

# LES OPÉRATIONS BANCAIRES SUR EURO-DEVISES : ALARMISME ET PROBLÈMES REELS

## TABLE DES MATIÈRES

Introduction . . . . .	8
I. En quoi consistent les opérations bancaires sur euro-devises?	10
II. <b>Les</b> opérations bancaires sur euro-devises, manifestation d'inter- dépendance financière . . . . .	14
III. Expansion et contraction sans frein ? . . . . .	16
IV. Instabilité due à un manque de prudence ? . . . . .	24
V. Le besoin à long terme d'une coopération internationale en matière de réglementation bancaire . . . . .	35
Conclusion . . . . .	39
Bibliographie . . . . .	44

---

Le présent document a **été préparé** pour le compte de l'OCDE par **Ralph C. Bryant**, membre de la Brookings Institution de Washington DC, aux États-Unis. Les opinions ici exprimées ne doivent pas être attribuées aux responsables, aux administrateurs ou autres agents de la Brookings Institution, ni à l'OCDE ou aux États membres de cette organisation. L'auteur remercie le Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE ainsi que Jack Guttentag, Bruce MacLaury, Samuel Pizer et Walter Salant d'avoir fait des remarques utiles sur le premier projet de la présente étude.

---

## INTRODUCTION

Les opinions relatives aux opérations bancaires sur euro-devises se rangent en deux camps. Le premier met l'accent sur les risques encourus, et sa forme extrême, qui n'est que trop répandue, décrit ces opérations comme un « véhicule emballé » échappant à toute réglementation. L'autre camp souligne les avantages obtenus, et sous sa forme exagérée, soutient que ces opérations sont exclusivement positives et inoffensives.

L'idée que les opérations sur euro-devises se sont emballées appartient à deux catégories bien distinctes. La première correspond à des préoccupations de **prudence financière**. On craint que les « risques non réglementés » pris sur les euro-marchés n'aggravent la fragilité et la vulnérabilité des banques, ce qui créerait un danger de déstabilisation des systèmes financiers et de l'économie des divers pays. Depuis quelque temps, les défenseurs de cette thèse soutiennent que les emprunteurs publics de pays en développement, après avoir été encouragés par les banques à s'endetter de manière excessive, pourraient désormais renier en partie leurs engagements (ou exiger un rééchelonnement à des conditions peu avantageuses pour les banques) ce qui, par ricochet pourrait entraîner un ((effondrement de la confiance)) sur les euro-marchés' .

La seconde catégorie correspond à des préoccupations **autres que le souci de prudence**. Ceux qui partagent ces inquiétudes parlent d'expansion et de contraction « débridées » des opérations bancaires sur euro-devises, qui « saperait le contrôle monétaire » exercé par les banques centrales. Une métaphore pittoresque présente les euro-devises comme des « légions sans commandement » qui errent sur les marchés financiers mondiaux en provoquant une expansion excessive et des fluctuations imprévisibles de la « masse monétaire mondiale ». Une autre décrit les dépôts en euro-devises comme de l'« argent apatride ». L'inquiétude que suscite une expansion et une contraction sans frein se manifeste de plusieurs manières. On affirme, par exemple, que les opérations bancaires sur euro-devises provoquent l'instabilité des taux de change et des taux d'intérêt nationaux, encouragent ou, du moins, permettent une inflation rapide au niveau de l'économie mondiale et menacent l'aptitude des banques centrales à maîtriser les agrégats monétaires et le crédit au niveau national.

Ces opinions tranchent vigoureusement avec celle des ardents défenseurs des opérations sur euro-devises, qui affirment que les euro-marchés jouent un rôle très positif dans l'économie mondiale, où ils constituent un mécanisme très efficace de transfert de fonds des pays où l'épargne est excédentaire vers ceux où le rendement des investissements est élevé. Selon cette opinion, les risques perçus par ceux qui s'inquiètent de l'emballement des marchés, sont illusoire ou très exagérés. Les partisans de cette thèse pensent que ce serait une grave erreur de la part des pouvoirs publics nationaux de renforcer le contrôle et la réglementation des opérations bancaires sur euro-devises. Il ne serait guère caricatural d'invoquer le Dr. Pangloss pour caractériser cette idée de l'efficacité des marchés (si seulement les pouvoirs publics s'abstenaient de mettre la pagaille sur les marchés, tout serait pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles).

J'estime que ces deux conceptions – celles de l'emballement et celle de l'efficacité des marchés – sont erronées. Je suis en éclectique lâche par nature. Je n'arrive pas à me convaincre que le juste milieu est moins bon que les extrêmes qui l'entourent, encore que mon obstination soit de nature à me rendre la vie moins exaltante. De même, je considère les deux pôles d'idées relatifs aux opérations bancaires sur euro-devises comme peu aptes à guider l'action des pouvoirs publics. Comme on l'affirme souvent, l'un et l'autre comportent des insuffisances d'analyse. Ce qui est pire, c'est qu'ils détournent souvent l'attention de problèmes qui, eux, devraient susciter de l'inquiétude et une réaction des pouvoirs publics.

La présente étude tente de résumer les aspects analytiques sur lesquels doit être axé un examen général des opérations bancaires sur euro-devises. L'essentiel du texte évalue, tour à tour, les deux catégories de la thèse de l'emballement des marchés, en s'efforçant de distinguer les problèmes préoccupants, à juste titre, des faux problèmes.

La présente étude évite délibérément d'analyser les problèmes très actuels qui touchent l'économie mondiale et les opérations bancaires internationales depuis 1982. Aussi ne me suis-je pas concentré sur l'endettement des pays en développement ni sur les conséquences possibles de cette situation pour les banques de dépôts qui sont les principaux créanciers de ces pays. Les problèmes actuels inquiètent, à juste titre, les responsables de l'action gouvernementale et les journalistes. Cependant, ces préoccupations cachent des questions encore plus profondes qui portent sur le rôle et la nature des opérations bancaires internationales. Mon propos est de situer ces questions profondes dans une juste perspective qui pourra ensuite servir de base à une analyse saine des problèmes actuels.

## I. EN QUOI CONSISTENT LES OPÉRATIONS BANCAIRES SUR EURO-DEVICES ?

Avant d'en venir directement aux inquiétudes qu'inspire le dérèglement de ces opérations, je commencerai par une mise en garde générale et par un bref résumé de quelques faits qu'il est essentiel d'avoir présents à l'esprit pour se faire une idée correcte des aspects internationaux de l'activité bancaire.

Il convient de résister à la tendance générale qui consiste à envisager les opérations bancaires sur euro-devises comme tout à fait différentes des opérations bancaires « normales » ou « ordinaires » qui caractérisent l'activité financière de chaque pays. Les opérations bancaires sur euro-devises ne sont pas un phénomène à part, mais le simple maillon d'une chaîne de relations financières qui unit des économies nationales ouvertes.

On définit habituellement les opérations bancaires sur euro-devises comme celles qui portent sur les avoirs et les engagements d'un établissement bancaire libellés dans une devise autre que celle du pays où il est situé. En général, les statistiques utilisées pour définir les agrégats d'euro-devises ne comprennent que les créances ou les engagements libellés en devises étrangères envers des *non residents*.

Sous l'angle de l'analyse, cependant, cette définition classique est impropre. Lorsqu'un établissement bancaire détient des créances ou des engagements en monnaie nationale envers des non residents, ces avoirs et ces engagements qui traversent les frontières ont incontestablement un caractère « international ». De même, lorsqu'un établissement bancaire détient des créances ou des engagements en devises vis-à-vis de *résidents*, le fait qu'il s'agit d'avoirs et d'engagements en devises donne à ces relations bancaires un aspect « extérieur ». Par conséquent, les dépôts et les prêts en euro-devises, tels qu'on les définit habituellement, ne sont manifestement pas le seul type d'activité bancaire qui ait une importante dimension internationale.

On remarquera à plusieurs reprises dans le texte, que les autorités qui contrôlent et réglementent l'activité bancaire, font, dans la plupart des pays, la distinction entre les avoirs et engagements libellés en monnaie nationale et ceux qui le sont en devises, ainsi qu'entre les opérations avec des clients residents ou des non residents. Ces distinctions stimulent la croissance des diverses catégories d'avoirs et d'engagements. En outre, le fait que des engagements sont libellés en devise nationale ou étrangère peut avoir une importance capitale, à plusieurs égards, pour le comportement de l'économie.

Toutefois, l'établissement de rapports de créancier à débiteur avec des étrangers et l'existence d'engagements en devises étrangères sont très

répandus dans les économies nationales interdépendantes. A la réflexion, rien n'oblige à isoler un aspect particulier de l'activité bancaire internationale et à l'analyser indépendamment du reste du réseau de relations financières qui unit les divers pays. D'ailleurs, rien ne justifie que l'on analyse les aspects internationaux de l'activité bancaire indépendamment de ses aspects « nationaux » ordinaires.

Il est difficile de réunir des données intégrées recouvrant tous les aspects de l'activité bancaire, nationale et internationale, et tous les grands pays ainsi que tous les centres bancaires implantés à l'étranger. A l'heure où je rédige ce document, je n'ai pu le faire que pour un petit nombre de pays, comme les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne. Cependant, je fais apparaître au tableau 1 quelques estimations incomplètes d'agrégats bancaires, présentées sous la forme complète qu'en principe on voudrait pouvoir utiliser. Ces chiffres ont jusqu'à la fin de décembre 1980.

S'il était possible de remplir correctement tous les postes de ce tableau, chaque ligne ferait apparaître le total des avoirs de tous les établissements bancaires situés dans un pays (ou un groupe de pays) déterminé, y compris les créances interbancaires (colonne 6), ventilées entre les avoirs intérieurs classiques (colonne 1) et trois sortes de créances ayant un caractère « international » (colonnes 2, 3 et 4). Le rapport entre le sous-total d'avoirs de cette nature (colonne 5) au total des avoirs donnerait une idée du degré d'ouverture du système bancaire de chaque pays.

Les chiffres figurant dans la colonne 4 du tableau 1, qui correspondent à la définition classique des opérations bancaires sur euro-devises, sont supérieurs à ceux des colonnes 2 et 3, qui correspondent aux autres catégories de prêts internationaux. Néanmoins, ces deux colonnes font apparaître des chiffres appréciables dans beaucoup de pays.

Si l'on tient compte de tous les aspects de l'activité bancaire qui sont, soit internationaux, soit s'effectuent en devises, soit encore satisfont à l'une et l'autre condition, le total général s'élevait, en décembre 1980, à près de 2 000 milliards de dollars (ligne D, colonne 5). En décembre 1982, le chiffre correspondant avait augmenté de plus de 500 milliards de dollars par rapport à décembre 1980.

Les chiffres du tableau 1 sont repartis suivant les pays où se situent les établissements bancaires. La répartition selon les pays du véritable *siege* des banques ne correspond pas, bien sûr, exactement à l'emplacement géographique des établissements. Pour pratiquement chaque colonne du tableau 1, une part importante des avoirs indiqués figure au bilan des succursales ou filiales de banques étrangères plutôt qu'à celui des banques nationales. Dans le cas du Luxembourg et des places bancaires offshore, la grande majorité des avoirs sont comptabilisés dans les banques étrangères. Nous ne disposons pas de données qui permettraient d'établir un tableau indiquant la part des

Tableau 1 **Avoirs déclarés par les établissements bancaires (y compris les créances interbancaires) des principaux pays industriels et des places bancaires offshore**

31 décembre 1980

En milliards de dollars *EU*, aux taux de change de *la fin 1980*

Pays ou se situe l'établissement bancaire	Avoirs intérieurs traditionnels	Créances présentant une certaine caractéristique internationale				Ensemble des avoirs
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Créances en devise nationale vis-a-vis des résidents	Créances en devises étrangères vis-a-vis des résidents	Créances en devise nationale vis-a-vis des résidents	Créances en devises étrangères vis-a-vis des non-résidents	Sous-total des créances présentant des caractéristiques internationales ( 2 + 3 + 4 )	Total des bilans bancaires (= 1 + 5)
A1. Royaume-Uni	250	138	23	334	495	745
A2. Allemagne	1 123	2	52	22	75	1 199
A3. France	..	35	24	119	178	..
A4. Suisse, non compris les comptes fiduciaires	197	6	29	30	64	262
A5. Luxembourg	14	17	5	87	* 109	124
A6. 7 autres pays européens <sup>a</sup>	..	57	21	160	238	..
A7. Japon	..	51	17	49	116	..
A8. Canada	..	13	1	35	49	..
A9. Etats-Unis	1 533	..	173	4	177	1 710
<b>A Sous-total : 15 pays industriels<sup>b</sup></b>	..	320	345	840	1 502	..
B1. Bahamas	..	..	..	125	125	..
B2. Îles Cayman	..	..	..	85	85	..
B3. Panama	..	..	..	34	34	..
B4. Singapour	..	..	..	..	54	..
B5. Hong Kong	..	..	..	..	38	..
B6. Bahrein	1	..	..	..	37	38
<b>B. Sous-total : 6 places bancaires offshore<sup>c</sup></b>	..	..	..	(244+)	373	..
<b>C Comptes fiduciaires suisses<sup>d</sup></b>	..	..	..	..	73	..
<b>D Total des pays ci-dessus (A + B + C)</b>	..	(320 +)	(345+)	(1 084 +)	1 947	..

\* Pas d'estimation au moment de la préparation du projet de tableau ou non disponible séparément

Données non déclarées estimées peu importantes

a) Autriche Belgique Danemark Irlande Italie Pays-Bas Suede

b) Ces 15 pays fournissent des données trimestrielles à la Banque des Règlements Internationaux

c) Sur le montant figurant à la colonne 5 141 milliards de dollars étaient imputables aux succursales offshore de banques américaines

d) Dans le fonctionnement de ces comptes les banques suisses louent juridiquement le rôle d'agent mais dans la mesure où elles conseillent leurs clients quant au placement de ces fonds on peut dire qu'elles exercent en pratique une fonction bancaire

Sources Banque des Règlements Internationaux « International Banking Developments » (communiqué du 2 novembre 1982) Bank of England *Quarterly Bulletin* (mars 1982) p 55 sources nationales

créances internationales et libellées en devises étrangères. Quoi qu'il en soit, un tel tableau fournirait la preuve encore plus flagrante de l'internationalisation croissante des opérations bancaires d'aujourd'hui.

Le tableau 1 ne fait pas apparaître la ventilation de chaque poste entre créances sur d'autres établissements bancaires (créances interbancaires) et créances sur le secteur non bancaire. Il ne saurait donc révéler une autre caractéristique des opérations bancaires sur euro-devises et de l'activité bancaire internationale, en général, à savoir que cette dernière est essentiellement une activité interbancaire. Pourtant, ce fait est crucial pour l'analyse de pratiquement n'importe quel aspect de l'activité bancaire internationale. Schématiquement, moins du tiers des créances figurant à la plupart des lignes des colonnes 2, 3 et 4 du tableau 1, portent sur le secteur non bancaire<sup>2</sup>.

En ce qui concerne les engagements figurant au bilan des euro-banques, l'essentiel des dépôts est analogue à des certificats de dépôt à terme. Contrairement aux engagements bancaires à vue libellés dans la monnaie du pays où est situé l'établissement débiteur, les dépôts en euro-devises ne constituent pas des encaisses de transaction pouvant être largement utilisées en tant que moyens de règlement<sup>3</sup>. Même après déduction des dépôts interbancaires du montant brut estimé des euro-devises, seule une petite partie (le tiers environ vers le milieu des années 70) des dépôts nets en euro-devises appartient au secteur non bancaire<sup>4</sup>.

Telles qu'elles se pratiquent à l'heure actuelle, les opérations bancaires sur euro-devises jouent donc un rôle beaucoup plus important dans l'acheminement de fonds entre les institutions financières (d'une banque à l'autre) que dans la fonction d'intermédiaire direct et de transformation des échéances qui intervient entre les épargnants et les investisseurs finals du secteur non bancaire. Ces opérations ne constituent pas non plus, jusqu'ici, un mécanisme important pouvant faciliter la possession par les banques d'avoirs utilisables à des fins de transaction. On néglige souvent ces éléments fondamentaux dans des analyses superficielles qui ne tiennent pas compte de l'importance des dépôts interbancaires et qualifient les dépôts en euro-devises d'« argent apatride ».

Enfin, il convient de souligner une autre caractéristique des opérations bancaires sur euro-devises, à savoir leur croissance extraordinairement rapide au cours des deux dernières décennies. Toutes les séries globales concernant les opérations en euro-devises ou internationales pour lesquelles il existe des chiffres, font ressortir cette croissance. Le tableau 2 fait apparaître trois de ces séries. De 1964 à 1981, chacune d'elles a connu un taux de croissance annuel composé de 29 à 30 %. A titre de comparaison, le tableau 2 montre aussi l'importance et le taux de croissance correspondant de la valeur totale des échanges mondiaux et du produit national brut des pays Membres de l'OCDE. Au cours de ces dix-sept années, les échanges ont beaucoup plus progressé

	Milliards de \$ EU aux prix et taux de change courants		Taux de croissance annuels composés entre 1964 et 1981, en % par an
	1964	1981	
1. Série <b>BRI</b> des engagements en devises étrangères vis-à-vis de l'étranger des banques des pays européens qui fournissent régulièrement des données <sup>a</sup>	12	898	28.9
2. Série <b>BRI</b> des ressources et emplois nets du marché des euro-devises (pays européens qui fournissent des données uniquement) <sup>a</sup>	9	665	28.8
3. Série Morgan Guaranty de l'importance brute du marché des euro-devises <sup>b</sup>	20	1 860	30.6
4. Valeur des échanges mondiaux <sup>c</sup>	159	1 869	15.6
5. Valeur du produit national brut de l'ensemble des pays Membres de l'OCDE <sup>d</sup>	1 276	7 565	11.0

que la production, ce qui a entraîné une ouverture progressive des marchés nationaux des produits. Toutefois, l'interdépendance financière a augmenté encore plus rapidement. Si l'on utilise comme indicateur les chiffres du tableau 2 concernant les opérations bancaires sur euro-devises, la « médiation) financière internationale a augmenté près de deux fois plus vite que les échanges et presque trois fois plus vite que la valeur de l'activité économique<sup>5</sup>.

## II. LES OPÉRATIONS BANCAIRES SUR EURO-DEVICES, MANIFESTATION D'INTERDÉPENDANCE FINANCIÈRE

Envisage correctement, l'acheminement de fonds entre intermédiaires financiers nationaux, qui s'effectue par la voie des opérations bancaires sur euro-devises, est une manifestation essentielle, quoique nullement la seule, de l'interdépendance financière des économies nationales. De son côté, la croissance rapide des opérations sur euro-devises traduit l'accélération de cette interdépendance.

Cette croissance de l'interdépendance financière des économies nationales a des conséquences considérables. Les investisseurs du secteur privé (qu'ils résident dans leur propre pays ou à l'étranger) peuvent acquérir ou céder

des avoirs libelles en monnaie nationale, ce qui exerce une pression sur le taux d'intérêts de cette monnaie et sur les taux de change nationaux et étrangers ; les variations des taux de change et d'intérêt provoquées par ces tensions risquent d'avoir des incidences négatives sur la production, l'emploi et les prix, tant au sein de l'économie nationale qu'à l'étranger. L'interdépendance financière facilite la transmission de pressions inflationnistes ou déflationnistes provenant de l'étranger ou s'exerçant vers l'étranger. Elle peut rendre plus difficile le maintien, au plan national, d'une réglementation bancaire s'écartant de celles qui sont en vigueur à l'étranger. Elle peut également saper l'autonomie de la politique économique nationale. Ainsi, à mesure que le secteur financier d'une économie nationale s'intègre plus fortement à celui des économies étrangères, les mesures prises par une banque centrale se répercutent davantage sur le reste du monde, ce qui réduit l'aptitude de la banque centrale à contrôler les prix et l'emploi sur son territoire. De même, les mesures de politique économique et les perturbations d'autre nature ayant *leur* source à l'étranger exercent sur l'économie nationale, des incidences d'autant plus fortes que s'accroît l'interdépendance.

Les opérations bancaires sur euro-devises étant une manifestation importante de l'interdépendance financière, on peut effectivement dire, dans un certain sens, qu'elles sapent le contrôle exercé par les autorités d'un pays sur les marchés financiers et l'économie réelle de ce dernier. De même, on peut dire que ces opérations déstabilisent les taux de change, favorisent la transmission internationale de l'inflation et affaiblissent le contrôle exercé sur les agrégats monétaires et le crédit au niveau national. En outre, les opérations sur euro-devises peuvent aggraver les risques que comporte la fonction d'intermédiaire financier et, partant, les difficultés qui pourraient menacer la sécurité et le bon fonctionnement des banques. Les inconditionnels des opérations bancaires sur euro-devises qui expliquent que celles-ci n'aggravent en rien ces difficultés, éludent une trop grande partie de la question.

Mais il est encore plus faux de voir dans les opérations «non réglementées» effectuées sur les euro-devises, le principal responsable de ces difficultés. Imaginons que tous les pays du monde parviennent à s'entendre sur une réglementation bancaire *uniforme*. Supposons, notamment, que toutes les catégories d'intermédiaires financiers privés, où qu'ils se situent, soient soumis à l'obligation de détenir un pourcentage uniforme de réserves en contrepartie de toutes les catégories de dépôts exigibles, que ceux-ci soient libelles en devise nationale ou étrangère et que les détenteurs en soient des résidents ou des non résidents. Supposons, en outre, que les banques du monde entier doivent respecter le même ratio de leur capital à leurs avoirs, les mêmes plafonds de taux d'intérêt, les mêmes restrictions relatives aux prêts accordés *aux* initiales et, d'une façon générale, subir les mêmes contraintes de réglementation et de surveillance.

Il est vrai que dans un monde de ce type, l'intensification de l'interdépendance financière des pays se manifesterait différemment. Mais l'acquisition ou la cession par des investisseurs du secteur privé d'avoirs en devise nationale pourraient-elles provoquer l'instabilité des taux de change et se répercuter sur l'emploi et les prix au plan national ? Bien sûr que oui, et peut-être autant que dans la situation actuelle. Une politique monétaire trop expansionniste, mise en œuvre à l'étranger, pourrait-elle transmettre une poussée inflationniste à l'économie nationale ? Bien sûr que oui, et peut-être autant que maintenant. L'action d'une banque centrale sur les variables nationales retenues comme objectif serait-elle affaiblie par les opérations financières internationales ? Sans aucun doute et probablement autant que dans le contexte financier d'aujourd'hui. Les autorités de tutelle se préoccuperaient-elles de la prudence financière des opérations bancaires internationales ? Très certainement.

Le phénomène fondamental qui suscite tous ces problèmes est celui de l'interdépendance financière. Si l'on bloque l'une des voies par lesquelles celle-ci se manifeste – par exemple, les opérations bancaires sur euro-devises – il est probable qu'on ne fera ainsi que la forcer à se frayer d'autres chemins.

Si je souligne ce point, c'est parce qu'il est souvent négligé par ceux qui souhaitent ((trouver une solution au marché non réglementé des euro-devises)). Une interdépendance financière croissante engendre, non seulement des avantages, mais un grand nombre de problèmes qui touchent à la politique économique nationale. Ces problèmes ne disparaîtront pas, quoi que l'on fasse pour réglementer les opérations bancaires sur euro-devises. On accuse trop facilement ces dernières d'être en soi une source de difficultés financières, ce qui en fait un bouc émissaire. Si l'on ne résiste pas à cette tendance en lui opposant des analyses plus lucides, les mesures destinées à atténuer les problèmes perçus, pourraient se révéler inefficaces, nuisibles, ou les deux à la fois.

Compte tenu des remarques qui précèdent, je voudrais maintenant examiner les deux préoccupations évoquées plus haut, en m'efforçant de les replacer dans un cadre analytique plus valable.

### III. EXPANSION ET CONTRACTION SANS FREIN ?

Avant d'analyser la croissance des opérations bancaires sur euro-devises et de se demander, notamment, si cette croissance a pour effet de « créer de la monnaie et du crédit » et partant, de ((faire perdre)) aux banques centrales le contrôle de la politique monétaire nationale, il convient d'examiner des problèmes analogues dans un cadre où les complications internationales sont

absentes<sup>6</sup>. Considérons donc momentanément un monde fictif où les États-Unis seraient le seul pays et le dollar la seule devise.

### **Innovations financières et politique monétaire**

Dans ce monde hypothétique, tout comme dans la réalité américaine, on peut comparer le système financier à une pyramide renversée, en équilibre sur la petite pointe que représente le bilan des autorités monétaires (en l'occurrence, la Réserve fédérale). De son côté, cette pointe soutient toutes les couches supérieures de l'édifice.

En raison de la position clé qu'elle occupe au sommet de la pyramide, la Réserve fédérale peut fortement influencer le volume de l'ensemble de l'activité financière (qui, à son tour, peut déterminer en partie le rythme de l'activité économique réelle et le niveau général des prix). Toutes choses étant égales par ailleurs, une expansion ou une contraction supplémentaire du bilan de la Réserve fédérale provoque une expansion ou une contraction de l'ensemble de la pyramide.

Cependant, les rapports entre le sommet de la pyramide et le bilan des divers intermédiaires privés du système financier sont complexes et élastiques, même à court terme. À plus long terme, les intermédiaires peuvent mieux adapter leur comportement, ce qui leur permet de réduire leur recours aux réserves bancaires et aux espèces que leur fournit la Réserve fédérale. La pyramide renversée que constitue le système financier est donc un édifice souple plutôt que rigide, capable de changer radicalement sa taille et sa forme indépendamment des variations intervenant à la pointe du bas de la pyramide qui est contrôlé par la Réserve fédérale.

Supposons que dans ce monde hypothétique, où il n'existe qu'une seule monnaie, on invente une nouvelle catégorie d'intermédiaire financier<sup>7</sup>. Admettons que ces nouveaux intermédiaires ne soient pas soumis à l'obligation de constituer des réserves en contrepartie de leurs dépôts exigibles et échappent au plafonnement des taux d'intérêt imposé par le Règlement Q de la Réserve fédérale. Supposons, en outre, que la croissance de ces nouveaux intermédiaires soit beaucoup plus rapide que celle des banques faisant partie de la Réserve fédérale.

La création et la croissance rapide de nouveaux intermédiaires représenteraient manifestement pour l'économie un facteur expansionniste supplémentaire<sup>8</sup>. Si la Réserve fédérale ignorait l'existence de ces nouveaux intermédiaires et n'adaptait pas sa politique en conséquence, la politique monétaire serait trop laxiste et la production, ainsi que les prix, augmenteraient trop vite. Mais la Réserve fédérale pourrait, et devrait, bien entendu, tenir compte de la croissance des nouveaux intermédiaires et de ses incidences sur des variables financières telles que les taux d'intérêt et la vitesse de circulation des agrégats

monétaires. On ne pourrait donc pas dire si facilement qu'elle a perdu le contrôle du système financier ou de l'économie dans son ensemble. Elle pourrait compenser les incidences expansionnistes de la croissance des nouveaux intermédiaires par une expansion moins généreuse de son propre bilan. Par les effets du niveau général des taux d'intérêt sur leurs taux emprunteurs et créditeurs, les nouveaux intermédiaires seraient eux-mêmes soumis à l'action de la Réserve fédérale.

Étant donné que les dépôts non soumis à la constitution de réserve obligatoires intermédiaires augmentent rapidement, en partie au détriment des dépôts bancaires soumis à cette obligation, le volume total de l'activité des intermédiaires financiers devrait être supérieur pour un montant donné de réserves bancaires et d'espèces fournies par la Réserve fédérale. Cependant, le taux de croissance élevé des dépôts des nouveaux intermédiaires ne prouverait pas en soi que la Réserve fédérale n'est plus maîtresse de la situation.

Il n'est pas forcément nécessaire, en outre, de se demander si les dépôts des nouveaux intermédiaires sont ou ne sont pas de la « monnaie ». La Réserve fédérale devrait tenir compte, dans ses décisions, de la croissance des nouveaux intermédiaires, qu'elle décide ou non d'inclure ces nouveaux dépôts dans sa définition de la monnaie, et quelle que soit la manière dont elle envisage les avoirs de ces intermédiaires par rapport à sa définition du « crédit ». Étant donné que la création et la croissance de ces nouveaux intermédiaires constituent pour l'économie une force expansionniste nette, quelle que soit l'orientation de la politique monétaire, on pourrait dire à juste titre qu'ils « créent du crédit ». De plus, si leurs dépôts exigibles équivalaient à d'autres catégories de dépôts considérés comme monnaie ou quasi-monnaie, on pourrait dire également que ces nouveaux intermédiaires « créent de la monnaie ». On observera toutefois qu'il ne serait pas nécessaire, pour aboutir à ces conclusions, de recourir à une analyse des « multiplicateurs » de la monnaie ou du crédit. En outre, la Réserve fédérale ayant la possibilité d'adapter sa politique en conséquence, ces conclusions ne présenteraient pas d'importance particulière.

De plus, si l'apparition de nouveaux intermédiaires est susceptible d'entraîner une création supplémentaire nette de dépôts et de crédit, un aspect plus important de cette nouvelle situation serait le *remplacement* par les opérations de dépôts et de crédits de ces intermédiaires, d'opérations qui, normalement, auraient été effectuées par les banques. L'absence d'obligation de réserve légale dont bénéficieraient ces nouveaux dépôts serait en partie responsable de la disparité concurrentielle qui permettrait à ces intermédiaires d'accroître leurs dépôts et leurs prêts au détriment des voies classiques de l'activité bancaire<sup>9</sup>.

Dans ces conditions, serait-il souhaitable qu'une proportion croissante de la création de dépôts et de crédits effectuée sur les marchés financiers des

Etats-Unis soit assurée avec le temps, par ces nouveaux intermédiaires, surtout dans le cas où leur avantage concurrentiel résulterait essentiellement de l'émission d'engagements non soumis à des réserves obligatoires ? Du point de vue de l'évolution à long terme des structures financières, un tel phénomène ne serait ni équitable ni efficace. Il ne serait pas équitable parce que les nouveaux intermédiaires bénéficieraient, en étant dispensés de constituer des réserves, d'un avantage concurrentiel illégitime vis-à-vis des banques. Il ne serait pas efficace car la Réserve fédérale devrait apporter à son action, des correctifs de plus en plus importants, et sans doute de plus en plus incertains, pour assouplir ou resserrer, au degré voulu, l'ensemble du système financier. C'est dans ce sens plus subtil qu'avec le temps, la Réserve fédérale verrait progressivement compromise sa maîtrise du système financier.

### **Opérations bancaires sur euro-devises et politique monétaire nationale**

L'étude qui précède suggère un cadre pouvant servir de référence à l'analyse des opérations bancaires sur euro-devises et de leurs incidences sur la politique monétaire nationale.

Vers la fin des années 50 et au cours des années 60, les opérations bancaires sur euro-devises, si elles ne représentaient pas un nouveau type d'intermédiaires financiers, étaient cependant une nouvelle forme d'activité des intermédiaires. Des banques qui, jusque là, n'avaient accepté des dépôts et accordé des prêts qu'en monnaie nationale, s'engageaient rapidement dans la voie des opérations en devises. Simultanément, les succursales et filiales bancaires à l'étranger se mettaient à accepter des dépôts et à accorder des crédits dans leur devise nationale à l'étranger (ainsi, des succursales de banques américaines acceptaient à Londres des dépôts en « euro-dollars » tandis que des succursales de banques allemandes accordaient, à partir du Luxembourg, des prêts en « euro-deutschmarks »).

Comme on l'a souligné plus haut, la principale raison de la croissance rapide de l'activité bancaire internationale est l'interdépendance croissante des économies nationales. Mais un second facteur a également joué un rôle important. Dans leurs activités internationales, les banques ont été à même d'offrir aux déposants des taux d'intérêt un peu plus élevés et d'accorder des crédits à des taux un peu plus faibles qu'avec leurs opérations nationales classiques, en tirant parti des différences de réglementation et de fiscalité qui existent d'un pays à l'autre. Ce sont surtout les opérations bancaires sur euro-devises qui ont bénéficié de cette possibilité.

Les différences de réglementation qui ont joué un rôle important se répartissent en deux grands groupes. Tout d'abord, dans presque tous les pays, les autorités de tutelle ont favorisé les opérations bancaires en devises,

surtout lorsqu'elles étaient effectuées avec des clients non résidents. C'est ainsi que ces autorités ont imposé des réserves obligatoires plus faibles sur les dépôts et moins de restrictions quantitatives aux prêts libellés en devises que pour les opérations en monnaie nationale ; dans bien des cas, les opérations bancaires en devises étaient même entièrement exemptes de réserves obligatoires et de restrictions quantitatives. En second lieu, certains petits pays – ceux que l'on appelle les places bancaires offshore – ont assuré un cadre réglementaire et fiscal accordant aux succursales et filiales bancaires une liberté d'action plus grande, pratiquement à tous les niveaux, que dans les pays où se trouve le siège des banques en question.

La croissance rapide des opérations bancaires sur euro-devises a manifestement constitué pour l'économie mondiale un facteur expansionniste supplémentaire. On peut donc dire à juste titre, que ces opérations ont favorisé la « création de crédit ». Elles ont aussi, dans une certaine mesure, « créé » de la quasi-monnaie. Cependant, ces opérations portent surtout sur des transactions interbancaires plutôt que sur l'acceptation de dépôts du secteur non bancaire ou sur l'octroi de crédits à ce dernier (voir plus haut). En outre, l'essentiel des dépôts et des prêts effectués dans une euro-devise déterminée représente des rapports de créancier à débiteur entre des agents ne résidant pas dans le pays dont la monnaie est utilisée à cet effet. La plupart des dépôts et des prêts en euro-dollars sont ainsi effectués pour le compte d'agents ne résidant pas aux États-Unis. De ce fait, plus encore que dans le cas d'une économie fermée, examiné plus haut, le trait le plus frappant de ce nouveau type d'intermédiaire est le remplacement de flux de dépôts et de crédits qui auparavant seraient passés par des voies traditionnelles, par des flux qui empruntent de nouvelles voies. L'augmentation nette du montant total du crédit et de la masse monétaire au niveau mondial que l'on peut imputer aux opérations bancaires sur euro-devises est certainement beaucoup plus faible que le montant brut de cette substitution<sup>10</sup>.

La plupart des analyses consacrées aux euro-marchés et se fondant sur la notion de multiplicateur, sont axées sur la création nette de crédit ou de monnaie imputable aux opérations bancaires sur euro-devises. Peu d'entre elles soulignent le déplacement brut des flux de dépôts et de crédits vers de nouvelles voies, au détriment des voies traditionnelles. De telles analyses superficielles sont très trompeuses et conduisent à des conclusions erronées. Ce sont des analyses incorrectes de ce type qui ont engendré, dans une large mesure, les préoccupations exagérées selon lesquelles les euro-marchés seraient un véhicule inflationniste emballé. Il n'en demeure pas moins vrai qu'une analyse suffisamment soignée des opérations bancaires sur euro-devises, recourant à la notion de multiplicateur, peut parvenir à des conclusions correctes quant à l'importance de la substitution brute et à la création supplémentaire nette de dépôts et de crédits<sup>1</sup>.

Bien que la croissance rapide des opérations bancaires sur euro-devises ait constitué pour l'économie mondiale un facteur expansionniste supplémentaire, on ne peut pas prétendre pour autant que les banques centrales ont perdu le contrôle de la situation du seul fait de l'existence de cette nouvelle forme d'intermédiaire financier. Chaque banque centrale aurait pu adapter sa politique, et l'a sans doute fait dans une certaine mesure, pour tenir compte de la croissance des opérations bancaires sur euro-devises et de ses incidences sur les variables financières nationales. En fournissant un montant moindre des engagements de sa base monétaire qu'elle ne l'aurait fait normalement, une banque centrale peut compenser, dans une certaine mesure, l'incidence de l'expansion supplémentaire du crédit mondial sur les variables nationales. De même, les banques centrales des principaux pays peuvent – en principe, tout au moins – prendre des mesures concertées pour compenser en partie la stimulation expansionniste mondiale qui est imputable aux opérations bancaires sur euro-devises.

La croissance de ces opérations au détriment de formes plus anciennes de prêts internationaux en monnaie nationale et d'opérations bancaires nationales, surtout lorsque les opérations sur euro-devises sont exemptes de réserves obligatoires et de plafonnement des taux d'intérêt, contrairement aux autres opérations, entraîne la création, au plan mondial, d'un montant plus important de crédits et de dépôts pour un montant donné d'engagements de la banque centrale de chaque pays. Mais ce fait n'a pas grande importance en soi. Les banques centrales peuvent adapter leur politique monétaire, et le font sans doute dans une certaine mesure. D'autre part, il importe peu que l'on considère les dépôts en euro-devises comme de la monnaie ou de la quasi-monnaie, ou que la banque centrale d'un pays inclue ou non divers types de dépôts en euro-devises dans sa définition de la masse monétaire nationale, ou divers types de prêts en euro-devises dans sa définition du total du crédit national. Les banques centrales devraient tenir compte des opérations sur euro-devises dans leurs décisions, quelle que soit la solution apportée à ces problèmes de définition.

Il va de soi que la politique monétaire de chaque pays est conditionnée par l'interdépendance de l'économie nationale avec le reste du monde. Toutefois, comme on l'a souligné plus haut, la banque centrale d'une économie suffisamment ouverte ne pourrait pas contrôler de manière autonome les marchés financiers et l'économie de son pays, même en l'absence d'opérations bancaires sur euro-devises. Si la croissance de ces opérations tend à saper l'autonomie de la politique monétaire nationale et la possibilité de maîtriser l'économie nationale, ce n'est pas parce que les dépôts en euro-devises ne sont pas soumis à la constitution de réserves obligatoires ou bénéficient d'une réglementation moins contraignante, mais parce que cette croissance représente une plus grande ouverture de l'économie nationale à l'économie mondiale.

On peut préciser cet argument en recourant à l'analogie évoquée plus haut. Même dans le cas hypothétique d'une économie fermée, la pyramide inversée que constitue le système financier d'un pays, peut subir d'importantes mutations dans sa taille et sa forme sans que se modifie le bilan de la banque centrale qui en occupe la pointe. Dans une économie réelle, comportant un degré important et croissant d'ouverture au reste du monde et des restrictions très faibles, sinon inexistantes, des transactions internationales, cette pyramide présente une élasticité encore plus grande. Il n'existe absolument pas de rapport étroit et proportionnel entre les couches supérieures de la pyramide et les engagements en monnaie nationale fournis par la banque centrale.

Les mesures prises par une banque centrale sont transmises en partie à l'étranger où elles influencent l'activité financière. Des mécanismes puissants émanant de l'étranger peuvent secouer le système financier national, allant peut-être jusqu'à neutraliser l'action de la banque centrale d'un pays.

En effet, une fois que l'intégration des marchés financiers nationaux et étrangers a atteint un degré avancé, l'analogie qui représente le système financier d'un pays sous la forme d'une pyramide distincte devient trompeuse. Il faut dès lors formuler son analyse à partir de l'idée d'un système financier *international*, d'un édifice inversé qui se compose de pays et de devises multiples, et qui est tributaire de plusieurs sommets à la fois (à savoir les bilans des banques centrales des divers pays). En principe, chacune de ces banques centrales a, dans une certaine mesure, la possibilité d'influencer le volume total de l'activité financière de l'ensemble de l'édifice, et un pouvoir un peu plus grand d'influencer les couches supérieures de l'édifice qui sont le plus tributaires de son unité monétaire, ainsi que les intermédiaires situés sur son territoire national. Cependant, l'ensemble de l'édifice, ainsi que chacune de ses parties, sont également sujets à de fortes variations, indépendamment de toute modification du bilan de l'une des banques centrales qui en constituent en définitive le fondement.

J'ai fait observer plus haut que les banques centrales pouvaient, en principe, adapter leur politique – isolément ou, mieux encore, de concert – pour tenir compte des incidences des opérations bancaires sur euro-devises. L'une des raisons qui m'ont conduit à inclure dans cet exposé les deux paragraphes qui précèdent est le désir d'éviter tout malentendu à ce sujet. Il va de soi qu'une action concertée des banques centrales est extrêmement difficile à réaliser. L'élaboration de mesures de coopération présentant des avantages réciproques est une tâche qui se heurte à des difficultés d'analyse parfois insurmontables. La réalisation d'un consensus suffisant pour mettre en œuvre de telles mesures est difficile, sinon impossible, politiquement. Il se peut dès lors qu'une mesure prise unilatéralement par une seule banque centrale n'exerce que de manière limitée les effets recherchés.

Cependant, la encore, il convient de remettre les choses a leur juste place. On ne saurait attribuer aux operations bancaires sur euro-devises les difficultés auxquelles se heurte la coopération internationale des banques centrales. Les problèmes fondamentaux résultent du décalage croissant entre la structure économique du monde et les institutions politiques qui le régissent. Avec ou sans operations bancaires sur euro-devises, les États seraient de plus en plus confrontés a ces problèmes.

## **Bilan sommaire**

Pour les raisons résumées plus haut, je suis convaincu qu'il n'est pas justifié de se livrer a des déclarations alarmistes au sujet des effets nocifs exercés par les opérations bancaires sur euro-devises a l'égard de la politique monétaire nationale. Des methaphores telles que celles d'un véhicule emballé ou de légions sans commandement errant sur les marchés financiers mondiaux, sont un obstacle, et non une aide, a une analyse correcte. De même, j'estime que le fait d'imposer aux dépôts en euro-devises des réserves obligatoires ou de soumettre les opérations sur euro-devises à d'autres mesures réglementaires n'entraînerait pas, pour la maîtrise de la situation monétaire nationale, les effets très salutaires qu'on lui a parfois attribués. Il est beaucoup plus facile de doter des légionnaires indisciplinés d'un commandant que de mettre au point des mesures rentables pour supprimer l'interdépendance financière mondiale.

S'il n'est pas justifié de tirer des conclusions alarmistes, les operations bancaires sur euro-devises posent néanmoins des problèmes structurels réels et préoccupants. Serait-il souhaitable qu'a l'avenir, une proportion croissante de la création mondiale de crédit et de dépôts passe par les voies des euro-devises ? Sous l'angle de l'évolution à long terme de la structure financière de chaque pays et du monde dans son ensemble, une telle situation ne serait ni équitable ni efficace. Les disparités de la réglementation financière d'un pays a l'autre, notamment le traitement de faveur accordé aux operations bancaires en devises, continueraient a certains intermediaires financiers et a certains pays un avantage concurrentiel par rapport aux autres. Je ne vois pas comment on pourrait Considérer ces disparités comme équitables<sup>2</sup>. En outre, si la croissance mondiale des activités des intermédiaires financiers continuait a se faire au detriment des activités nationales classiques, chaque banque centrale pourrait être contrainte d'apporter à sa politique des correctifs de plus en plus importants et aussi de plus en plus incertains, pour assouplir ou restreindre, au degré voulu, les conditions financières du pays. En examinant de cette manière plus subtile le problème du contrôle monétaire national, on peut conclure qu'il serait plus efficace de soumettre a une réglementation et a une fiscalité équivalente les divers aspects de l'activité des intermédiaires

financiers, qu'ils soient internationaux où nationaux et qu'ils s'expriment en monnaie nationale ou en devises.

#### IV. INSTABILITÉ DUE A UN MANQUE DE PRUDENCE ?

Comme dans le cas d'une expansion et d'une contraction sans frein, il convient d'examiner le souci de prudence du marché des euro-devises en commençant par éclaircir certaines idées fondamentales relatives à l'analyse de la « solidité » et de la réglementation des intermédiaires financiers. La encore, il vaut mieux se concentrer sur les points essentiels en laissant de côté, dans un premier temps, les aspects internationaux du problème. Nous reviendrons donc, comme précédemment, à une situation hypothétique où les États-Unis seraient le seul pays du monde, le dollar la seule unité monétaire et la Réserve fédérale « la » banque centrale.

#### **Le prêteur en dernier ressort et la réglementation bancaire dans une économie fermée**

Commençons par Considérer la distinction entre les motifs « micro-économiques » et les motifs « macro-économiques » qui justifient la surveillance et la réglementation de l'appareil bancaire. Les premiers mettent l'accent sur la nécessité d'éviter qu'une banque fasse faillite, et donc de protéger les déposants et les investisseurs. Les seconds portent avant tout sur la stabilité du système financier dans son ensemble.

Les motifs micro-économiques de la surveillance et de la réglementation bancaires méritent certes un examen plus attentif que celui qu'on leur consacre habituellement, mais une telle analyse sortirait du cadre de la présente étude. La réglementation bancaire que l'on peut imputer (entièrement ou en partie) à des motifs micro-économiques comprend notamment les obligations légales d'information concernant les comptes de pertes et profits et les bilans, des indications sur le niveau du capital (par exemple, un ratio minimum entre le capital et le total des actifs) ainsi que les restrictions portant sur les opérations pour compte propre, les conflits d'intérêt et les délits d'initiés' <sup>3</sup>.

Pour comprendre les motifs macro-économiques de la surveillance et de la réglementation bancaires, il faut partir du phénomène bien connu des paniques financières' <sup>4</sup>. A cette occasion, des événements réels ou supposés peuvent provoquer un comportement collectif s'apparentant à la psychologie des foules. En outre, même en l'absence de tels comportements, une crise financière peut entraîner la faillite d'organisations par ailleurs viables, si l'on ne

freine pas son déroulement. Les avoirs financiers sont achetés et vendus sur des « marchés aux enchères » où les prix sont susceptibles de varier rapidement et fortement. En revanche, les biens corporels réels sont en général négociés sur des « marches de clientèle »), où les prix sont plus rigides<sup>15</sup>. La confiance qu'inspirent les institutions financières est vite ébranlée. La perte de confiance subie par un intermédiaire financier peut s'étendre à ses créanciers, et par effet de contagion, gagner les institutions les plus saines. Certains soutiennent donc que la société doit se doter d'un mécanisme destiné à compenser les comportements collectifs et la fragilité financière, sous la forme d'une institution ou d'un ensemble d'institutions favorisant la stabilité financière, dans l'intérêt général. C'est à partir de ces remarques que l'on justifie habituellement le rôle que joue la banque centrale en tant que ((prêteur en dernier ressort)<sup>16</sup>.

Si l'on va jusqu'au fond de l'analyse, on s'aperçoit que la raison d'être d'un prêteur en dernier ressort n'a pas besoin de se fonder sur une prétendue « irrationalité » du comportement des agents économiques. Des analyses approfondies du comportement économique et social ont révélé de nombreux cas où une concurrence sans coopération et une maximisation sans contrainte, pratiquées par tous les agents, peuvent être rationnelles si l'on considère chacun d'eux isolément, tout en étant irrationnelle pour l'ensemble<sup>17</sup>. En l'occurrence, la proposition avancée est qu'une crise financière dont le déroulement n'est pas interrompu par un prêteur en dernier ressort représente une situation où chaque intermédiaire financier et chacun de ses clients peut se comporter rationnellement, et néanmoins aboutir collectivement à des résultats très peu souhaitables pour l'ensemble de la société.

Cependant, cette justification de l'intervention d'un prêteur en dernier ressort en cas de crise financière conduit, si on l'accepte – comme on le doit d'ailleurs – à un dilemme fondamental. Si les intermédiaires financiers peuvent compter fermement sur l'aide que leur apportera un prêteur en dernier ressort quand les affaires vont mal, ils ne seront pas assez motivés pour se conduire avec prudence quand les affaires vont bien. La fonction d'intermédiaire financier comporte nécessairement la notion de risques (risque de liquidités et de défaut de paiement). Les intermédiaires seront tentés de prendre des risques excessifs du point de vue social (et peut-être de se conduire également de manière irresponsable à d'autres égards) s'ils estiment qu'ils disposeront facilement, en cas de crise, de fonds qui les tireront d'affaire. De ce fait, « si le prêteur en dernier ressort sert l'intérêt affaiblit la responsabilité privée d'une banque solide »<sup>18</sup>. Cette tentation de prendre des risques excessifs est l'exemple par excellence du problème général que les économistes qualifient aujourd'hui de « danger moral ».

L'aide du prêteur en dernier ressort risque ainsi de devenir nécessaire et d'être exploitée par le simple fait qu'elle existe. Devant ce dilemme, beaucoup

d'économistes avancent une argumentation macro-économique qui préconise la surveillance et la réglementation des intermédiaires financiers. Ces économistes font valoir que les pouvoirs publics ne sauraient accepter la responsabilité du prêteur en dernier ressort sans entreprendre en même temps de surveiller les intermédiaires pour garantir de leur part des pratiques saines et les empêcher de prendre des risques excessifs.

Si l'on applique aux banques une réglementation et des méthodes de surveillance aussi détaillées, c'est en partie pour les raisons micro-économiques évoquées plus haut. Cependant, on peut également justifier cette réglementation, au moins en partie, comme étant une manière de réagir au danger moral, qui entraîne la possibilité de faire appel à l'aide d'un prêteur en dernier ressort.

Il est donc impossible, si l'on approfondit l'analyse, de séparer la politique du prêteur en dernier ressort de la réglementation et la surveillance des banques. Il arrive souvent que ces deux aspects soient examinés séparément, sans que l'on tienne compte de leur symbiose. C'est là une grave erreur d'analyse.

Tout comme l'aide d'un prêteur en dernier ressort, l'assurance des dépôts peut être une arme à double tranchant, si l'on considère ses conséquences pour la stabilité financière. Avant son adoption, aux États-Unis dans les années 30, on s'opposait généralement à garantir les dépôts effectués auprès des intermédiaires financiers car on estimait qu'en atténuant la menace d'un retrait des dépôts, la garantie donnerait libre cours à la prise de risques excessifs et à l'irresponsabilité de la part des dirigeants d'organismes financiers. Toutefois, une fois la décision prise d'assurer les dépôts, on adopta simultanément une réglementation destinée à éviter aux intermédiaires financiers le danger moral que comportait cette nouvelle mesure<sup>19</sup>.

Il est impossible d'approfondir ici ces questions fondamentales. Toutefois, les banques et leurs autorités de tutelle se doivent de le faire. Pour s'en convaincre, il suffit d'imaginer que l'on soit fondateur de pouvoir dans une grande banque américaine et que l'on doive rédiger un discours qui sera prononcé par le directeur général. Admettons que l'on partage la préférence très nette du directeur général pour la suppression de la réglementation des intermédiaires financiers, qui permettrait une concurrence sans entrave. Quelles observations pourrait-on inclure dans ce discours relatif à l'assurance des dépôts et à l'aide apportée par la Réserve fédérale en tant que prêteur en dernier ressort, de manière à définir une politique sensée qui servirait l'intérêt national tout en étant compatible avec la libération financière ?

Poursuivant notre analyse, toujours dans le cas hypothétique d'une économie fermée, envisageons maintenant une situation où l'on commence à observer une amorce de crise financière qui pourraient être déclenchée, par exemple, par la faillite de plusieurs grandes entreprises non financières. Ces

faillites pourraient, à leur tour, entraîner une perte de confiance à l'égard des banques ayant accordé des prêts aux entreprises en faillite, la contagion gagnant ensuite d'autres banques et intermédiaires financiers.

Dans ces conditions, quelle serait la principale responsabilité de la Réserve fédérale ? Quelles mesures devrait-elle prendre en premier lieu ? Il semble évident que la première priorité est de définir et de mettre en œuvre rapidement des correctifs applicables à la politique monétaire dans son ensemble. Les unités économiques du secteur privé cherchant précipitamment à se couvrir par l'acquisition de liquidités supplémentaires, la Réserve fédérale devrait acheter des titres sur l'open market, de manière à fournir aux banques des réserves supplémentaires qui leur permettraient de faire face à cette ruée sur les liquidités. En outre, la Réserve fédérale ne devrait pas se contenter d'attendre que la demande de liquidités supplémentaires se manifeste à travers les opérations d'escompte. Elle devrait agir vite, quitte à anticiper sur la demande privée. Outre les achats d'open market, une baisse des réserves obligatoires pourrait être souhaitable.

Le point qui précède est suffisamment important pour être considéré comme une proposition cruciale de la théorie des banques centrales : la politique du prêteur en dernier ressort porte avant tout sur la conduite de l'ensemble de la politique monétaire en situation de crise financière<sup>20</sup>.

Accessoirement – il s'agit d'une activité importante, mais néanmoins secondaire – la Réserve fédérale peut avoir à contrecarrer les difficultés financières par des prêts accordés **directement** aux banques par le biais de l'escompte. L'activité des intermédiaires financiers consiste avant tout à préserver la confiance des déposants et la possibilité pour ces intermédiaires eux-mêmes, d'emprunter afin de faire face à des retraits temporaires de dépôts. Lorsqu'un intermédiaire déterminé fait l'objet de graves soupçons, les déposants risquent de retirer brusquement des fonds considérables, sans qu'il soit possible, en contrepartie, d'emprunter sur le marché pour financer la perte ainsi subie. Un intermédiaire donné peut être exclu provisoirement du marché, même lorsque sa solvabilité ne donne lieu à aucun soupçon justifié. Dans une situation de crise, les contrôleurs financiers et la Réserve fédérale sont susceptibles d'évaluer le bilan d'un intermédiaire donné de manière plus objective que ne le feraient des agents économiques en proie à la panique. Quoiqu'il en soit, les contrôleurs et la Réserve fédérale disposent sans doute d'informations plus précises et plus complètes, ou sinon, ils ont la possibilité de se les procurer. Donc, même si la Réserve fédérale a correctement apprécié le volume général des liquidités qu'il convenait de fournir au système financier dans son ensemble, des prêts directs à certains intermédiaires peuvent en principe se révéler souhaitables.

Lorsque la Réserve fédérale envisage d'accorder des prêts directs par la voie de l'escompte, elle doit faire la distinction entre les emprunteurs éventuels

qui manquent simplement de *liquidités* et ceux dont les difficultés sont de nature à les rendre *insolvables* (autrement dit, ceux dont la valeur nette est nulle ou négative). Il convient de souligner cette distinction parce que, selon une autre proposition cruciale de la doctrine traditionnelle concernant le prêteur en dernier ressort, la banque centrale ne doit accorder de prêts destinés au maintien des liquidités qu'à des institutions qu'elle croit solvables.

Si une banque centrale était disposée, en période de crise financière, à accorder des prêts à des banques réputées insolvables, quelles en seraient les conséquences ? Tout d'abord, une telle action en période critique créerait de graves dangers moraux lors de la bonne conjoncture qui finit par suivre la crise, ce qui aurait pour effet d'accroître la probabilité de crises futures.

Chose tout aussi importante, le fait d'accorder des prêts à une banque insolvable traduirait, de la part de la banque centrale, une politique de « socialisation » des pertes résultant de cette crise financière. Lorsqu'il est établi que les fonds propres d'un intermédiaire financier ne sont plus positifs, tout ce que l'on peut réaliser à l'aide de prêts supplémentaires, c'est une redistribution des pertes entre les membres de la société. L'ensemble de la société ne saurait nullement échapper à des pertes qui ont déjà eu lieu. En réescomptant les effets d'une institution insolvable, la banque centrale participerait donc directement à des décisions concernant la redistribution du revenu et du patrimoine. Il est inévitable qu'au cours d'une crise financière, et par la suite, des problèmes de redistribution se posent de manière aiguë. Il s'agit de questions politiquement délicates et fortement controversées. Les banques centrales ne sauraient les éviter entièrement. Cependant, la plupart des défenseurs de l'existence d'une banque centrale sont peu désireux de la voir se mêler de près aux problèmes de socialisation des pertes<sup>21</sup>.

Même en l'absence de crise, il est difficile en pratique de distinguer le manque de liquidités de l'insolvabilité. On ne saurait établir cette distinction sans tenir compte de facteurs économiques généraux (actuels et prévisibles) comme le niveau des taux d'intérêt, le rythme de l'inflation et le rapport entre la production effective de biens et de services et la capacité de production de l'économie nationale. En période de grave crise financière, cette distinction est encore plus difficile à faire. Lorsque les affaires vont mal, on voit invariablement apparaître des problèmes qui n'étaient pas manifestes antérieurement. (Même les établissements les plus mals gérés peuvent s'en sortir, pendant un certain temps, lorsque la conjoncture est favorable). En revanche, même les banques **les** plus solides, dotées des meilleurs dirigeants, risquent de sombrer dans une tempête imprévue qui plonge toute l'économie dans la crise. Pendant une telle crise, la banque centrale voudra répondre aux incertitudes qui entourent certaines banques en accordant le bénéfice du doute à leur solvabilité. Néanmoins, elle doit formuler une appréciation dans chaque cas particulier. et

devrait éviter d'accorder des prêts aux établissements dont la valeur des fonds propres sera manifestement négative, une fois la situation éclaircie et les difficultés financières surmontées<sup>22</sup>.

L'idée selon laquelle une banque centrale ne devrait accorder de prêts qu'à des banques solvables n'est guère qu'un corollaire d'un principe capitaliste généralement admis. Rares sont ceux, dans les démocraties occidentales, qui préconisent une intervention des pouvoirs publics pour maintenir en vie une entreprise non financière mal gérée et non rentable. Pour les mêmes raisons, il convient sans doute de laisser une banque faire faillite si elle a été mal gérée et a pris des risques insensés. Dans la marine britannique, un certain Amiral John Byng fut exécuté en 1757 pour n'avoir pas réussi à secourir Minorque. Commentant satiriquement cet épisode, Voltaire devait déclarer que c'était une bonne idée de tuer un amiral de temps en temps, « pour encourager les autres ». Je n'aimerais pas réellement voir une banque faire faillite de temps en temps, pour encourager les autres. Mais je pense néanmoins que ce serait une erreur, même en période de crise financière, de maintenir en vie, par des subventions, une banque qui aurait été systématiquement mal gérée.

### **Aspects et complications d'ordre international**

Si j'ai résumé les propositions qui précèdent, c'est parce que ce sont celles qui devraient présider à notre analyse de la discipline financière des opérations effectuées sur euro-devises, et, d'une façon générale, celle des opérations bancaires internationales. Bien entendu, il faut apporter des modifications, parfois importantes, aux propositions concernant une économie fermée. Néanmoins, pour l'essentiel, l'analyse reste la même.

Une crise financière a-t-elle des chances de frapper les marchés des euro-devises ? Évidemment, comme tout autre intermédiaire financier. Une telle crise peut naître éventuellement sur les marchés des euro-devises, ou, sinon, s'aggraver là, après avoir débuté ailleurs.

Les aspects internationaux des activités bancaires peuvent, à plusieurs égards, accroître la probabilité de graves difficultés financières.

- a) En raison de leur nature essentiellement *interbancaire*, les **marchés** des euro-devises peuvent répandre particulièrement vite une dégradation de la confiance. Les risques de « contagion » sont donc au moins aussi grands dans le cas des activités bancaires internationales que dans le cas des activités nationales.
- b) Les aspects internationaux de l'activité bancaire sont soumis à un contrôle et un examen moins stricts que les aspects nationaux.
- c) Une banque peut connaître des difficultés parce que sa position en devises est mal gérée (outre toutes les difficultés qu'elle peut connaître dans une économie fermée).

- d) Les banques risquent de disposer d'informations moins complètes sur leurs clients étrangers que ce n'est le cas pour leurs emprunteurs nationaux, et, de ce fait, seront moins à même de bien apprécier le crédit que méritent leurs opérations internationales.
- e) Les prêts bancaires accordés à des États étrangers comportent des « risques politiques » qui n'existent pas pour les prêts nationaux.
- f) Les grandes banques qui disposent d'actifs et d'engagements importants à l'étranger, ayant, de facto, des activités « multinationales », les autorités de tutelle et les banques centrales nationales risquent de ne pas pouvoir surveiller d'assez près tous les aspects de leurs opérations et de ne pas être en mesure de faire face, en toutes circonstances, à la nécessité de leur apporter une aide en tant que prêteur en dernier ressort<sup>23</sup>.

Une analyse objective devrait également reconnaître que certains aspects des activités bancaires internationales *réduisent* le risque et sont donc un facteur de stabilisation. En particulier, un portefeuille de prêts diversifié sur le plan international a de fortes chances de comporter moins de risques qu'un portefeuille purement national<sup>24</sup>. Lorsque l'activité bancaire est pratiquée dans divers pays par l'intermédiaire de filiales autonomes, la responsabilité juridique de la banque mère peut être plus limitée que dans le cas d'opérations effectuées par l'intermédiaire de succursales (quoique la situation de fait risque d'assurer à la banque mère une protection bien moindre que ne le laissent supposer les dispositions de droit, et certains aspects de la responsabilité limitée des filiales sont susceptibles, en fait, de favoriser le risque en lieu de le réduire).

Autant que dans le cas hypothétique d'une économie fermée, le dilemme du danger moral que comporte l'aide d'un prêteur en dernier ressort subsiste lorsque l'on tient compte des aspects et des complications d'ordre international de l'activité bancaire. De plus, ce dilemme prend d'autres dimensions intéressantes. Je n'en citerai qu'une, à titre d'exemple. Lorsque les grandes banques de dépôts qui effectuent des opérations internationales, ont accordé, ces dernières années, des prêts considérables à des emprunteurs publics, comme ceux du Mexique ou du Brésil, ont-elles apprécié les risques avec moins de soin qu'il n'eût été souhaitable (ou ont-elles assorti leurs prêts de marges excessivement faibles) parce qu'elles supposaient que les grandes banques centrales et le Fonds Monétaire International seraient obligés de les « renflouer » si les choses allaient mal ? A l'époque où ces prêts connaissaient une croissance rapide, les banques centrales auraient-elles dû apporter des réserves sur l'assistance qu'elles seraient disposées à apporter en cas de crise ? Et quand ces banques centrales apportent une aide quelconque aux banques de dépôts qui prennent part au rééchelonnement des dettes,

peuvent-elles le faire de manière à réduire au minimum le danger moral qui en résultera pour le comportement futur de ces banques ?

Poursuivant l'examen des aspects internationaux de la stabilité financière due à un comportement prudent, imaginons maintenant qu'un événement quelconque déclenche une crise financière sur les marchés bancaires. Il se peut que cet événement ait un caractère « international ». Supposons, quoi qu'il en soit, que la perte de confiance et la ruée sur les liquidités qui en résultent ébranlent les banques opérant sur les euro-devises.

Quelle devrait être la première réaction des banques centrales devant cette situation de crise? Tout comme dans une économie fermée, la responsabilité essentielle des banques centrales consiste à bien adapter l'ensemble de la politique monétaire. La dimension internationale de la crise financière élargit singulièrement l'éventail des problèmes. En particulier, il peut y avoir deux sortes de mouvements de fonds internationaux du fait des opérations bancaires sur euro-devises, qui se superposent aux mouvements entre banques, caractéristiques d'une crise financière. Les déposants du secteur non bancaire et les, autres banques peuvent tenter de retirer leurs dépôts en euro-devises pour les convertir en dépôts libellés dans la même monnaie mais détenus auprès des banques mères, établies dans le pays qui émet cette monnaie (des dépôts en euro-dollars étant par exemple transférés de Londres et du Luxembourg à New York). Ce qui est plus inquiétant, c'est que des dépôts libellés dans une devise déterminée peuvent être convertis dans une autre (des dépôts en euro-deutschemarks constitués à Londres ou des dépôts en deutschemarks à Francfort étant par exemple convertis en euro-dollars déposés à Londres ou en dollars déposés à New York). Ce deuxième type de transfert international, par son action sur les taux de change et les taux d'intérêt, peut causer de grandes difficultés aux pays dont il affecte fortement la devise.

Malgré ces nouvelles complications, les banques centrales disposent, en principe, d'instruments qui leur permettent de faire face à tous les mouvements d'actifs, qu'ils soient internationaux ou nationaux. Une augmentation de la demande se portant sur des avoirs liquides libellés dans la devise A peut être compensée par des achats de titres libellés dans cette devise, par la banque centrale du pays A, dans le cadre de ses opérations d'open market. Si les préférences des détenteurs de devises se changent, par exemple, dans le cas de ventes d'avoirs en devise A contre des avoirs en devise B, ce changement peut en principe être compensé par des ventes d'avoirs en devises B, effectuées sur le marché des changes par les banques centrales des pays A et B (agissant séparément ou conjointement). Bien entendu, il est très difficile en pratique de prendre et de mettre en œuvre des décisions appropriées à cet égard. Néanmoins, les principes généraux qu'il convient de suivre sont assez

évidents. Les banques centrales devraient accompagner une ruée générale sur les liquidités libellées dans leur devise par une expansion dynamique de leur bilan. Lorsque le secteur privé mondial transfère ses avoirs d'une devise dans une autre, cette conversion devrait amener les banques centrales à modifier, en sens inverse, la composition en devises de leurs avoirs et de leurs engagements<sup>25</sup>.

Lorsque l'on analyse les conséquences à court terme d'une ruée désordonnée sur les liquidités intervenant sur les marchés des euro-devises, il importe de se rappeler qu'envisagés dans leur ensemble, les marchés financiers des grands pays constituent un système fermé. Les moyens financiers ne peuvent pas « disparaître ». A cet égard, la situation est vraiment différente de celle des années 20 ou 30 ou du XIX<sup>e</sup> siècle, et beaucoup moins fragile en bien des points importants. A l'époque, les banques centrales étaient légalement soumises à l'obligation de fournir de l'or au secteur privé, souvent à prix fixe, et d'assurer à leurs engagements une contrepartie en or. Tant que ces obligations étaient en vigueur, une ruée sur les liquidités de la part du secteur privé, prenant la forme d'achats d'or, pouvait provoquer une contraction brutale du bilan des banques centrales. En cas de crise grave, celles-ci se trouvaient donc dans l'impossibilité d'empêcher une « disparition » de la monnaie et du crédit. A l'heure actuelle, toutefois, les banques centrales n'ont pas l'obligation de vendre de l'or à prix fixe au secteur privé. En outre, elles sont plus disposées à tolérer des variations des taux de change. A première vue, par conséquent, la « base monétaire mondiale » – le bilan consolidé de toutes les grandes banques centrales réunies – ne peut subir de contraction à la suite de décisions des investisseurs privés et stabilise ainsi beaucoup plus qu'auparavant les marchés financiers<sup>26</sup>.

Si la tâche prioritaire des banques centrales lorsque une crise financière semble imminente, consiste à adapter l'ensemble de la politique monétaire, il peut également être nécessaire d'accorder aux banques des prêts directs par des facilités de réescompte. Ces prêts peuvent comporter des transactions internationales (directement, au bénéfice de la filiale étrangère d'une banque ou indirectement, en mettant des liquidités à la disposition du siège d'un établissement, qui transfère ensuite ces fonds à une filiale ou à une succursale à l'étranger). Les raisons principales qui justifient cette option supplémentaire sont les mêmes que celles que l'on citait plus haut dans le cadre d'une économie fermée.

Les banques centrales ont tout à fait conscience de cette nécessité éventuelle du réescompte. Les problèmes internationaux soulevés à cette occasion ont donné lieu à des discussions approfondies, tant au sein de chaque banque centrale qu'en concertation.

La seule déclaration officielle et multilatérale qui ait été faite récemment à cet égard remonte à septembre 1974, à la suite de la faillite de la Banque

Herstatt, lors d'une réunion des gouverneurs de banques centrales à Bâle (Suisse). Selon cette déclaration « on ne peut pas matériellement définir à l'avance des règles et des méthodes détaillées qui stipulent les conditions d'assistance temporaire aux banques qui ont des problèmes de liquidités », mais « il existe des moyens à cette fin, qui seraient utilisés en cas de nécessité »<sup>27</sup>. Il n'est pas étonnant que la déclaration de septembre 1974 laisse plusieurs questions sans réponse. Mais une chose au moins est sûre : les banques centrales des grands pays admettent, que dans certains cas, notamment dans une situation caractérisée par des complications internationales, l'une d'elles, ou plusieurs d'entre elles en concertation, puisse être amenée à aider des banques en leur fournissant des liquidités au moyen de prêts directs.

Dans le contexte international, tout comme sur le plan national, le prêteur en dernier ressort doit s'efforcer de distinguer les banques insolvable de celles qui manquent de liquidités, et d'éviter d'accorder des prêts directs à celles dont l'insolvabilité est manifeste. Si les banques centrales sont trop facilement disposées à accorder leur aide – si par exemple on laisse croire aux grandes banques qui effectuent des opérations internationales qu'elles peuvent bénéficier du réescompte auprès de la banque centrale de leur siège, aussi mauvaises que soient les décisions qu'elles ont prises en matière de prêts et de transformation des échéances – elles favorisent l'établissement d'un climat bancaire qui, à la longue, deviendra insupportable. La réglementation bancaire nationale favorise déjà les relations des banques avec des non résidents et les transactions bancaires libellées en devises. Si les banques qui participent activement aux opérations internationales, ont l'assurance de bénéficier de l'aide d'un prêteur en dernier ressort plus facilement que les petites banques opérant sur le territoire national, l'effet de cette réglementation, qui favorise les opérations internationales, se trouvera encore renforcé.

L'observation qui précède fait apparaître un point important en ce qui concerne l'aide fournie par un prêteur en dernier ressort. Les banques centrales devraient-elles maintenir l'incertitude quant à l'aide qu'elles sont disposées à apporter comme prêteurs en dernier ressort, à cause du danger moral que comporte nécessairement leur intervention ? En particulier, devraient-elles s'abstenir de révéler aux banques les conditions qui présideraient à l'octroi de liquidités temporaires ? Ce problème soulève d'importantes questions relatives aux anticipations et à la théorie des jeux ; je doute que l'on puisse y apporter des réponses satisfaisantes, étant donné l'état rudimentaire de nos connaissances dans ce domaine. Toutefois, je donne raison, pour l'instant, à ceux qui considèrent qu'entretenir artificiellement l'incertitude n'est pas le bon moyen d'empêcher les banques de trop compter sur l'éventualité de l'aide d'un prêteur en dernier ressort<sup>28</sup>.

Il convient encore d'évoquer d'autres aspects internationaux de la prudence financière. Il peut exister des établissements bancaires internationaux pour lesquels on ne sait pas exactement à qui ils devraient s'adresser pour obtenir l'aide d'un prêteur en dernier ressort, ou s'ils sont à même de disposer d'une aide suffisante. Certaines banques ont leur siège dans un petit pays, où de telles facilités sont insuffisantes ou inexistantes. Certaines banques centrales ne disposent pas de réserves de devises suffisantes pour couvrir les besoins importants de banques domiciliées dans leur pays, en matière de transactions en devises. Les consortiums bancaires dont les banques mères ont leur siège dans différents pays pourraient éventuellement se trouver entre deux chaises, aucune des banques centrales du pays du siège ne venant leur fournir temporairement des liquidités en cas de besoin. Je crois personnellement que ces difficultés éventuelles sont relativement mineures – non pas négligeables, mais sans grande importance.

Un autre problème éventuel est la tendance probable d'une banque centrale à avoir une optique trop « nationale », et donc à ne pas se préoccuper suffisamment des emprunteurs étrangers du secteur *non bancaire*, qui risquent de se trouver privés de crédit en période de panique. Au cours d'une ruée générale sur les liquidités, les emprunteurs du secteur non bancaire, aussi solvables soient-ils, peuvent temporairement se voir refuser tout crédit. Dans un contexte national, la banque centrale peut parfois exercer des pressions sur ses créanciers non bancaires pour qu'ils continuent d'accorder des prêts ; dans des cas extrêmes, elle peut même accorder des prêts à un emprunteur non bancaire par le jeu du réescompte. Toutefois, elle risque de se préoccuper beaucoup moins du sort d'un emprunteur étranger. Elle risque de ne pas disposer de renseignements suffisamment complets et fiables sur lui. En tout état de cause, la tendance inévitable des États à ne se préoccuper que du bien-être de leurs propres ressortissants peut les conduire à négliger relativement ces problèmes. Cette source de difficultés me semble plus grave que la précédente<sup>29</sup>. Néanmoins, ce problème pourrait lui aussi être surmonté si les banques centrales et les pouvoirs publics étaient disposés à se consulter et à coopérer étroitement.

## **Bilan sommaire**

Si j'évalue les diverses remarques faites ci-dessus à propos de la sécurité et de la solidité des opérations bancaires sur euro-devises, j'aboutis encore une fois de plus à une conclusion qui, dans l'ensemble, n'est pas alarmiste. Malgré les perturbations qui pèsent aujourd'hui sur l'économie mondiale, je ne crois pas qu'il soit urgent de prendre de nouvelles mesures pour renforcer la stabilité de ces opérations. Par exemple, il n'existe pas, à ma connaissance, de propositions relatives à une nouvelle réglementation de la discipline financière

des banques où a la création de nouvelles institutions publiques destinées à fournir une aide en dernier ressort, qui semblent à la fois réalisables et d'une utilité évidente. Parmi les propositions les plus extrémistes qui ont été présentées, certaines semblent se fonder sur une analyse insuffisante, et ne pas tenir compte, notamment, de certains des arguments évoqués plus haut.

Ce serait toutefois une erreur dans l'autre sens que d'être optimiste ou insouciant quant à la sécurité et à la solidité des opérations bancaires sur euro-devises. Plusieurs problèmes réels, concernant la prudence financière, que l'on a évoqués plus haut, méritent une attention persistante. On pourrait sans aucun doute en allonger la liste.

## V. LE BESOIN A LONG TERME D'UNE COOPÉRATION INTERNATIONALE EN MATIÈRE DE RÉGLEMENTATION BANCAIRE

Les propos qui précèdent, avaient surtout pour but de ramener à de plus justes proportions, les préoccupations alarmistes qu'inspirent les opérations bancaires sur euro-devises. En conclusion, j'aimerais ajouter quelques points à l'ordre du jour de ce débat, qui sont souvent négligés. Les points dont il s'agit concernent tant la croissance sans frein que la stabilité financière. En résumé, je les ai qualifiés de problèmes à long terme de la réglementation bancaire exigeant la coopération des autorités nationales.

Ces questions ont été soulevés à partir d'un fait observé plus haut : la réglementation, les autorités de tutelle et la législation fiscale qui régissent les banques de dépôts et les autres intermédiaires financiers privés diffèrent beaucoup d'un pays à l'autre. L'existence de ces disparités nationales entraîne des inégalités de concurrence entre systèmes bancaires nationaux. De leur côté, ces inégalités incitent fortement les banques à implanter leurs activités d'emprunt et de crédit dans les pays où la fiscalité est moins lourde et la réglementation et la tutelle sont moins contraignantes.

Dans un monde caractérisé par une interdépendance économique croissante, il devient difficile de maintenir ces disparités dans la réglementation et la fiscalité. La concurrence à laquelle les banques se livrent tant sur le marché national que sur ceux des pays tiers, les rend de plus en plus conscientes des inégalités qui résultent de ces disparités. Celles qui sont défavorisées voient les conséquences de ces inégalités dans leurs profits. Elles sont donc d'autant plus incitées à transférer leur activité vers des pays dont la réglementation est moins stricte.

Tous les pays subissent sans doute à un degré quelconque les pressions résultant des disparités entre les réglementations nationales. Les États-Unis,

notamment, commencent à se heurter à des difficultés sérieuses car leur réglementation est en général plus stricte et plus répandue. Dans ce pays, certaines opérations bancaires qui sont essentiellement « nationales » s'effectuent, dans une certaine mesure, par le canal de transactions « internationales »), de manière à permettre aux banques et à leur clientèle d'échapper aux dispositions restrictives de la réglementation « nationale ».

L'affaiblissement du cadre réglementaire national dû à une interdépendance économique croissante, est l'exemple même de la vague d'innovation qui est intervenue en réaction à ces réglementations. Dans le cadre d'une économie fermée, les intermédiaires financiers qui s'efforcent d'échapper aux réglementations doivent créer un instrument quelconque qui sortira du cadre des contraintes réglementaires en vigueur. Dans une économie ouverte, ils disposent d'une autre solution, éventuellement plus efficace : ils peuvent décider de transférer les activités réglementées hors du domaine de compétence des instances de tutelle nationale. Si les autorités nationales ne parviennent pas à convaincre leurs homologues étrangers d'adopter un comportement aussi strict que le leur, l'intermédiaire financier réussira très probablement à échapper à la réglementation de son pays. (Ou alors, les autorités de tutelle nationale, voyant qu'elles ne sauraient empêcher l'intermédiaire de transférer ses activités, décideront d'assouplir suffisamment leur réglementation pour retenir cet intermédiaire sur le territoire national).

Ces questions de réglementation bancaire qui nécessitent une coopération internationale ont été soulevées également par un autre fait déjà évoqué : dans les grands pays, la réglementation et le contrôle des banques ont tendance à privilégier les relations avec des non résidents ainsi que les avoirs et engagements bancaires libellés en devises. Il y a quelque temps seulement, les États-Unis représentaient une exception importante à cette règle. Toutefois, même ce pays a pris des mesures importantes dans ce sens en autorisant en décembre 1981 la création de guichets bancaires internationaux (IBF)<sup>30</sup>.

L'importance croissante des centres bancaires offshore est l'illustration de ce phénomène. L'activité bancaire est plus « mobile » que celle de bien d'autres branches. Elle peut donc se déplacer assez facilement sans encourir de coûts importants. Plus encore que dans le cas des autres branches, un pays a la possibilité d'attirer sur son territoire des activités bancaires en les soumettant à une réglementation, un contrôle et une fiscalité moins strictes. C'est ce phénomène qui explique une grande partie de la croissance rapide de ces centres bancaires comme le Luxembourg, les Bahamas, les Iles Cayman, Panama, Singapour, Hong-Kong et Bahrein.

On pourrait objecter que le développement des places bancaires offshore ne comporte pas de danger moral. Pourtant, si le contrôle et la réglementation y sont moins stricts, il n'y a pas non plus sur place de prêteur en dernier ressort.

De ce fait, pourrait-on rétorquer, les banques qui s'établissent sur les places offshore subissent des inconvénients en même temps qu'elles bénéficient d'avantages. D'autre part, on pourrait avancer que même si des banques s'établissent sur ces places, les grands pays peuvent s'en désintéresser puisque les banques centrales ne sont pas tenues d'intervenir comme prêteur en dernier ressort au cas où une banque établie offshore connaîtrait des problèmes de liquidités. Toutefois, à la réflexion, on s'aperçoit que cette argumentation est erronée. En effet, il est inconcevable que les grands pays ne permettent, en aucun cas, à leur prêteur en dernier ressort d'étendre son aide, directement ou indirectement, à des établissements bancaires situés sur une place offshore.

On pourrait exposer de façon exagérée le dilemme que pose l'existence des places bancaires offshore, en se demandant si les grands pays accepteraient qu'une proportion croissante de l'activité bancaire mondiale s'effectue à partir d'établissements situés à Macao ou aux Antilles néerlandaises.

D'une façon plus générale, même en l'absence de places bancaires offshore, il existe ce que l'on pourrait appeler un ensemble de problèmes communs à tous les pays, qui concernent la surveillance et la réglementation des banques. Si un seul pays favorise les activités bancaires internationales, les banques nationales bénéficieront manifestement du plus grand attrait qu'il exercera à cet égard. Toutefois, si tous les États agissent dans ce sens, il est moins évident qu'un pays quelconque ou le monde dans son ensemble en profiteront. En principe tout au moins, cet assouplissement du contrôle bancaire pourrait amener tous les pays à réduire à sa plus simple expression la réglementation, en laissant pratiquement inchangée l'implantation géographique des activités bancaires par rapport à une situation dénuée d'une telle surenchère de laxisme. Des problèmes analogues se posent en matière de fiscalité.

On pourrait objecter que ce processus serait salubre, car il ne ferait qu'éliminer sur le plan mondial une réglementation publique inutile et onéreuse. Toutefois, cette argumentation néglige les liens inextricables qui unissent la politique du prêteur en dernier ressort à la tutelle et à la réglementation des banques. Il est logiquement contradictoire d'approuver l'abolition complète de la réglementation et du contrôle bancaires tout en continuant de préconiser l'intervention de la banque centrale comme prêteur en dernier ressort.

Devant l'intégration croissante des marchés financiers et de l'interdépendance inévitable de la réglementation bancaire et de l'aide fournie par un prêteur en dernier ressort, on a plus de chances d'aboutir à un renforcement progressif des pressions en faveur d'une coopération et d'une harmonisation internationales en matière de réglementation bancaire qu'à l'abolition sur le

plan mondial de la réglementation financière. Ces pressions ne prendront sans doute pas l'allure d'une « crise ». Toutefois, sans être spectaculaires, elles s'intensifieront progressivement.

Les problèmes mondiaux que pose la réglementation bancaire sont encore une manifestation de la tendance de chaque pays à se considérer comme « petit » par rapport au reste du monde. Chaque pays n'élabore des règlements détaillés que pour les activités bancaires qui lui semblent affecter le plus directement son économie. Pour le reste, c'est-à-dire pour les autres activités (internationales) des banques situées sur son territoire, il adopte une attitude laxiste ou, tout au moins, une réglementation moins stricte. Comme on l'a indiqué plus haut, certains pays vont même jusqu'à s'efforcer d'attirer sur leur territoire les activités internationales des banques. Implicitement, sinon explicitement, ce comportement revient à laisser à tous les autres pays le soin de résoudre leurs problèmes du mieux qu'ils peuvent. Il n'y a guère de pays qui s'efforcent de mettre au point une conception systématique et globale de la réglementation bancaire.

Dans ce contexte mondial, aucun pays ne peut faire cavalier seul pour lutter contre les répercussions d'une telle situation. Si un seul pays renforce unilatéralement sa tutelle et sa réglementation à l'égard des établissements bancaires situés sur son territoire ou de ceux qui sont situés à l'étranger mais sous le contrôle de ses résidents, cela risque de se traduire simplement par un transfert d'activités au profit des banques étrangères.

Si, en définitive, des mesures doivent être prises, seule une action collective a des chances d'être fructueuse. Cependant, la coopération internationale, dans ces circonstances, est essentiellement un « bien public ». Comme dans le cas des autres biens publics, l'offre de coopération internationale risque de ne pas atteindre le degré qui serait mutuellement profitable, car chaque pays, agissant rationnellement pour lui-même, se désintéresse des avantages qu'une plus grande coopération pourrait apporter aux autres. La tendance de chaque pays à supposer qu'il est assez petit sur négliger les conséquences de ses actes pour le reste du monde, est une caractéristique de ce problème collectif. Des analyses théoriques portant sur des situations analogues au niveau micro-économique ou national, ont déjà révélé que l'on risquait d'obtenir, dans de tels cas, un résultat suboptimal pour l'ensemble des pays. En outre, plus le groupe de pays envisagé est important, plus est grande la probabilité de voir certains d'entre eux se comporter en « resquilleur » et donc moins on a de chances que ce groupe de pays défende l'intérêt général<sup>31</sup>. Ce biais qui est inhérent à toute coopération destinée à résoudre des problèmes structurels et mondiaux ne peut être surmonté que par des initiatives politiques de la part de certains États nationaux et par l'évolution progressive des institutions politiques internationales.

Le principal mécanisme qui existe actuellement pour catalyser la coopération internationale entre les autorités de tutelles des banques est représenté par le « Comité Cooke », qui se réunit sous les auspices de la Banque des Règlements Internationaux<sup>32</sup>. La Communauté européenne a créé plusieurs organismes destinés à examiner ces problèmes au sein de la CEE (le « Groupe de contact », qui réunit périodiquement, depuis 1969, les autorités de tutelle des banques des pays de la Communauté, le Comité consultatif bancaire et le Comité directeur créé dans le cadre de la Première Directive de coordination bancaire de 1977 et chargé de la planification et de la coordination de la réglementation bancaire). L'Organisation de Coopération et de Développement Économiques a, elle aussi, lancé, au cours des dernières années, une étude consacrée à ces problèmes (sous l'égide du Groupe d'Experts sur les questions bancaires, rendant compte au Comité des Marchés Financiers).

Le Comité Cooke n'a été créé qu'en 1975. Depuis cette date, il semble avoir réalisé des progrès importants sur plusieurs fronts, sans beaucoup de publicité. Le « Concordat » de décembre 1975 précisait plusieurs aspects de la répartition des responsabilités entre les autorités de tutelle nationales<sup>33</sup>. Les membres de ce comité sont parvenus à l'accord de principe selon lequel il fallait contrôler les activités internationales des banques à partir de bilans consolidés. En outre, le comité a encouragé la collecte de données améliorées et plus complètes (en ce qui concerne, par exemple, la répartition par échéances des bilans des euro-banques et la ventilation par pays des prêts bancaires).

Au fil des années 80 et 90, il faudra très certainement renforcer les mécanismes institutionnels existants de coopération en matière de tutelle et de réglementation bancaires, et peut-être y ajouter des consultations et une coopération empruntant d'autres voies.

## CONCLUSION

On peut résumer les principaux sujets abordés dans cette étude en quatre propositions très générales.

- A court terme, il n'est ni urgent ni souhaitable de « prendre des mesures pour contrôler les opérations bancaires sur euro-devises ». Il n'est pas besoin d'intervenir pour atténuer les tensions inflationnistes mondiales, pour réduire l'instabilité des taux de change, pour remédier à la fragilité des structures bancaires internationales ou pour rétablir l'autonomie des politiques monétaires nationales. Toute tentative d'action à court terme, qui invoquerait de tels

motifs, reposerait sur une analyse incomplète et provoquerait des anticipations fausses quant à ce que l'on peut et ce que l'on doit réaliser.

- A plus long terme, les États-Unis et les autres grands pays industriels seront manifestement confrontés à de graves problèmes *internationaux* dans l'élaboration d'une structure solide pour la réglementation financière nationale et mondiale. Il n'est pas possible d'apporter à ces problèmes une solution rapide. Mais ils méritent d'être étudiés et débattus par les spécialistes des questions bancaires ainsi que par les autorités de tutelle des États, car ils deviendront de plus en plus flagrants à l'avenir.
- Les tenants de l'efficacité des marchés, qui considèrent que les opérations bancaires sur euro-devises sont tout à fait salutaires et ne posent pas de problèmes à l'action des pouvoirs publics, sont presque aussi exagérément optimistes que la thèse du dérèglement des marchés est pessimiste. Le simple fait que l'activité internationale des intermédiaires financiers comporte beaucoup d'avantages ne veut pas dire pour autant que tout va pour le mieux dans ce qui n'est pas «le meilleur des mondes possibles».
- Les aspects internationaux de la réglementation bancaire sont indissociables de la réglementation nationale. La distinction classique entre activités bancaires nationales et internationales s'estompe de plus en plus. Désormais, il n'y a plus guère de problème réglementaire, qui auparavant était considéré comme strictement interne, que l'on puisse examiner intelligemment sans tenir compte des activités bancaires internationales et du cadre réglementaire existant à l'étranger.

## NOTES

1. Le numéro du magazine *The New Yorker* paru le 1<sup>er</sup> novembre 1982 – juste après la fête américaine de Halloween – comprenait une caricature représentant deux sorcières au clair de lune, dont l'une versait des ingrédients dans un chaudron tandis que l'autre lisait un livre de recettes et s'exclamait : « Ne lésine pas ! N'oublie pas que nous avons pour concurrents des déficits géants, un chômage qui grimpe et un système bancaire international en train de s'effondrer. » Les caricatures du *New Yorker* sont en général un indicateur fiable (coïncident et non avancé) d'une opinion qui se prétend informée des problèmes relatifs à l'action des pouvoirs publics. Si l'on en croit le *New Yorker*, la crainte d'un ((effondrement) bancaire était donc particulièrement répandue à l'automne de 1982.

2. Pour donner un exemple concret, signalons que le montant des prêts extérieurs (créances sur des non résidents) des établissements bancaires des 15 pays qui fournissent régulièrement des données à la Banque des Règlements Internationaux, s'élevait en décembre 1980, à 1 185 milliards de dollars (colonne A, somme des colonnes 3 et 4). Sur ce montant, 347 milliards seulement (29 %) représentaient des prêts au secteur non bancaire.

3. Il en est ainsi même pour l'essentiel des dépôts en euro-devises au jour le jour (ceux qui ne comportent pas d'échéance fixe et sont immédiatement remboursables à la demande du déposant).

4. Pour un examen détaillé de la distinction entre les montants brut et net du marché des euro-devises, cf. Mayer, (mai 1976 et août 1979).

5. Tous les chiffres figurant dans les deux premières colonnes du tableau 2 portent sur des valeurs nominales et sont donc très touchés par l'inflation. Si l'on ventile en sous-périodes, la période 1964-81, les taux de croissance seraient bien moins élevés au cours des premières sous-périodes qu'au cours des dernières années, où l'inflation était forte. On observera toutefois que l'inflation n'explique pas la forte différence *relative* des taux de croissance entre les agrégats de l'activité bancaire internationale d'une part, et, d'autre part, les mesures concernant les échanges et la production.

6. Pour simplifier la formulation, je parie de croissance des opérations bancaires sur euro-devises. A quelques légères modifications près, l'analyse s'applique tout autant à la possibilité d'une croissance insuffisante d'une contraction effective.

7. Pour être plus concret, supposons que l'on se situe dans la deuxième moitié des années 70 et que les nouveaux intermédiaires soient les fonds de placement sur le marché monétaire (« money market mutual funds »). On trouve un autre exemple notable dans la remontée rapide qu'ont connue pendant l'après-guerre, les institutions d'épargne-logement ((savings and loan associations ») après le niveau très bas où elles étaient tombées au cours des années 30.

8. Cf. par exemple, Brainard (1967).

9. Ce paragraphe et les précédents résument brièvement une analyse complexe et, par conséquent, ils omettent nécessairement des détails et des nuances qui mériteraient d'être approfondis mais qui, toutefois, ne modifient pas les conclusions générales résumées ici.

10. La substitution la plus importante est le remplacement des prêts internationaux entre banques, effectués en monnaie nationale (celle de la banque prêteuse ou débitrice] par des prêts effectués en devises (c'est-à-dire en une troisième unité monétaire qui n'est la monnaie nationale d'aucun des établissements prenant part à cette transaction). Toutefois, les flux de crédits et de dépôts concernant le secteur non bancaire ont également donné lieu à un déplacement notable vers de nouvelles voies, au détriment des voies classiques.

11. Pendant longtemps, les travaux universitaires et les articles de presse laissaient apparaître une controverse quant à la part de la création nette de crédit ou de monnaie qui était imputable aux opérations bancaires en euro-devises. Les points de vue commencent enfin à se rejoindre dans le sens que l'on vient de résumer. Pour plus de détails sur les analyses et les références bibliographiques, cf. Swoboda, (1980) ; Mayer, (novembre 1979) ; Niehans et Hewson, (février 1976).

12. Je reviendrai là-dessus à la fin de cette étude.

13. On ne pense pas en général que ceux qui investissent dans des entreprises non financières aient besoin d'une protection particulière, analogue à celle que l'on accorde aux déposants et investisseurs des banques et autres intermédiaires financiers. Pourquoi pas ? La banque est-elle plus exposée que d'autres branches d'activité aux délits d'initiés ? Les banques sont-elles soumises à une réglementation aussi tâillonne parce que l'on considère leurs déposants comme de « petites gens » plutôt que comme des « capitalistes d'élite » ? Les prises de participation dans des banques méritent-elles davantage de protection que lorsqu'elles s'effectuent dans des entreprises non financières ? Les intermédiaires financiers et les entreprises qui pratiquent cette médiation présentent-ils d'autres caractéristiques justifiant que les pouvoirs publics les surveillent de plus près que les entreprises « ordinaires » ? De telles questions n'ont pas de réponse évidente.

14. Voir, par exemple, Kindleberger, (1978) ; McKay, (1932) ; Minsky, (juin 1972 et automne 1978).

15. Pour une analyse des différents comportements des marchés aux enchères et de clientèle, voir Okun, (1982).

16. L'argumentation classique qui préconise l'intervention de la banque centrale comme prêteur en dernier ressort a été exposée par Bagehot, (1873). Cf. également Hirsch, (septembre 1977), et Kindleberger (1978), chapitres 9-10.

17. Voir, par exemple, Bator, (août 1958) ; Arrow, (décembre 1963) ; Olson, (1971) Kahn, (1966) ; Arrow, (juin 1968) ; Arrow, (mars 1974) ; Schelling, (1974) ; Hirsch, (1976).

18. Kindleberger (1978), p. 161.
19. Pour plus de détails, voir Kareken, (1981). Le problème du danger moral provient de l'assurance a « prime fixe ». Pour atténuer ce problème, on a présenté des propositions de réforme de l'assurance des dépôts, visant a proportionner la prime versée par une banque au degré de risque que représente son portefeuille d'avois.
20. Cette proposition, et plusieurs autres qui seront soulignées ci-après, sont clairement énoncées par Shafer, (juillet 1982). Dans ma conception des problèmes du prêteur en dernier ressort, j'ai également subi l'influence des recherches effectuées par Guttentag et Herring (mai 1983).
21. Certaines des difficultés que suscite l'insolvabilité des banques peuvent exiger une intervention des pouvoirs publics. L'État peut être amené à intervenir pour empêcher un établissement **insolvable** d'attirer de nouveaux Créanciers privés et pour protéger les créanciers existants en interdisant aux dirigeants de cet établissement de dilapider ses avoirs à leur détriment. Une intervention des autorités peut **également** être souhaitable pour préserver la valeur d'exploitation de l'établissement, (par exemple, en le faisant fusionner avec une banque viable au lieu de le contraindre à la liquidation). Toutefois, de telles interventions ne relèvent pas normalement d'une banque centrale, ou tout au moins se distinguent des responsabilités qu'elle exerce en tant que prêteur en dernier ressort. On trouvera un examen plus approfondi de ces questions dans l'ouvrage de Guttentag et Herring, (mai 1983).
22. Deux auteurs montrent les **complexités** et les difficultés que comportent de telles appréciations, le premier, dans le contexte britannique, le second, aux États-Unis : cf. Reid (1982), et Spero (1980).
23. Ces aspects, notamment, des risques liés aux activités bancaires internationales ont été examinés de façon assez détaillée par Guttentag et Herring (décembre 1982 et mai 1983).
24. Cette affirmation s'appuie sur la théorie de Markowitz et Tobin, qui **préconise** une sélection des portefeuilles a partir d'un monde comprenant plusieurs nations et plusieurs unités monétaires. Cf. par exemple Grubel, (décembre 1968).
25. Bien entendu, une fois **passée** la crise financière, les banques centrales doivent inverser complètement ou en partie les opérations d'accompagnement effectuées antérieurement, à mesure que les préférences privées en matière d'actifs reviennent à la normale. A défaut, il pourrait en résulter une évolution très préjudiciable (par exemple, une accélération de l'inflation), de même qu'un refus initial de tout accompagnement peut entraîner une modification très défavorable de la situation économique (par exemple, un effondrement financier, venant aggraver une récession déjà en cours).
26. Si les investisseurs privés achètent des dollars américains en vendant d'autres devises et si les banques centrales des pays dont la monnaie s'affaiblit, interviennent sur les marchés des changes en utilisant leurs réserves de dollars pour soutenir leur monnaie, la base monétaire aura des chances de se contracter dans les pays a monnaie faible sans entraîner d'augmentation correspondante de la base monétaire américaine. Le statut de monnaie de réserve du dollar américain permet cette éventualité. Cependant, même dans un tel cas, une action concertée des banques centrales, comme le recours aux accords de crédit croisé du réseau de la Réserve fédérale, peut éviter la **concrétisation** d'une telle éventualité.
27. Cf. Bank of England (juin 1981), p. 238.
28. Ce point a **été** examiné par Guttentag et Herring (mai 1983), et par Shafer (juillet 1982). Shafer fait valoir, correctement à mon avis, qu'il vaudrait mieux fournir une aide a un taux d'intérêt légèrement supérieur aux taux interbancaires en vigueur que de laisser les banques dans l'incertitude quant aux intentions **réelles** de la banque centrale. Pour des raisons qui ont souvent **été** avancées dans le débat national relatif au fonctionnement du réescompte, des taux de réescompte progressifs (augmentant en fonction du montant emprunte par une banque) seraient préférables à la méthode qui consiste à lier simplement le taux de réescompte a celui du marché, moyennant une surtaxe de pénalisation ; pour plus de détails, voir Bryant.
29. Les problèmes évoqués dans ce paragraphe et dans le précédent sont examinés plus a fond par Guttentag et Herring (mai 1983).
30. Cf. Key, (octobre 1982).

**31.** Dans la mesure où un bien public est fourni, tous ceux qui attachent une valeur à ce bien tendent à en bénéficier, qu'ils contribuent ou non à son coût de production. De ce fait, un petit nombre de participants « moins petits » à l'action collective supportent généralement une part disproportionnée de ces coûts. Cette argumentation est développée par **Olson (1971)**.

**32. W.P. Cooke**, principal responsable du contrôle bancaire à la Banque d'Angleterre, est le Président de ce Comité, dont le nom officiel est « Comité de la Réglementation bancaire et des méthodes de surveillance ». En ce qui concerne les origines de ce groupe et le résumé de ses activités, voir Bank of England, (juin **1981**).

**33.** La version originale du Concordat figure en annexe à l'étude *International Capital Markets : Recent Developments and Short-term Prospects*, **1981**, IMF Occasional Paper N° 7 (Fonds Monétaire International, août **1981**). Une nouvelle version de ce concordat a été préparée par le Comité Cooke en **1983**.

## BIBLIOGRAPHIE

- Arrow K.J., « Uncertainty and the Economics of Medical Care », *American Economic Review*, Vol. 53 (décembre 1963).
- Arrow K.J., « The Economics of Moral Hazard: Further Comment », *American Economic Review*, Vol. 58 (juin 1968).
- Arrow K.J., « Limited Knowledge and Economic Analysis », *American Economic Review*, Vol. 64 (mars 1974).
- Bagehot W., *Lombard Street* (London, Kegan, Paul & Co., 1873; réédité par John Murray, 1924).
- Bank of England, « Developments in Cooperation among Banking Supervisory Authorities », *Quarterly Bulletin*, (juin 1981).
- Bator F.M., « The Anatomy of Market Failure », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 72 (août 1958).
- Brainard W.C., « Financial Intermediaries and a Theory of Monetary Control », repris par D. D. Hester et James Tobin (réd.), *Financial Markets and Economic Activity* (Wiley for Cowes Foundation, 1967).
- Bryant R.C., *Controlling Money: The Federal Reserve and Its Critics* (Brookings Institution, 1983), chapitre 6.
- Grubel H.G., « International Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows », *American Economic Review*, Vol. 58 (décembre 1968), pp. 129-314.
- Guttentag J. et Herring R., « Uncertainty and Insolvency Exposure by International Banks », rapport présenté à la réunion de décembre 1982 de l'Allied Social Science Associations à New York.
- Guttentag J. et Herring R., « The Lender-of-Last-Resort Function in an International Context », *Princeton Essays in International Finance* No. 151 (Princeton University Press, mai 1983).
- Hirsch F., *Social Limits to Growth* (Cambridge: Harvard University Press, 1976).
- Hirsch F., « The Bagehot Problem », *Manchester School*, Vol. 45 (septembre 1977) pp. 24-25.
- Kahn A.E., « The Tyranny of Small Decisions: Market Failures, Imperfections, and the Limits of Economics », *Kyklos*, Vol. 19 (1966).
- Kareken J.H., « Deregulating Commercial Banks: The Watchword Should Be Caution », *Quarterly Review of the Federal Reserve Bank of Minneapolis*, Printemps-Été 1981.
- Key S.J., « International Banking Facilities », *Federal Reserve Bulletin*, octobre 1982, pp. 565-77.
- Kindleberger C.P., *Manias, Panics, and Crashes: A History of financial Crises* (Basic Books 1978).
- Mayer H.W., « The BIS Concept of the Eurocurrency Market », *Euromoney*. (mai 1976), pp. 60-66.
- Mayer H.W., « The BIS Statistics of International Banking: Coverage, Netting-out Methods, Problems of Interpretation », rapport présenté à la Seizième Conférence générale de l'International Association for Research in Income and Wealth (août 1979).

- Mayer H.W., « Credit and Liquidity Creation in the International Banking Sector », *BIS Economic Papers*, 1 (Bank for International Settlements, novembre **1979**).
- McKay C., *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, (Boston: LC. Page & Co., **1932**).
- Minsky H.P., « Financial Stability Revisited: The Economics of Disaster », in Board of Governors of the Federal Reserve System, *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Vol. 3 (Washington, D.C., juin **1972**).
- Minsky H.P., « The Financial Instability Hypothesis: A Restatement », *Thames Papers in Political Economy* (School of Social Sciences of Thames Polytechnic, Automne **1978**).
- Niehans J. and Hewson J., « The Eurodollar Market and Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 8 (février **1976**), pp. 1-27.
- Okun A.M., *Prices and Quantities: A Macroeconomic Analysis* (Washington, DC: Brookings Institution, **1982**).
- Olson M., *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups* (Second Edition, Cambridge: Harvard University Press, **1971**).
- Reid M., *The Secondary Banking Crisis, 1973-75* (London: Macmillan, **1982**).
- Schelling T., « On the Ecology of Micromotives », in Robin Marris, ed., *The Corporate Society* (Macmillan, **1974**).
- Shafer J.R., « The Theory of the Lender of Last Resort and the Eurocurrency Markets », *Federal Reserve Bank of New York working paper*, revu en juillet **1982**.
- Spero J.E., *The Failure of the Franklin National Bank* (Columbia University Press, **1980**).
- Swoboda, A.K., « Credit Creation in the Euromarket: Alternative Theories and Implications for Control », *Occasional Paper No. 2, Group of Thirty* (New York, **1980**).