unis ; et, d'autre part, cette politique eut pour conséquence une fragilisation du système bancaire international dont on prit pleinement conscience avec la crise de l'endettement de 1982. Les monétaristes ont donc échoué sur la méthode permettant d'atteindre leur objectif de stabilité des prix mais ils ont réussi à ancrer durablement cet objectif dans les priorités de politiques économiques. Cette priorité s'est traduite sur le plan académique par un foisonnement de travaux sur la crédibilité de la politique monétaire. Le point de départ de ces travaux tient à l'existence de cycles électoraux générateurs d'incitation à la création d'une inflation non anticipée. Bien que ses effets ne soient que transitoires et porteurs de coûts macroéconomiques dès que l'on s'éloigne du très court terme, l'inflation surprise est censée présenter des attraits certains en termes de réélection. Notamment parce qu'elle stimule temporairement l'activité économique en faisant passer le niveau de production et d'emploi au-dessus de leurs niveaux d'équilibre. Ce faisant, les autorités monétaires dépendantes du gouvernement sont censées avoir toujours intérêt à annoncer un objectif d'inflation faible et à pratiquer *ex post* une inflation surprise. Il y a inconséquence temporelle. Dans ce cadre analytique, l'indépendance de la banque centrale est présentée comme permettant de résoudre ce problème de crédibilité. Les premiers travaux des économistes en ce domaine se sont révélés particulièrement réducteurs. Ainsi, Rogoff [1985] assimile l'indépendance de la banque centrale au conservatisme du banquier central qui la dirige. Celui-ci doit avoir des préférences biaisées dans le sens d'une politique monétaire restrictive par rapport aux préférences de la société auxquelles le gouvernement s'efforce de se conformer. Une banque centrale indépendante est donc simplement définie comme donnant plus de poids à la stabilisation de l'inflation relativement à la stabilisation du chômage que ne le fait la société. La banque centrale est alors présentée comme indépendante tant sur les objectifs qu'elle se fixe que sur les instruments qu'elle mobilise pour les atteindre. Des travaux théoriques plus récents [Walsh, 1995 ; Bernanke et Mishkin, 1997] conçoivent l'indépendance comme simplement instrumentale. La relation entre le gouvernement qui représente la société et qui détermine les objectifs finals de la politique monétaire et la



banque centrale qui doit mener la politique monétaire dans l'intérêt du gouvernement est ici traitée dans le cadre de l'approche principal-agent. Il s'agit alors de déterminer un contrat optimal incitant l'agent à se conformer aux objectifs du principal. La banque centrale est donc soumise à une « discrétion contrainte ».

#### *Le ciblage d'inflation*

La stratégie de ciblage d'inflation s'inscrit dans cette nouvelle conception de la politique monétaire. Elle constitue un cadre et non une règle de politique monétaire et apparaît comme une alternative aux politiques d'objectifs intermédiaires (agrégats ou taux de change). Les premières expériences de ciblage d'inflation se sont développées dans les années quatre-vingt-dix et se sont depuis généralisées sous différentes formes dans de nombreux pays industrialisés comme la Nouvelle-Zélande, le Canada, le Royaume-Uni, la Suède, la Finlande, l'Australie, ainsi que dans un nombre croissant de pays émergents : Corée, Pologne, République tchèque, Hongrie, Chili, Brésil, Mexique Thaïlande, etc.

Le ciblage d'inflation se caractérise par l'annonce publique d'objectifs quantitatifs officiels pour le taux d'inflation sur des horizons temporels plus ou moins longs. La cible d'inflation donne un ancrage nominal à la politique monétaire et focalise les anticipations des marchés financiers. L'annonce d'une cible d'inflation est beaucoup plus lisible qu'une cible d'agrégat car elle a une signification directe pour les plans des agents. Or plus l'ancrage nominal est compréhensible et lisible par le public, mieux il joue son rôle de point focal sur lequel se coordonnent les anticipations des agents privés quant à l'évolution des grandeurs nominales. C'est pourquoi la communication avec le public est au cœur de la politique de ciblage d'inflation.

Le ciblage d'inflation n'est pas une règle de politique monétaire car au niveau technique il ne fournit aucune instruction opératoire, mécanique et simple à la banque centrale sur ce qu'elle doit faire. Mais la discrétion des autorités monétaires est contrainte par le cadre institutionnel du ciblage d'inflation. Celui-ci permet donc de dépasser le débat stérile règle *versus* discrétion dont on attribue généralement la paternité à l'école de

Chicago dans les années trente mais dont les racines remontent bien plus loin dans l'opposition entre la *banking school* et la *currency school*. Les défenseurs de la règle monétaire et donc d'une certaine automaticité de la politique monétaire mettent en avant la discipline et la crédibilité qu'elle génère. Ses opposants soulignent au contraire les coûts qui lui sont inhérents. L'étalon-or, la règle de Friedman ou les *currency board* constituent les règles monétaires les plus connues. À l'inverse, la discrétion désigne des politiques dépourvues d'engagement public sur les objectifs et les actions futurs. La politique monétaire s'ajustant au gré des évolutions conjoncturelles. Les avantages de la discrétion sont évidemment la flexibilité et la réactivité, ses inconvénients tiennent à ce qu'elle mine la discipline, elle ne fournit pas d'ancrage véritable aux anticipations des agents privés et augmente le biais inflationniste. Cette dichotomie règle VS discrétion qui a longtemps structuré le débat théorique sur la politique monétaire est empreinte de simplisme et témoigne d'une méconnaissance de la réalité de l'action des banques centrales. En pratique, tous les régimes monétaires sont à des degrés divers discrétionnaires. Même l'étalon-or permettait une dose modérée de discrétion pour les pays qui avaient des réserves importantes et dans les périodes d'exception où pouvaient être activées des clauses de suspension. À l'opposé, si la discrétion est trop forte, elle peut conduire à des changements nocifs d'orientation de la politique monétaire sous l'influence des intérêts électoraux des gouvernements. La discrétion peut également s'inscrire dans un cadre précis dans lequel les objectifs généraux de la politique monétaire et les tactiques — mais pas les actions spécifiques — sont prédéfinis. Le ciblage d'inflation offre un tel cadre de discrétion contrainte [Bernanke *et al.*, 1999].

Ce régime monétaire présente deux avantages essentiels : l'amélioration de la communication avec le public et l'imposition d'une discipline à la banque centrale en l'obligeant à rendre des comptes sur son action. Ce faisant, les politiques de ciblage d'inflation mettent les questions de transparence et de communication des banques centrales au cœur du régime monétaire. La communication des banques centrales est forcée d'être beaucoup plus active en mobilisant divers supports : plus grande ouverture à la presse et aux médias, diffusion de brochures et rapports

accessibles au public, publication régulière des prévisions des autorités monétaires, auditions devant les parlementaires, etc. Cet accent mis sur la transparence et la responsabilisation (*accountability*) des banques centrales traduit un alignement de leurs pratiques sur les principes démocratiques.

#### *Indépendance et légitimité de la monnaie*

La manière dont les économistes traitent théoriquement de l'indépendance de la banque centrale a évolué mais demeure tout à fait restrictive. La question de l'indépendance de la banque centrale ne se résume pas à un problème de crédibilité de la politique monétaire, elle renvoie également à la légitimation de la monnaie par l'extériorité apparente qu'elle confère à l'institut d'émission par rapport aux conflits politiques et à la sphère privée. Cette notion d'indépendance est totalement étrangère aux législations instaurant les premières banques centrales. Bagehot affirme d'ailleurs que la législation imposant la Banque d'Angleterre comme banque centrale fut une récompense pour son rôle actif dans la fourniture de financement au gouvernement dans des conditions particulièrement avantageuses. Ainsi, au XIX<sup>e</sup> siècle la légitimité des règles monétaires ne reposait pas sur un principe d'indépendance mais sur la convertibilité métallique qui permettait de pallier le manque de confiance dans la monnaie papier. Goodhart [1988] affirme que l'émergence des banques centrales au « vrai » sens du terme résulta de l'abandon de pratiques de firme bancaire, c'est-à-dire de maximisation de profit. Cette construction d'une rationalité collective ne se limitant pas à la recherche du profit marque une première extériorisation des banques centrales à l'égard de la sphère privée. Certaines banques centrales créées tardivement furent désignées dès le début comme non concurrentes des autres banques. Ce fut le cas notamment du Système fédéral de réserve américain en 1913, de la Banque nationale suisse en 1905 et même de la Reichbank en 1875. Ce n'est qu'à partir des années trente que l'usage s'impose d'inclure dans les lois des banques centrales une clause définissant leur mandat, c'est-à-dire à une époque où l'abandon de la convertibilité métallique apparaît irréversible après d'infructueuses tentatives de retour à

celle-ci. Ce mandat traduit la responsabilité de l'institut d'émission à l'égard de la collectivité dans son ensemble et non d'un groupe d'intérêts particuliers. Il s'agit d'une seconde étape dans le processus d'extériorisation de la banque centrale. Le principe d'indépendance peut alors s'analyser comme une autre phase de ce mouvement qui fait suite à un long intermède (l'ère keynésienne) au cours duquel la monnaie fut repolitisée et rabattue sur son rôle instrumental de soutien aux objectifs économiques et sociaux des gouvernements. Cette instrumentalisation de la monnaie fut rendue possible par l'avènement d'une doctrine économique considérant comme légitimes les contrôles aux mouvements de capitaux et marquant donc un coup d'arrêt à l'intégration financière internationale qui prévalait sous l'étalon-or. L'effondrement du système de Bretton Woods et la phase d'internationalisation de la finance qui s'amorça alors rendirent nécessaire une nouvelle forme de légitimation de la monnaie. Un parallèle peut ici être fait entre le droit légitime de l'État à dire le droit et le droit à battre monnaie [Scialom, 1991]. En effet, la légitimité du droit tient à ce que chacun pense qu'il s'applique de manière indifférenciée à tous les membres de la collectivité. La conviction que personne n'est au-dessus du droit est vecteur de cohésion sociale dans les sociétés démocratiques. La légitimité de l'État comme garant de l'intérêt général nécessite l'existence de garde-fous apparents à l'État partisan, c'est-à-dire à l'État utilisant ses pouvoirs régaliens, notamment celui de dire le droit, au profit d'un groupe particulier d'agents et au détriment d'un autre. La Cour suprême américaine constitue un tel contrepoids. Le rôle de l'indépendance des banques centrales dans le processus de renforcement de la confiance dans la monnaie relève de la même logique. L'aspect fondamental réside dans la création d'une distance irréductible et apparente entre la manifestation de l'intérêt individuel et la réalisation de l'intérêt collectif. La visibilité de cette extériorité de la banque centrale par rapport aux conflits de la sphère privée et politique est finalement beaucoup plus importante que sa réalisation de fait comme source de légitimité de la monnaie. C'est l'indépendance *de jure*, c'est-à-dire celle qui est définie par un ensemble de règles formelles établissant les modalités de nomination, la composition des organes dirigeants et la durée des mandats de

leurs membres ainsi que l'interdiction du financement des déficits publics, qui est source de légitimité. Mais ce dispositif formel ne suffit pas à juger de l'indépendance effective des banques centrales. L'indépendance ne peut être que relative et conçue dans l'interdépendance et la responsabilité vis-à-vis des instances représentatives. D'où l'importance de l'indépendance *de facto* qui recouvre un ensemble de procédures et de contacts quelquefois informels entre les autorités politiques et la banque centrale, et conditionne ainsi la qualité du *policy mix*.

Le principe d'indépendance des banques centrales étant une forme institutionnelle historiquement circonscrite de légitimation de la monnaie dans un environnement de finance libéralisée, le mandat de préservation de la stabilité de la monnaie ne doit pas se limiter à la défense de l'ancrage nominal. En effet, l'inflation n'est qu'un des facteurs d'altération de la confiance dans la monnaie, le risque systémique représente un autre risque majeur d'érosion de cette confiance. Une banque centrale indépendante doit donc éviter ces deux écueils et assumer activement son rôle de prêteur en dernier ressort. Cette remarque vaut tout spécialement pour la banque centrale européenne dont les statuts négligent de lui attribuer la fonction de prêteur en dernier ressort.

## Conclusion

La finance bancaire articulée sur la collecte de dépôts et l'octroi de crédits est aujourd'hui très fortement concurrencée par la finance de transaction investie par les investisseurs institutionnels. Alors que l'intermédiation bancaire traditionnelle est centrée sur le contrôle de la solvabilité des débiteurs individuels, l'intermédiation par portefeuille ne s'intéresse qu'au rendement de l'entreprise. Elle traite une information statistique et publique plutôt qu'une information privée et sur mesure, et utilise la diversification des placements comme protection contre les risques plutôt que le contrôle de ces risques au niveau microéconomique. La logique de ces deux formes d'intermédiation est donc radicalement différente et le fait que l'intermédiation de marché des investisseurs institutionnels ait une place tout à fait prépondérante dans la finance globalisée crée une contrainte considérable sur les banques. La contrainte de rentabilité financière (rendement sur fonds propres : ROE) qu'exigent les investisseurs institutionnels s'impose de plus en plus aux banques. Cette logique financière prévaut déjà pour les banques anglo-saxonnes soumises à l'objectif de rentabilité des fonds propres, ce qui, évidemment, banalise leur activité. Il est clair que, sous la pression concurrentielle des investisseurs institutionnels, les banques doivent opérer une véritable mutation structurelle, une sorte de révolution comportementale. Les restructurations du bilan des banques ainsi que l'épidémie de crises bancaires dans le monde depuis les années quatre-vingt-dix doivent se comprendre à l'aune de ces évolutions.

Est-ce pour autant la fin annoncée de la banque de détail ? Le remodelage actuel de l'industrie bancaire mondiale *via* les opérations massives de fusion-acquisition en modifiant l'actionnariat des banques notamment par une entrée en force des investisseurs institutionnels sonne-t-il le glas de l'intermédiation bancaire traditionnelle ? Quelles que soient les réponses à ces questions, il est clair que les évolutions récentes dans la finance interrogent l'économiste sur le bien-fondé du maintien de l'économie bancaire comme spécialité autonome.

## Repères bibliographiques

- AGLIETTA M., *Macroéconomie financière*, La Découverte, coll. « Repères », 2001, 3<sup>e</sup> édition.
- AGLIETTA M. et SCIALOM L., « Vers une nouvelle doctrine prudentielle », *Revue d'économie financière*, n° 48, juillet 1998.
- , « The Challenge of European Integration for Prudential Policy », *Special Paper*, n° 152, *Financial Market Group, London School of Economics*, septembre 2003, <http://fmg.lse.ac.uk>
- AKERLOF G., « The Market for Lemons : Quality Uncertainty and Price Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, août 1970.
- AVOUYI-DOVI S. et BOUTILLIER M., « Une introduction à l'étude de la rentabilité des établissements de crédit en France », *Revue d'économie financière*, n° 39, février 1997.
- BAGEHOT W., *Lombart street*, Paul Trench, Truber & Co, 1873, édition 1984.
- BHATTACHARIA S., BOOT A. et THAKOR A. (éd.), *Credit, Intermediation and the Macroeconomy. Readings and Perspectives in a Modern Finance Theory*, Oxford University Press, 2004.
- BAUMOL W., PANZAR J.C., WILLIG R., *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, Harcourt Brace, 1982.
- BENSTON G. et KAUFMAN G., « Deposit Insurance Reform in the FDIC Improvement Act : The Experience to Date », *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, 2<sup>e</sup> trimestre 1998.
- BERGER A., DEMSETZ R. et STRAHAN P., « The Consolidation of the Financial Services Industry : Causes, Consequences and Implications for the Future », *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, 1999.
- BERNANKE et GERTLER, « Financial Fragility and Economic Performance », *Quarterly Journal of*



- Economics*, vol. 105, février 1990.
- , « Banking in general equilibrium », *NBER Working Paper*, n° 1674, 1985.
- BERNANKE B. et MISHKIN K., « Inflation Targeting : a New Framework for Monetary Policy », *NBER Working Paper*, n° 5893, janvier 1997.
- BERNANKE B., LAUBACH T., MISHKIN F. et POSEN A., *Inflation Targeting, Lessons from International Experience*, Princeton University Press, 1999.
- BISIGNANO J., *Towards an Understanding of the Changing Structure of Financial Intermediation : an Evolutionary Theory of Institutional Survival*, BRI, mai 1997.
- BLINDER A. *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1999, 2<sup>e</sup> édition.
- BOUTILLIER M., PANSARD F. et QUERON A., « La contribution des activités non traditionnelles au revenu des banques européennes », *Épargne et financement*, n° 12, février 2003.
- BRI, *The Supervision of Financial Conglomerates*, juillet 1995.
- BRI, *Vue d'ensemble du nouvel accord de Bâle sur les fonds propres*, avril 2003.
- BROSSARD O., « L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude de la liquidité au fondement du cycle ? », *Revue économique*, vol. 49, n° 2, mars 1998.
- CAHUC P., *La Nouvelle Microéconomie*, La Découverte, coll. « Repères », 1998.
- CARTELIER J., *La Monnaie*, Flammarion, coll. « Dominos », 1996.
- CHIAPPORI P. A. et YANELLE M. O., « Le risque bancaire : un aperçu théorique », *Revue d'économie financière*, n° 37, été 1996.
- CHIAPPORI P. A., PEREZ-CASTILLO D., VERDIER T., « Concurrence dans le secteur bancaire : localisation, subventions croisées et non rémunération des dépôts », *Cahiers économiques et monétaires de la banque de France*, n° 40, 1992.
- CHEVALIER-FARAT T., « Pourquoi les banques ? », *Revue d'économie politique*, 102 (5), sept-oct. 1992.
- CHRISTIANSEN H., « Electronic Finance : Economics and Institutional Factors », *OCDE, Financial Division Affairs, Occasional Paper*, 2001, n° 2.
- COMMISSION BANCAIRE, *Rapport annuel pour l'année 2002*, 2003.
- DAVIS P., « Institutional Investors Financial Market Efficiency and Financial Stability », *European Investment Bank Conference Entitled : Europe's Changing Financial Landscape*, Luxembourg, janvier 2003.
- DEMIRGUC-KUNT A. et KANE E., « Deposit Insurance around the Globe : Where does it Work ? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, n° 2, été 2002.
- DE NICOLO G., BARTHOLOMEW P., ZAMAN J. et ZEPHIRIN M., « Bank Consolidation, Internationalization and Conglomeration : Trends and Implications for Financial Risk », *IMF Working Paper*, WP/03/158, juillet 2003.

- DIAMOND D. et DYBVIK P., « Bank Run, Deposit Insurance and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, 1983.
- DIAMOND D., « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, 51, 1984.
- DIETSCH M., « Quel modèle de concurrence dans l'industrie bancaire ? », *Revue économique*, vol. 43, n° 2, mars 1992.
- DIETSCH M., « Les surcapacités bancaires en France », *Revue d'économie financière*, n° 27, hiver 1993.
- DOW S., « Why the Banking System should be Regulated », *The Economic Journal*, 106, mai 1996.
- EDWARDS F. et MISHKIN F., « The Decline of Traditional Banking : Implications for Financial Stability and Regulatory Policy », *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, juillet 1995.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, « E.U. Banking Sector Stability », février 2003.
- FLANNERY M., « The Faces of "Market Discipline" », *Journal of Financial Services Research*, vol. 20, n° 2-3, oct.-déc. 2001.
- FREIXAS X. et ROCHET J.C., « Microeconomics of Banking », MIT Press, 1997.
- GABSZEWICZ J., *La Concurrence imparfaite*, La Découverte, coll. « Repères », 2003.
- GERTLER M. et GILCHRIST S., « The Role of the Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism : Arguments and Evidence », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 95, 1993.
- GOODHART C., *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, 1988.
- GOODHART C., HARTMANN P., LLEWELLYN D., ROJAS-SUARES L. et WEISBROD S., *Financial Regulation Why, how and where now?* Routledge, 1998.
- GORTON G., « Clearinghouses and the Origin of Central Banking in the United States », *Journal of Economic History*, vol. XLV, n° 2, juin 1985.
- GORTON G., WINTON A., *Financial Intermediation*, Wharton School, Financial Institution Center, mars 2002.
- GROUPE DES DIX, *Report on Consolidation of the Financial Sector*, BRI, 2001.
- GUERRIEN B., *Dictionnaire d'analyse économique*, La Découverte, coll. « Repères », Paris, 2002.
- GUILLE M., « Savoir bancaire spécifique, marché du crédit et intermédiation financière », *Économie appliquée*, tome XLVI, n° 4, 1994.
- GURLEY J. et SHAW E., *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, 1960.
- GUTTENTAG J. M. et HERRING R. J., « Disaster Myopia in International Banking », *Essays in International Finance*, n° 164, septembre 1986.
- , « Emergency Liquidity Assistance for International Banks », in PORTES R. et SWOBODA A. K (éd.), *Threats to international financial stability*, CEPR,

- Cambridge University Press, 1987.
- HELLWIG M., « Asymmetric Information, Financial Markets, and Financial Institutions », *European Economic Review*, 33, 1989.
- , « Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance », in GIOVANNINI A. et MAYER C., *European Financial Integration*, CEPR, Cambridge University Press, 1991.
- HERRING R. J., « The Collapse of BCCI : Implications for the Supervision of International Banks », in KAUFMAN G. G. (éd.), *Reforming Financial Institutions and Markets in the US*, Kluwer Academic Publishers, 1994.
- , « International Financial Conglomerates : Implications for Bank Insolvency Regimes », Wharton School, University of Pennsylvania, juillet 2003.
- HUMPHREY T. M., « The Classical Concept of the Lender of Last Resort », *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Richmond*, vol. 61, janvier-février, 1975.
- , « Lender of Last Resort : the Concept in History », *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Richmond*, mars-avril 1989.
- JACKLIN C. et BHATTACHARYA S., « Distinguishing Panics and Information Based Bank Runs : Welfare and Policy Implications », *Journal of Political Economy*, 96 (3), 1988.
- JENSEN M. et MECKLING W., « Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 1976.
- JOINT FORUM, *Risk management practices and regulatory capital*, BIS, novembre 2001.
- KALDOR N., *Le Fléau du monétarisme*, Economica, 1985.
- KEYNES J. M., « Alternative Theories of the Rate on Interest », *Economic Journal*, juin 1937.
- , « The ex-ante Theory of the Rate of Interest », *Economic Journal*, décembre 1937.
- , « Comments on D.H. Robertson's "Mr Keynes" finance », *Economic Journal*, 1938.
- , « The Process of Capital Formation », *Economic Journal*, 1939.
- KINDLEBERGER C., *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books, Inc. New York, 1989.
- KUPIEC P. H. et O'BRIEN J. M., « A Pre-commitment Approach to Capital Requirements for Market Risk », *Finance and Economics Discussion Series*, n° 95-34, Federal Reserve Board, Washington D.C., juillet 1995.
- LAMBERT T., LE CACHEUX J. et MAHUET A., « L'épidémie de crises bancaires dans les pays de l'OCDE », *Revue de l'OFCE*, n° 61, avril 1997.
- LELAND H. et PYLE D., « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, 32 (2), mai.
- LE MAUX L., *La Banque libre : théorie, expériences et débats*, thèse de doctorat, Nanterre, novembre 1998.

- LEWIS M.K., « Modern Banking in Theory and Practice », *Revue économique*, vol. 43, n° 2, mars 1992.
- LINDGREN C., GARCIA G., SAAL M., *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, IMF, 1996.
- MARINI F., « Les fondements micro-économiques du concept de panique bancaire : une introduction », *Revue économique*, vol. 43, n° 2, mars 1992.
- MINSKY H., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 1986.
- MISHKIN F., « Bank Consolidation : a Central Banker's Perspective », *NBER Working Paper*, n° 5849, décembre 1996.
- NASICA E., « Comportements bancaires et fluctuations économiques », *Revue d'économie politique*, 107 (6), nov.-déc. 1997.
- PERROT A., *Les Nouvelles Théories du marché du travail*, La Découverte, coll. « Repères », Paris, 1992.
- PLIHON D., « L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993) », *Bulletin de la Banque de France*, n° 21, septembre 1995.
- , *Les Banques*, études de La Documentation française, 1998.
- PLYLE D., « On the Theory of Financial Intermediation », *Journal of Finance*, n° 26, juin 1971.
- ROGOFF K., « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, novembre 1985.
- SCHOENMAKER D., « Financial Supervision : from National to European », *Financial and Monetary Studies*, Amsterdam, décembre 2003.
- SCIALOM L., « Banque centrale européenne et prêteur en dernier ressort », *Revue française d'économie*, n° 1, vol. VI, hiver 1991.
- , « Quel système d'assurance dépôts pour la future union monétaire européenne ? », *Revue française d'économie*, vol. VIII, 1, hiver 1993.
- , « Les modèles de paiements concurrentiels, éléments d'analyse critique », *Revue économique*, n° 1, vol. 46, janvier 1995.
- , « Les conglomérats financiers : un défi prudentiel », *Revue d'économie financière*, n° 39, février 1997.
- SELGIN G., *La Théorie de la banque libre*, Les Belles Lettres, 1991.
- SESSIN T., *Organisation de la confiance par les banques et développement du contrôle prudentiel en Europe*, thèse de doctorat, 1997.
- SHLEIFER A. et VHSNY R., « A Survey of Corporate Governance », *NBER Working Paper Series*, n° 5554, avril 1996.
- STIGLITZ J. et WEISS A., « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, juin 1981.
- STIGLITZ J., « The Causes and Consequences of the Dependence of Quality on Price », *Journal of Economic Literature*, vol. XXV, mars 1987.

- THORNTON H., *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, Rinehart & Co, 1802, édition 1939.
- TIMBERLAKE R.H., « The Central Banking Role of Clearing House Associations », *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 16, février 1984.
- WALSH C., « Optimal Contracts for Central Bankers », *American Economic Review*, 85, 1995.
- WILLIAMSON S., « Bank Failures, Financial Restrictions and Aggregate Fluctuations ; Canada and the United States 1870-1913 », *Quarterly Review*, été 1989.
- YANELLE M.-O., « The Strategic Analysis of Intermediation », *European Economic Review*, 33, 1989.

## Liste des encadrés

Un bilan bancaire typique	10
Modèle principal-agent et relations actionnaires-dirigeants	31
Les caractéristiques fondamentales du modèle de Diamond et Dybvig	43
La dépendance entre prix et qualité sur différents marchés	50
Fragilité financière et déformation de la structure des financements	69
Les externalités	75
Le ratio Cooke	78
La valeur exposée au risque (VaR)	87
Le premier pilier de l'accord de Bâle II (ratio Mac Donough)	88

## Table des matières

<b>Introduction</b>	3
<b>I Banques et formes d'intermédiation financière</b>	
Qu'est-ce qu'une banque ?	8
Pourquoi des intermédiaires financiers ?, 9	
Pourquoi les banques ?, 11	
L'évolution de l'activité des banques	15
Le déclin de l'intermédiation bancaire traditionnelle, 16	
Le redéploiement des activités bancaires, 18	
Les exemples américain et français, 19	
<b>II L'industrie bancaire</b>	
Le marché bancaire est-il contestable ?	23
Concurrence et rivalité potentielle entre offreurs, 24	
Les avantages de la contestabilité, 25	
La contestabilité différenciée des marchés bancaires, 26	
Une application au marché bancaire européen, 27	
Les surcapacités bancaires	28
Les causes, 28	
Les obstacles à la résorption des surcapacités, 30	
La restructuration de l'industrie bancaire : concentration-diversification et internationalisation	32
Le mouvement vers la banque universelle, 33	
Les ressorts de la concentration, 34	
La dynamique de diversification, 36	

L'émergence de conglomérats financiers, 37  
 L'internationalisation des systèmes bancaires, 40

### III Banque et économie de l'information

---

La relation banque-déposants	42
La banque comme assurance de liquidité, 42	
Les limites du modèle de Diamond et Dybvig, 42	
Les relations banque-emprunteurs	46
Le contrôle délégué, 47	
Les limites du modèle de Diamond, 48	
Asymétrie d'information <i>ex ante</i> et antisélection, 49	
Les collatéraux, 51	
Les autres « foyers » d'aléa moral dans la banque	52
Les relations dirigeants-actionnaires, 53	
Les relations banque-superviseur, 54	

### IV L'instabilité du secteur bancaire

---

L'analyse stratégique de l'intermédiation	62
La myopie au désastre	63
Les ressorts de la myopie au désastre, 63	
Dynamique du surendettement et crise de crédit, 65	
La crise bancaire asiatique : une illustration de myopie au désastre	66
Instabilité financière et comportements bancaires chez Minsky	68

### V La politique de stabilisation du système bancaire

---

Pourquoi réglementer les banques ?	74
Quelles réglementations bancaires ?	75
De l'allègement des réglementations de structure et de conduite..., 75	
... au renforcement de la réglementation prudentielle, 77	
L'assurance dépôts, 79	
Une nouvelle donne prudentielle	81
Les structures institutionnelles de la régulation prudentielle, 81	
L'implication croissante des acteurs privés dans la régulation prudentielle, 83	



Les nouvelles options prudentielles	84
L'impératif de renforcement de la coopération entre superviseurs, 84	
La reconnaissance des modèles de contrôle interne, 86	
La coercition graduée, 88	

## **VI La banque centrale**

---

L'émergence des banques centrales	91
La hiérarchisation spontanée du système bancaire, 92	
La supériorité d'un système hiérarchisé avec banque centrale : l'exemple américain, 94	
La banque centrale comme prêteur en dernier ressort	96
La doctrine classique du prêteur en dernier ressort, 98	
Le prêteur en dernier ressort aujourd'hui, 100	
La préservation de l'ancrage nominal	101
De l'automatisme des règles de politique monétaire à l'indépendance de la banque centrale, 103	
Le ciblage d'inflation, 105	
Indépendance et légitimité de la monnaie, 107	

<b>Conclusion</b>	110
-------------------	-----

<b>Repères bibliographiques</b>	112
---------------------------------	-----

<b>Liste des encadrés</b>	118
---------------------------	-----