

## UNE ÉVALUATION DE LA RÉFORME FINANCIÈRE DANS LES PAYS DE L'OCDE

Malcolm Edey et Ketil Hviding

### TABLE DES MATIÈRES

Introduction .....	8
Comment les gouvernements ont-ils libéralisé leurs systèmes financiers ? .....	9
Raison d'être économique des réglementations financières .....	11
Risque systémique .....	12
Rôles d'information et de surveillance des réglementations financières .....	14
Conséquences économiques de la libéralisation des marchés financiers .....	15
Évolution structurelle des marchés financiers .....	15
Effets sur l'efficacité et l'affectation des ressources .....	18
Effets sur la stabilité financière et la gestion macroéconomique. ....	24
Conclusions .....	31
Glossaire des termes techniques. ....	35
Bibliographie .....	37

---

Les auteurs sont particulièrement reconnaissants à Bruce Montador pour la contribution qu'il a apportée à la définition de l'orientation globale du projet. Ils remercient également leurs collègues pour leurs Commentaires et suggestions et, en particulier, Jørgen Elmeskov, Michael P. Feiner, Robert Ford, Peter Hoeller, Peter Jarrett, Mike Kennedy, Constantino Lluch, Bruce Montador, Sigurd Naess-Schmidt et John Thompson. Andrea Prowse et Paula Simonin ont assuré les travaux de secrétariat avec patience et compétence tandis que Laure Meuro leur a fourni une aide précieuse sur le plan statistique. Les points de vue exprimés dans cette étude sont ceux des auteurs et ils ne correspondent pas nécessairement à ceux de l'OCDE.

---

## INTRODUCTION

Au cours des vingt dernières années, les systèmes financiers des pays de l'OCDE ont connu de profondes modifications structurelles du fait de la réforme des réglementations et de l'innovation technologique. Les dispositifs qui étaient en place dans la plupart des pays au début des années 70 se caractérisaient par de fortes limitations du jeu des forces du marché au moyen notamment de contrôles des prix ou du volume des opérations des institutions financières, de restrictions à l'accès au marché et d'un contrôle de l'affectation des ressources entre emprunteurs concurrents. Ces cadres réglementaires ont évolué pour répondre à un certain nombre d'objectifs économiques et sociaux des gouvernements. Au cours de la période de reconstruction de l'après-guerre, nombre de pays ont utilisé les contrôles directs pour canaliser les ressources vers des branches d'activité jugées prioritaires; les restrictions imposées à l'accès au marché et à la concurrence ont été partiellement motivées par un souci de stabilité financière et la gestion macroéconomique a souvent eu recours à des contrôles sur les banques et les institutions financières.

La nette réorientation des systèmes financiers au cours des vingt dernières années vers une plus large ouverture sur la loi du marché a été suscitée par un certain nombre de facteurs interdépendants qui rendaient de plus en plus difficile aux contrôles directs d'atteindre les objectifs qui leur avaient été assignés. Parmi les plus importants de ces facteurs, on peut citer :

- le rétrécissement de la base réglementaire. Ce phénomène a résulté de différentes manœuvres de contournement des réglementations (telles que le développement de centres financiers offshore ou l'adoption par les banques de méthodes de financement hors bilan) ainsi que de la contraction plus générale des activités des banques et autres institutions réglementées au profit d'acteurs moins strictement encadrés du secteur financier;
- l'innovation financière et le développement technologique rapide, par le biais desquels les réglementations ont pu être de plus en plus facilement contournées ;
- l'évolution macroéconomique, notamment le creusement des déficits budgétaires et l'apparition de problèmes inflationnistes dans les années 70, qui ont rendu plus nécessaire la flexibilité des taux d'intérêt.

Ces pressions étaient telles qu'une certaine réforme des réglementations financières était probablement inévitable, et le fait est que tous les pays Membres ont mis en œuvre au moins un certain nombre de mesures de libéralisation au cours des deux dernières décennies. Les réformes essentielles que l'on retrouve dans la majorité des pays sont la suppression de la plupart des contrôles de prix et des contrôles quantitatifs imposés aux banques, la libéralisation de l'accès au marché à l'intérieur du secteur des services financiers, et la suppression des contrôles de change. Tout en atténuant les problèmes de contrôle monétaire, ces réformes étaient censées accroître l'efficacité du secteur financier en favorisant la concurrence et en supprimant les distorsions qui faussaient l'affectation des ressources. Des doutes ont cependant été exprimés sur la réalisation effective de ces objectifs et sur les conséquences de la déréglementation pour la stabilité financière. Ces doutes ont notamment été suscités par les turbulences enregistrées récemment sur les marchés monétaires et les marchés des valeurs mobilières ainsi que par les très gros problèmes observés dans le secteur bancaire de plusieurs pays.

La présente étude a pour objet de répondre à ces préoccupations en offrant une évaluation globale du processus de réforme et de ses conséquences économiques. Elle comprend trois grandes parties ; elle donne, tout d'abord, un bref aperçu des principales réformes, suivi par une analyse de la justification économique des réglementations financières, avant de présenter, dans la troisième section, une analyse des conséquences économiques de la déréglementation.

## **COMMENT LES GOUVERNEMENTS ONT-ILS LIBÉRALISÉ LEURS SYSTÈMES FINANCIERS ?**

Les multiples réglementations qui entouraient les systèmes financiers de la plupart des pays de l'OCDE pendant les années 60 et 70 peuvent être regroupées dans les grandes catégories suivantes] :

- contrôles des taux d'intérêt;
- réglementations applicables au marché des valeurs mobilières ;
- restrictions quantitatives à l'investissement des institutions financières ;
- réglementations limitant les liens de capitaux entre institutions financières ;
- dispositions restreignant la gamme des activités autorisées ;
- restrictions à l'entrée d'institutions financières étrangères ; et
- contrôle des opérations de change et des mouvements de capitaux.

Les réglementations énumérées ci-dessus étaient, en gros, de deux ordres : celles qui affectaient essentiellement l'aptitude à effectuer des opérations aux prix

d'équilibre des marchés (contrôles des taux d'intérêt et du crédit, règles applicables aux investissements, contrôles des opérations en capital) et celles qui affectaient les délimitations entre les institutions financières et l'accès au marché au sein du secteur financier (réglementations limitant la gamme des activités autorisées, contrôles de la structure du capital et de l'accès aux marchés étrangers).

Dans l'ensemble, la déréglementation opérée au cours des vingt dernières années dans la première de ces deux catégories de dispositions a été considérable ; bien que des restrictions subsistent dans certains domaines mineurs, la plupart des contrôles de ce type ont été abolis dans la plupart des pays de l'OCDE. De plus, la suppression des contrôles sur les mouvements de capitaux et l'internationalisation croissante du secteur des services financiers ont probablement contribué à faciliter le contournement des restrictions qui pourraient subsister. Le processus de libéralisation ne s'est toutefois pas fait de manière uniforme et son contenu a varié selon les pays. Dans certains, comme notamment les États-Unis, le Royaume-Uni, les pays nordiques, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, les principales mesures de suppression des contrôles directs de prix et des contrôles quantitatifs avaient, pour l'essentiel, été adoptées dès le milieu des années 80, alors que dans plusieurs pays d'Europe continentale et au Japon, la déréglementation a été opérée de manière un peu plus prudente et sur une plus longue période. Dans quelques pays, au premier rang desquels figurent notamment l'Allemagne, le Canada et les Pays-Bas, les contrôles sur les taux d'intérêt bancaires et les mouvements de capitaux avaient été levés dès la fin des années 60 et le début des années 70. Les contrôles de prix et les contrôles quantitatifs qui ont été maintenus revêtent notamment la forme de légères restrictions sur les taux d'intérêt versés sur les comptes courants en France et aux États-Unis\* et sur les comptes de dépôt à terme de faible montant au Japon ainsi que de restrictions sur la diversification des portefeuilles par les caisses de retraite et d'assurance dans de nombreux pays<sup>3</sup>.

S'agissant du second groupe de réglementations, celles concernant les limites institutionnelles et les obstacles à la concurrence, la libéralisation a été de portée plus limitée. L'accès au marché international des services financiers a été sensiblement, mais pas totalement, libéré et l'on a observé une certaine réduction des barrières entre les différents types d'institutions dans les pays où elles étaient importantes, notamment le Japon, le Royaume-Uni et le Canada cependant qu'en Europe, le principe de l'agrément unique prévu par la deuxième directive bancaire impliquait une nouvelle et forte avancée de la libéralisation. Cette disposition permet à tout établissement financier agréé dans un pays membre de l'Union européenne de fournir des services financiers dans tous les autres États membres.

Si la déréglementation a été moins poussée dans ces domaines, c'est parce que l'on considère que les problèmes y sont plus complexes et l'intérêt d'une libération générale moins évidents. La raison d'être des restrictions aux liens de capitaux entre les banques et les entreprises non financières est en particulier

fortement contestée. Dans la plupart des pays, la détention du capital d'une banque par une entreprise non financière est limitée soit par l'obligation de diversification de l'actionnariat des banques, soit par les dispositions générales de la législation antitrust qui visent à empêcher la concentration du capital d'une banque lorsqu'il risque d'en résulter des conflits d'intérêts. De même, dans nombre de pays, la détention par une banque du capital d'entreprises non financières est soit interdite, soit strictement limitée, soit assujettie à une autorisation spéciale de l'organe de tutelle. Ces restrictions ont pour but d'éviter que les banques ne s'exposent à des risques excessifs ou d'empêcher une concentration excessive du pouvoir économique. Cependant, les structures réglementaires des grands pays diffèrent largement dans ce domaine<sup>4</sup>.

Presque partout, le processus de déréglementation a mis en évidence la forte interdépendance existant entre les différents types de réglementations. Les premières mesures de libéralisation ont souvent eu pour effet de réduire l'efficacité des dispositions maintenues ou de renforcer leur incidence négative sur la concurrence dans le secteur financier, ce qui a accru les pressions en faveur de la poursuite des réformes. L'intensification de la concurrence dans le secteur financier a aussi montré que les banques et les autres institutions financières pouvaient être exposées à de plus gros risques, une fois les réglementations supprimées. Il en est résulté, ces dernières années, un regain d'intérêt pour le renforcement de certains types de réglementations visant à limiter les risques des secteurs financiers, comme on le verra plus loin.

### **RAISON D'ÊTRE ECONOMIQUE DES RÉGLEMENTATIONS FINANCIÈRES**

Les objectifs déclarés des politiques réglementaires dans le secteur financier, telles que les pays de l'OCDE les pratiquaient dans le passé, peuvent être classés en trois principales catégories, selon qu'il s'agit de :

- répondre à des considérations d'affectation des ressources;
- fournir des instruments de contrôle monétaire; et
- remédier aux insuffisances constatées du marché et aux externalités systémiques dans le secteur financier.

Bien que ces catégories ne s'excluent pas mutuellement, les réglementations qui ont été le plus largement supprimées ont été généralement celles qui visaient au premier chef les deux premiers des objectifs susmentionnés. Il n'y a rien d'étonnant à cela, les gouvernements membres s'accordant généralement à reconnaître que pour atteindre ces objectifs, une intervention réglementaire a moins de chances d'être efficace que des méthodes fondées sur le jeu du marché. Cette opinion a pour corollaire que des structures réglementaires doivent être maintenues (ou adoptées) lorsqu'elles sont nécessaires pour remédier à des insuffisances identifiables du marché, et lorsqu'elles peuvent y parvenir de manière efficiente.

Dans les paragraphes qui suivent, on analysera plus particulièrement deux grands types d'insuffisances potentielles du marché susceptibles de justifier une intervention réglementaire : d'abord les risques systémiques, puis les externalités liées à la surveillance du comportement des institutions financières.

### **Risque Systémique**

Par risque systémique, on entend les menaces potentielles que les risques pris par les différents acteurs financiers peuvent faire peser sur la stabilité du système financier dans son ensemble. Parmi les facteurs potentiels de risque systémique figurent :

- l'instabilité du volume des dépôts dans les établissements bancaires non réglementés, du fait de la vulnérabilité des banques à des « ruées » sur les dépôts et à un manque de liquidité;
- les risques liés au système de paiements qui peuvent se manifester lorsqu'un opérateur important ne satisfait pas à ses obligations de compensation ;
- des stratégies d'arbitrage déstabilisatrices : les marchés des actifs risquent d'être déstabilisés si un nombre suffisant d'opérateurs adoptent des stratégies d'arbitrage qui sont « procycliques », telles que des opérations d'arbitrage programmées sur ordinateur ou des opérations de couverture dynamiques.

La prise de conscience des problèmes de risque systémique s'est fortement intensifiée à la suite d'un certain nombre de cas d'instabilité financière observés après la déréglementation. Les principaux exemples seront analysés plus loin dans la section consacrée aux conséquences économiques de la déréglementation, et l'on examinera aussi le rôle d'autres facteurs d'instabilité (d'ordre macroéconomique notamment). Du point de vue des politiques réglementaires, les principales questions qu'il convient de poser concernent l'ampleur de la réglementation requise pour ramener les risques systémiques à des niveaux acceptables, et la nature des interventions réglementaires qui sont le moins susceptibles de fausser le jeu des forces du marché. A cet égard, l'éventail de moyens d'action disponibles, grossièrement classés en fonction de leur effet plus ou moins restrictif sur les forces du marché, pourrait être présenté comme suit :

- mécanismes de prêts de dernier ressort pour assurer les liquidités requises au système bancaire ;
- systèmes obligatoires d'assurance des dépôts ;
- surveillance et réglementation prudentielles (par exemple, normes de fonds propres); et
- mesures limitant directement la concurrence dans le secteur financier.

Les deux premiers de ces instruments visent essentiellement à limiter les « ruées » sur les dépôts et les crises de liquidités. Ils font partie du cadre réglementaire de la plupart des pays de l'OCDE (l'Australie et la Nouvelle-Zélande constituant des exceptions pour ce qui est de l'assurance obligatoire des dépôts<sup>5</sup>) mais on les considère généralement comme étant à eux seuls insuffisants pour préserver la stabilité systémique même au sens étroit, à savoir le maintien de la stabilité du secteur bancaire. Ainsi, la possibilité donnée aux banques centrales d'assurer un apport de liquidités implique qu'elles soient capables de faire la distinction entre pénurie de liquidités et insolvabilité des institutions financières, ce qui exige donc vraisemblablement une forme plus large de surveillance prudentielle. Les mécanismes d'assurance des dépôts assurent la protection des consommateurs mais risquent d'entraîner un comportement plus laxiste de la part aussi bien des établissements de collecte des dépôts, qui seront moins tentés de limiter le montant global de leurs engagements, que les déposants, qui s'inquiéteront moins de ces engagements. Ces problèmes justifient, semble-t-il, le recours à une surveillance ou à des réglementations prudentielles pour limiter le volume des risques susceptibles d'être couverts par l'assureur public.

La surveillance et la réglementation prudentielles ont été sensiblement renforcées dans la plupart des pays au cours des dix dernières années. Un élément clé à cet égard a été l'adoption générale de l'Accord de Bâle sur les normes de fonds propres dans le secteur bancaire, qui impliquait de porter les fonds propres des banques à au moins 8 pour cent de leurs engagements pondérés en fonction du risque sur la période 1988-1992; d'autres règles prudentielles, telles que les obligations de publicité et le plafonnement des risques pris à l'égard d'emprunteurs individuels, ont été elles aussi renforcées. De plus, le Comité de Bâle et un certain nombre d'autorités nationales de tutelle étudient actuellement la mise au point de normes de fonds propres pour d'autres types d'activités financières, notamment les transactions sur titres. Ce qui motive en grande partie cette action, c'est le sentiment que l'intensification de la concurrence aggrave les risques systémiques en permettant aux institutions financières d'assumer plus de risques ou en les y incitant. Si les systèmes antérieurs de contrôle de prix et de contrôle quantitatif généralisé ne visaient pas principalement à limiter les risques systémiques, il est possible que dans certains cas ils aient indirectement joué ce rôle en limitant la concurrence et en obligeant les banques à opérer dans des segments à faible risque du marché.

Les politiques réglementaires qui ont une incidence sur le risque systémique tendent ainsi à imposer de moins en moins d'entraves directes à la concurrence dans le secteur bancaire pour privilégier des types d'instruments qui faussent moins le jeu du marché et qui visent plus directement les facteurs de risque systémique. Il conviendrait de poursuivre le processus de réforme dans ce domaine

pour remédier à un certain nombre de problèmes complexes non encore résolus, parmi lesquels :

- La définition de la portée du filet de sécurité systémique. Un système réglementaire efficient ne viserait à pénaliser ou à contrôler la prise de risques de chaque institution qu'en fonction de sa contribution au risque systémique global. Cependant, l'effacement des frontières institutionnelles semble rendre plus difficile de maintenir dans des limites étroitement définies l'éventail des institutions soumises à une surveillance prudentielle. Cela peut être une source de difficultés pour les autorités de tutelle surtout lorsqu'aux yeux du public la surveillance prudentielle implique une forme de garantie officielle de fait.
- La réglementation des valeurs mobilières. Bien que certaines préoccupations, telles que la nécessité d'un volume adéquat de moyens de financement, soient analogues à celles que soulèvent les activités traditionnelles d'intermédiation, nombre des problèmes réglementaires qui se posent ici semblent plus complexes. Le développement des marchés de produits dérivés, dont on appréhende moins bien les implications pour le risque systémique, a encore accru ces difficultés.
- L'harmonisation internationale des mesures visant à faire face au risque systémique. Une certaine harmonisation se justifie en raison des liens entre les marchés financiers nationaux et l'existence possible d'externalités systémiques globales (du fait, par exemple, qu'elle pourrait favoriser l'application de normes prudentielles strictes au niveau global, qui serait avantageuse pour tous)<sup>6</sup>.

### **Rôle d'information et de surveillance des réglementations financières**

Une importante externalité résulte du fait que les individus n'ont guère les moyens de suivre le comportement des institutions financières en matière de prise de risques et qu'en conséquence, les déposants sont incités à s'en remettre aux activités de surveillance des autres. Ce sous-investissement global en matière d'information et de surveillance risque de conduire à des inefficiences. Dans ces conditions, il est peut-être bon que l'autorité chargée des réglementations joue un rôle de surveillance à l'égard des institutions financières ou les classe en différentes catégories même lorsque ne se pose aucun problème de sécurité systémique plus large. Une manière d'y parvenir est de créer des catégories distinctes d'institutions financières (parmi lesquelles pourrait même figurer une catégorie non réglementée) dotées de cadres réglementaires différents et donc de caractéristiques différentes en matière de prise de risques. Une telle différenciation des institutions a l'avantage d'offrir un certain choix aux clients et peut en principe permettre aux institutions de se positionner sur un créneau en fonction de la demande de ces derniers.



De ce point de vue, l'existence d'un secteur bancaire spécialisé tenu de respecter des normes élevées de fonds propres et d'assurer la protection adéquate des déposants se justifie notamment par le fait que ceux-ci souhaitent avoir à leur disposition des institutions de ce type sans être en mesure d'en surveiller eux-mêmes le comportement ni de faire respecter les normes requises. On rejoint ainsi les objectifs de protection des consommateurs de la politique réglementaire.

### CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES DE LA LIBÉRALISATION DES MARCHÉS FINANCIERS

La présente section examine les conséquences économiques de la libéralisation des marchés financiers en considérant trois principaux aspects : l'évolution structurelle des marchés financiers, les effets sur l'efficacité et l'affectation des ressources ainsi que l'impact sur la stabilité financière et les implications pour les politiques macroéconomiques.

#### Évolution structurelle des marchés financiers

En supprimant les contraintes qui limitaient l'offre de services financiers, la déréglementation a permis un très important élargissement du secteur financier dans la plupart des pays ainsi qu'une augmentation du volume des ressources qu'il absorbe. Il s'agit là d'une évolution assez générale, comme en témoigne le tableau 1. La part du secteur financier dans l'emploi s'est élargie dans pratiquement tous les pays depuis la fin des années 70, progressant en moyenne d'environ un demi point de pourcentage pour le groupe de pays figurant au tableau 1; il est possible que ce chiffre sous-estime l'augmentation totale dans la mesure où il ne couvre pas l'emploi lié à des activités financières menées en dehors des institutions financières proprement dites et intervenant, par exemple, dans le cadre de grandes entreprises industrielles et commerciales. L'investissement dans le secteur finan-

Tableau 1. **Ressources employées dans les services financiers**

En pourcentage du total

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1993
Emploi <sup>1</sup>	3.1	3.5	3.8	4.1	4.1
investissement <sup>2</sup>	2.3	2.9	4.7	5.8	5.4

1 Moyenne pondérée des chiffres des pays suivants États-Unis, Allemagne, Canada, Autriche, Belgique, Danemark, Islande, Luxembourg et Norvège

2 Moyenne pondérée des chiffres des pays suivants États-Unis, Allemagne, France, Royaume-Uni, Danemark, Luxembourg et Norvège

Source OCDE

cier s'est lui aussi développé, de manière particulièrement forte au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Luxembourg. L'intensification des activités financières s'est traduite, en outre, par un accroissement substantiel de la taille des bilans par rapport aux revenus, tant dans le secteur des ménages que dans celui des sociétés, dans pratiquement tous les pays de l'OCDE. C'est dans les pays, comme les États-Unis, le Japon et la France, qui ont supprimé les restrictions de crédit et les contrôles sur les taux d'intérêt dans les années 70, que cette évolution a été le plus sensible mais ces indicateurs de l'activité financière ont aussi fortement augmenté dans des pays comme l'Allemagne et le Canada où, depuis longtemps, les taux d'intérêt sont déterminés par le jeu du marché et le crédit n'est pas directement encadré<sup>7</sup>. L'existence de ces tendances dans des pays où la déréglementation n'a joué qu'un rôle mineur donne à penser que des facteurs plus généraux, tels que le changement technologique et l'innovation financière, ont sans doute largement contribué à l'expansion du secteur financier.

La transformation structurelle du secteur financier des pays de l'OCDE, au cours des vingt dernières années, se caractérise par trois grandes tendances. La première a été l'intensification de la concurrence. Bien que l'intensité de la concurrence soit difficile à mesurer, il ne fait guère de doute que les pressions concurrentielles se sont considérablement renforcées dans de nombreux segments du secteur financier? Les avantages attendus de la concurrence sont une amélioration de l'éventail et de la qualité des services disponibles, une réduction des coûts, et des gains de productivité. Un certain nombre de constatations qui donnent à penser qu'au moins certains de ces avantages se sont concrétisés sont examinées dans la prochaine section.

La deuxième tendance structurelle importante a été la « titrisation », c'est-à-dire le plus large recours aux valeurs mobilières dans les opérations d'intermédiation. Ce phénomène a revêtu plusieurs formes. Les marchés des obligations et effets commerciaux de sociétés se sont développés dans un certain nombre de pays, permettant aux grandes entreprises de lever des fonds directement sur les marchés de capitaux. On a vu se multiplier les organismes de placement collectif – tels que fonds communs de placement, fonds à capital variable et sociétés d'investissement à capital fixe – qui ont facilité l'accès des petits épargnants aux marchés financiers. Dans nombre de pays, les fonds communs de placement monétaire – fonds communs de placement ayant des actifs de haute qualité et extrêmement liquides à courte échéance ou taux d'intérêt variables – sont apparus comme de sérieux concurrents aux dépôts classiques à vue, notamment dans les pays où les dépôts sur des comptes courants bancaires sont soumis à des contrôles de taux d'intérêt (États-Unis et France, par exemple). Un indicateur du développement de la « titrisation » dans le secteur bancaire est fourni par la part croissante des commissions (largement liées aux opérations sur créances « titrisées ») dans le revenu total des banques dans la quasi-totalité des pays (tableau 2). Autre phénomène étroite-

Tableau 2. **Banques : revenu hors intérêt en pourcentage du revenu total**

		1979-1984	1985-1989	1990-1992
États-Unis	Banques commerciales	24	30	34
Japon	Grandes banques commerciales	18	32	20
Allemagne	Ensemble des banques	19	21	25
France	Banques commerciales et coopératives de crédit	15	16	26
Italie	Banques commerciales	27	29	24
Royaume-Uni	Banques commerciales	31	37	41
Canada	Banques commerciales	22 <sup>1</sup>	27	31
Autres <sup>2</sup>		23	30	31

<sup>1</sup> 1982-1984  
<sup>2</sup> Moyenne pondérée des banques en Australie en Belgique (banques commerciales) au Danemark en Finlande (banques commerciales) en Grèce (grandes banques commerciales) aux Pays-Bas en Norvège en Suède (banques commerciales) en Espagne et en Suisse (grandes banques commerciales)

Source Rentabilité des banques OCDE

ment associé à la <(titrisation), le développement des marchés de produits dérivés de plus en plus sophistiqués (tableau 3), grâce auxquels les investisseurs sont mieux à même de gérer les risques de portefeuille. Les progrès de la technologie ont également contribué à ces évolutions en permettant aux institutions financières de déterminer plus facilement le cours d'instruments dérivés complexes<sup>9</sup>.

La troisième grande tendance a été l'internationalisation croissante des marchés financiers. Le développement spectaculaire des transactions internationales sur titres (actions et obligations) dans les sept plus grands pays de l'OCDE est illustré dans le tableau 4. Dans certains pays, l'accroissement des transactions internationales sur titres est manifestement le résultat direct de la suppression de

Tableau 3. **L'expansion des marchés financiers de produits dérivés**

Montant en principal notionnel en milliards de dollars EU'

Instruments	1986	1988	1990	1992
<b>instruments négociés sur les marchés organisés</b>	583	1 307	2 292	4 641
<b>instruments négociés de gré à gré</b>	500	1 330	3 451	5 346
<b>Total général</b>	1 083	2 637	5 743	9 987
Total général rapporté				
Aux créances internationales des banques déclarantes à la BRI	0 27	0 47	0 76	1 34
Au PIB de la zone de l'OCDE	0 10	0 19	0 35	0 59

<sup>1</sup> Encours en fin d'année  
 Source BRI (1993) BRI (1994)

Tableau 4. **Transactions internationales sur les actions et obligations'**

En pourcentage du PIB

	1970	1975	1980	1985	1990
États-Unis	2.8	4.2	9.3	36.4	92.5
Japon		1.5	7.0	60.5	118.6
Allemagne	3.3	5.1	7.5	33.9	57.5
France			8.4 <sup>2</sup>	21.4	53.3
Italie		0.9	1.1	4.0	26.7
Royaume-Uni				367.5	690.1
Canada	5.7	9.6	9.6	26.7	63.8

<sup>1</sup> Achats et ventes bruts de titres entre résidents et non-résidents

<sup>2</sup> 1982

Source : BRI *Rapport annuel*, 1992

différents contrôles sur les mouvements de capitaux, mais la réduction des coûts de transaction a sans doute joué un rôle tout aussi important dans nombre de pays, comme pour les opérations sur titres en général. Le développement du volume des transactions sur les marchés financiers internationaux a été étroitement lié à une diversification internationale accrue des portefeuilles des investisseurs institutionnels.

Malgré ces rapides changements dans les marchés financiers, les caractéristiques structurelles des systèmes financiers continuent de varier selon les pays de plusieurs façons notables, particulièrement en ce qui concerne l'importance relative des marchés des titres, des marchés des actions, des banques et des autres institutions financières comme sources de financement pour les investissements. Cette diversité a généralement tenu à des composantes réglementaires et structurelles plus générales des économies concernées<sup>10</sup>. Bien que les structures financières continuent de différer selon les pays, il semble qu'elles se soient rapprochées au fil du temps, avec l'assouplissement des contraintes imposées aux différentes formes de financement. On a ainsi observé, dans un certain nombre de pays anglophones, un plus large recours à l'emprunt pour financer les investissements des entreprises, tandis que les marchés des valeurs à revenu variable prenaient une importance accrue au Japon et dans un certain nombre de pays d'Europe continentale dans lesquels les banques jouaient traditionnellement un rôle plus important dans la fourniture de moyens de financement aux entreprises.

### **Effets sur l'efficacité et l'affectation des ressources**

Deux aspects fondamentaux de l'efficacité du secteur financier sont son efficacité interne (c'est-à-dire la qualité et le coût des services fournis) et son inci-

dence sur l'efficacit e de l'affectation des ressources dans l'ensemble de l' conomie. En l'absence d'interactions négatives importantes avec des distorsions ou des insuffisances du marché qui pourraient encore exister, la déréglementation financière devrait normalement avoir des effets positifs sur ces deux plans. Les paragraphes qui suivent présentent un certain nombre d'éléments qui indiquent qu'il en a bien été ainsi.

### **Efficiencinterne**

Le tableau 5 présente toute une série d'indicateurs de l'efficacité interne du secteur financier. Les mesures générales des coûts d'intermédiation fondées sur les marges moyennes d'intérêts des banques commerciales ne font apparaître aucune tendance globale nette, bien que les marges ainsi calculées se soient effectivement réduites au cours de la période 1979-1992 dans un certain nombre de pays dont la France, la Finlande, la Gr ce, les Pays-Bas et la Belgique. Ces mesures sont cependant sans doute fauss es et tendent à sous-estimer tout rétrécissement éventuel des marges, pour deux raisons. En premier lieu, la déréglementation a souvent supprimé des contraintes qui avaient favorisé l'octroi de crédit à des emprunteurs à faible risque, de sorte que le degré de risque moyen des prêts bancaires s'est probablement accru ; il faudrait donc, en principe, procéder à un certain ajustement pour arriver à une mesure de coûts d'intermédiation «   risque constant ». Deuxièmement, une part croissante du financement dans les systèmes déréglementés se fait sous des formes « titrisées » sur lesquelles les coûts sont probablement plus

Tableau 5. **indicateurs de l'efficacité opérationnelle!**

	Pourcentages		
	1979-1984	1985-1989	1990-1992
Marge d'intérêt nette <sup>2</sup>	2.57	2.58	2.61
Revenu brut du capital <sup>3</sup>	0.76	0.73	0.65
Coûts en personnel par rapport au revenu brut <sup>3</sup>	0.40	0.35	0.34
Commissions moyennes <sup>4</sup>	0.50	0.33	0.25
Ecart entre cours vendeurs et acheteurs <sup>5</sup>	0.32	0.13	..

1 Moyenne pondérée des banques commerciales aux  tats-Unis, au Japon, en Allemagne (ensemble des banques), en France, en Italie, au Canada, en Belgique, au Danemark (ensemble des banques), en Finlande, en Grâce, au Luxembourg, en Norvège (ensemble des banques), au Portugal (ensemble des banques), en Espagne (ensemble des banques), en Suède et en Suisse

2 Y compris également le Royaume-Uni

3 Revenu brut défini comme la somme des recettes nettes d'intérêt et du produit des commissions

4 Pourcentage du prix des actions britanniques

5 Dépôts en eurod vises (points de pourcentage) Moyenne simple du dollar des  tats-Unis, de la livre sterling, du franc français, du deutschemark et du yen japonais Moyenne des écarts journaliers entre cours acheteurs et cours vendeurs

Source Rentabilité des banques (OCDE), London Stock Exchange, Bank of England, DRI and FMI (1991)

faibles, ce qui tend à réduire les coûts moyens pour les emprunteurs. D'autres indicateurs présentés dans le tableau 5 donnent sans doute une image plus complète des coûts d'intermédiation financière. Ils montrent que les revenus que les banques tirent des commissions et des intérêts nets ont baissé par rapport au capital global du secteur bancaire et que leurs dépenses de personnel ont diminué par rapport à leur revenu, ce qui suggère une réduction des coûts globaux d'intermédiation et une amélioration de leur efficacité opérationnelle. En principe, la tendance à la baisse observée serait encore plus accusée si les revenus bancaires étaient évalués après «(ajustement en fonction des risques)» et déduction d'un niveau tendanciel de provisions pour pertes". Certains signes indiquent également une baisse des coûts de transaction en dehors du secteur bancaire, y compris une réduction des commissions moyennes à l'International Stock Exchange de Londres et des écarts moyens entre la demande et l'offre sur les marchés des eurodevises. On ne dispose cependant malheureusement pas d'étude détaillée sur l'évolution des marges des transactions sur les marchés des valeurs mobilières au sens plus large.

Il n'est pas évident de mesurer la productivité du secteur financier parce qu'il n'existe pas de méthode universellement acceptée pour en mesurer la production<sup>12</sup>. Les comptes nationaux définissent la production du secteur financier en se fondant largement sur le coût des services fournis par le secteur, ce qui signifie que les accroissements de services fournis par unité de coût de production ne sont pas pris en compte, et que la productivité peut même être considérée comme s'inscrivant à la baisse si les coûts relatifs des services financiers sont réduits sous l'effet d'une intensification de la concurrence. En revanche, des mesures plus directes mais ponctuelles de la production du secteur bancaire, telles que le volume des transactions et la valeur réelle des actifs financiers gérés par les banques, ou des mesures des services fournis à la clientèle, telles que l'ampleur du réseau de guichets automatiques impliquent des gains très nets de productivité. L'interprétation de ces données dépend du jugement que l'on porte sur la valeur des services financiers fournis et en particulier de la mesure dans laquelle on considère le développement de l'activité financière comme une fonction utile plutôt que comme un brassage financier excessif ou inutile.

### ***Efficiences du point de vue de l'affectation des ressources***

Si on se heurte aussi à des difficultés pour mesurer l'efficacité du secteur financier du point de vue de l'affectation des ressources, il est possible d'identifier trois grands domaines dans lesquels la déréglementation pourrait avoir entraîné des améliorations à cet égard.

Premièrement, la suppression des contrôles directs sur les taux d'intérêt et du rationnement du crédit par voie de réglementations devrait supprimer les distor-

sions au niveau des coûts relatifs de financement, et améliorer par là-même l'affectation de l'investissement. Bien qu'il ne s'agisse pas là d'un effet directement observable, on peut avoir une idée de l'incidence des réglementations sur les taux débiteurs en observant le tableau 6. Ce tableau compare les taux bancaires débiteurs moyens ou représentatifs avec les taux du marché monétaire non réglementés (taux des dépôts intérieurs ou des dépôts en eurodevises) libellés dans la même monnaie. En l'absence de distorsions, on pourrait normalement s'attendre à ce que les taux débiteurs bancaires soient légèrement plus élevés que les taux interbancaires, en raison des risques plus importants. En revanche, une différence faible ou négative entre les deux taux d'intérêt indique l'ampleur des distorsions résultant de l'encadrement des taux d'intérêt : autrement dit, dans quelle mesure les projets ayant un faible taux de rendement sur le marché mais bénéficiant d'un accès privilégié au crédit peuvent obtenir des moyens de financement grâce à la réglementation. A la suite de la levée progressive des contrôles sur les taux d'intérêt, ces écarts semblent avoir convergé pour s'établir entre 1 et 3 points de pourcentage.

Tableau 6. **Écarts de taux d'intérêt**  
Taux des prêts bancaires moins taux du marché

		1960-69	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94
États-Unis :	Taux de base	0.0	-0.7	0.7	1.5	1.5	2.4
	Taux hypothécaire	1.6	1.6	1.5	2.1	2.1	2.1
Japon <sup>1</sup>			0.2	0.6	1.0	1.0	1.8
Allemagne <sup>2</sup>		3.6	4.6	4.0	3.8	4.0	4.3
France <sup>3</sup>			-3.0	-1.0	-3.0	0.8	0.6
Italie <sup>4</sup>			2.1	4.1	1.7	2.3	2.2
Royaume-Uni <sup>5</sup>		-2.1	-1.3	-0.9	0.1	0.8	1.2
Canada <sup>3</sup>		1.7	2.5	1.3	1.7	1.3	1.2
Australie <sup>6</sup>				0.4	0.5	0.2	3.4
Belgique <sup>7</sup>		1.8	2.1	1.7	2.8	2.4	3.6
Finlande <sup>8</sup>			-0.9	-1.6	-3.6	-2.1	-0.1
Pays-Bas <sup>9</sup>		2.0	2.7	2.7	2.2	1.7	1.0
Espagne <sup>10</sup>				-1.7	0.7	2.6	2.8

1 Taux de base moins taux des effets financiers à 60 jours.

2 Taux d'intérêt sur les crédits bancaires à court terme moins taux des dépôts à 3 mois en eurodevises

3 Taux de base moins taux interbancaire à 3 mois

4 Découverts auprès des banques commerciales moins taux interbancaire à 3 mois

5 Taux hypothécaire des sociétés de crédit immobilier moins taux des dépôts à 3 mois en eurodevises

6 Prêts immobiliers aux personnes physiques (caisses d'épargne) moins taux interbancaire à 3 mois

7 Découverts auprès des banques commerciales moins taux d'adjudication à 3 mois des certificats du Trésor

8 Taux débiteur des banques commerciales moins taux interbancaire à 3 mois

9 Taux des prêts hypothécaires moins taux interbancaire à 3 mois

10 Taux créateur moins taux interbancaire à 3 mois

Source OCDE

Les augmentations les plus fortes sont intervenues en France, au Royaume-Uni et en Espagne, les écarts négatifs du début et de la fin des années 70 devenant nettement positifs au début des années 90. En Allemagne et au Canada, où les principales réglementations avaient été supprimées dès la fin des années 60, les écarts moyens de taux sont depuis lors restés relativement stables<sup>13</sup>. L'écart relativement important observé en Allemagne pourrait tenir aux effets des contrôles encore existants sur la concurrence (par exemple sur la transformation des échéances et les ratios de bilans) qui tendent à soutenir la rentabilité des banques allemandes<sup>14</sup>. Dans nombre de pays, le système fiscal et son interaction avec l'inflation ont aggravé les distorsions créées par les contrôles de taux d'intérêt. Dans les pays nordiques en particulier, la générosité du régime fiscal des emprunts, conjuguée à des taux d'imposition marginaux élevés et à une forte inflation, a abouti à des taux d'intérêt réels négatifs après impôt pour nombre d'emprunteurs, et ce pendant une longue période, allant des années 70 jusqu'à la fin des années 80.

Un deuxième aspect de l'efficacité du point de vue de l'affectation des ressources est lié aux vastes possibilités de diversification internationale des portefeuilles qui résultent de la libération des mouvements de capitaux. Plusieurs études empiriques donnent à penser que la diversification internationale des portefeuilles pourrait favoriser des gains substantiels<sup>15</sup>. La tendance à une diversification internationale accrue des actifs de fonds de pension et des portefeuilles des autres investisseurs institutionnels suggère que ces gains sont jugés importants et qu'ils se concrétisent effectivement de plus en plus pour les investisseurs des pays de l'OCDE. Il apparaît aussi que le degré actuel de diversification internationale des portefeuilles reste très inférieur aux niveaux souhaités par les investisseurs. Les réglementations qui continuent de s'appliquer aux avoirs étrangers des fonds de pension, les lacunes des mécanismes prévus à l'encontre des opérations d'initiés et l'application de régimes fiscaux différents aux investisseurs nationaux et étrangers ont été citées comme les raisons possibles de l'écart entre la diversification effective et les estimations de la diversification optimale.

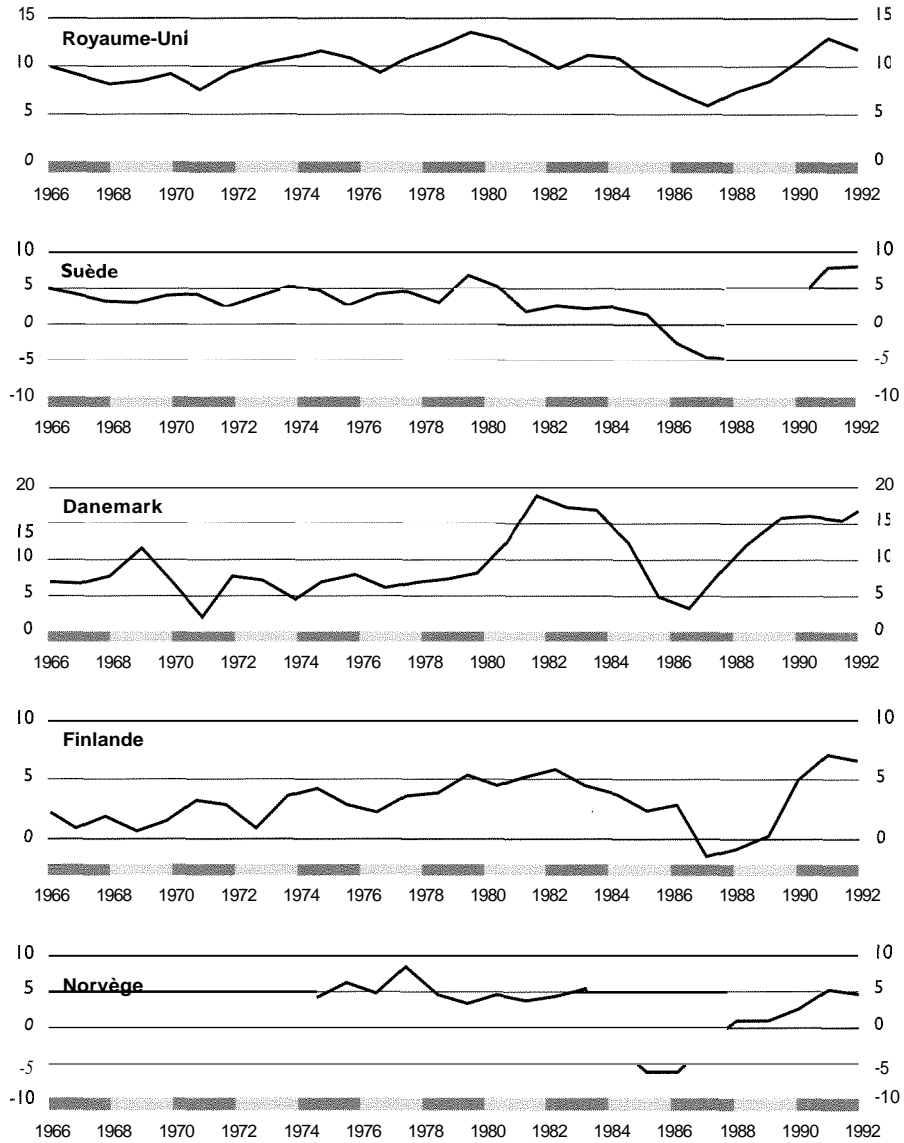
En troisième lieu, on pourrait s'attendre à ce que cette atténuation des contraintes de liquidité améliore le bien-être des consommateurs en permettant un meilleur étalement de la consommation dans le temps. En particulier, les dépenses de consommation devraient devenir moins sensibles aux variations passagères des revenus. Il semble que c'est ce qui s'est passé dans un certain nombre de pays de l'OCDE dont les États-Unis, le Japon, l'Italie, le Canada et l'Australie pendant la période qui a suivi la déréglementation financière<sup>16</sup>.

#### *Effets de la libéralisation financière sur les taux d'épargne*

Néanmoins, il y a tout lieu de croire qu'outre son incidence sur le calendrier de la consommation, la déréglementation financière pourrait avoir eu un effet négatif



Graphique I. *Taux d'épargne des ménages'*  
Pourcentage



I. Taux d'épargne en pourcentage du revenu disponible  
Source: OCDE.

sur l'épargne globale des ménages. Alors que l'on pourrait penser que c'est à court terme que son effet sur l'épargne sera le plus fort, c'est-à-dire pendant les années qui suivent immédiatement la levée de l'encadrement du crédit, plusieurs économistes ont soutenu que la suppression des contraintes de liquidité pourrait entraîner des réductions plus durables des taux d'épargne des ménages<sup>17</sup>. Plusieurs études internationales font effectivement état d'un tel effet négatif de la libéralisation financière sur le taux d'épargne des ménages. Ainsi, plusieurs auteurs ont vu dans l'offre de crédit à la consommation un facteur contribuant à la faiblesse relative du niveau de l'épargne privée aux États-Unis<sup>18</sup>, l'inverse paraissant se vérifier au Japon et en Italie<sup>19</sup>. Au Royaume-Uni, certains signes indiquent que la libéralisation financière a eu un effet négatif sur le taux d'épargne d'équilibre<sup>20</sup>.

L'ampleur potentielle de l'effet à court terme de la libéralisation des marchés financiers est illustrée dans le graphique 1 qui montre une forte baisse des taux d'épargne dans cinq pays – Royaume-Uni, Suède, Danemark, Finlande et Norvège – au milieu des années 80. Chacune de ces baisses intervient au cours de la période qui suit immédiatement la suppression d'importants plafonds de crédit ou de contrôles de taux d'intérêt. Le graphique met cependant aussi en lumière le caractère éventuellement temporaire de ce phénomène : en 1994, tous les taux d'épargne des pays concernés avaient retrouvé les niveaux auxquels ils s'établissaient avant la libéralisation.

### **Effets sur la stabilité financière et la gestion macroéconomique**

Bien que les épisodes d'instabilité financière n'aient été en aucune façon limités aux périodes qui ont suivi la déréglementation, il est apparu dans un certain nombre de cas que l'instabilité était liée à la déréglementation ou qu'elle avait été rendue plus difficile à gérer du fait des changements structurels qui accompagnaient cette dernière. On peut en donner pour exemple les crises qu'ont connues les institutions financières de plusieurs pays, les graves problèmes d'endettement des secteurs des entreprises et des ménages de certains pays à la suite de la libéralisation financière et les extrêmes tensions qui se sont exercées sur les taux de change dans les pays européens en 1992 et 1993 et, au Mexique, à la fin de 1994. L'idée est en outre largement répandue que les marchés financiers en général sont devenus progressivement plus instables, un exemple important récent en étant l'instabilité globale des marchés obligataires en 1994. Du point de vue de la politique à mener, les principales questions qui se posent sont les suivantes : dans quelle mesure y a-t-il eu effectivement augmentation tendancielle de l'instabilité des marchés financiers ? Dans quelle mesure les épisodes d'instabilité qui ont suivi la déréglementation étaient-ils fondamentalement transitoires et quel a été le rôle des autres facteurs d'instabilité tels que les lacunes de la surveillance ou des politiques macroéconomiques ? Enfin, quelles ont été les implications de la déréglementation financière pour les politiques monétaires ?

**Instabilité des marchés financiers**

Une analyse des chiffres des mouvements mensuels sur les marchés des actions, des obligations et des changes (tableau 7) donne à penser qu'il n'y a pas eu d'augmentation tendancielle générale de l'instabilité sur ces marchés financiers essentiels dans la période qui a suivi la déréglementation, bien que les taux de change et les rendements des obligations soient naturellement beaucoup plus variables que lorsqu'ils étaient directement contrôlés. S'agissant des marchés des fonds d'État, l'instabilité constatée dans nombre de pays a culminé au début des années 80, en partie du fait de fortes fluctuations des taux d'intérêt aux États-Unis ainsi que d'importantes variations des taux d'inflation vers la même époque. L'instabilité s'est progressivement atténuée dans la seconde moitié des années 80 et au début des années 90, et la forte hausse des rendements obligataires en 1994 a été relativement faible comparativement aux variations observées au début des années 80. En ce qui concerne l'instabilité des marchés boursiers, la situation a évolué de manière plus diversifiée, quelques-uns des principaux pays enregistrant un recul de l'instabilité à partir des années 70 ou au début des années 80 alors que plusieurs petits pays constataient une augmentation. Les chiffres des variations mensuelles des taux de change effectifs font apparaître une variabilité moyenne à peu près stationnaire ou en recul dans la majorité des pays depuis le début des années 80. Les principales exceptions sont l'Italie, la Finlande et la Turquie. Selon certains travaux économétriques, la libéralisation du contrôle des changes a dans un premier temps, et dans certains pays, entraîné une instabilité accrue des taux de change mais cet effet n'a pas été permanent<sup>21</sup>

Bien que rien n'indique clairement une tendance croissante à l'instabilité des marchés financiers, les turbulences qu'ont connues individuellement certains de ces derniers ont été une source de préoccupation. L'effondrement des marchés boursiers en octobre 1987 est la plus forte crise qu'ait connue le secteur financier depuis la fin de la guerre et il est souvent donné comme exemple d'une instabilité manifestement excessive. Les économistes ont eu beaucoup de mal à expliquer ce

Tableau 7 **Volatilité des marchés financiers dans les sept grands pays de l'OCDE<sup>1</sup>**

Écart-type des Variations mensuelles en pourcentage

	1970-1979	1980-1985	1986-1989	1990-1994
Taux de change effectifs	1.3	1.7	1.7	1.6
Rendements des obligations <sup>2</sup>	0.3	0.5	0.4	0.3
Prix des actions	4.4	4.1	5.0	4.0

<sup>1</sup> Moyenne pondérée pour les sept grands pays de l'OCDE

<sup>2</sup> Écart-type des Variations en points de pourcentage

Source OCDE

krach de manière satisfaisante à partir d'une modification des paramètres économiques fondamentaux, dans la mesure où a) au moment de l'effondrement des marchés aucune information économique n'avait été rendue publique qui paraisse d'une importance suffisante pour expliquer un ajustement aussi brutal des valeurs boursières; et b) la transmission internationale de la crise ne peut être imputée à un facteur fondamental commun. De plus, une analyse détaillée du comportement de différents investisseurs individuels pendant le krach boursier<sup>22</sup> a montré qu'ils réagissaient principalement à l'évolution du marché lui-même plutôt qu'à des informations ou des convictions concernant les paramètres fondamentaux de l'économie. Aux États-Unis, un rapport de la Commission Brady sur le fonctionnement des marchés pendant le krach a cité l'utilisation accrue des systèmes de transaction informatisés parmi les facteurs ayant contribué à la chute brutale des prix des actions.

Les autres bouleversements intervenus sur les marchés boursiers au cours des dix dernières années ont pour caractéristique de s'être principalement produits sur des marchés de petite taille ou relativement nouveaux. Une étude récente<sup>23</sup> cite – outre le krach des marchés boursiers – trois épisodes de turbulences et de désorganisation des marchés des valeurs mobilières pendant les années 80 et le début des années 90 : la crise du marché des effets à taux variable (1986), l'effondrement du marché des emprunts obligataires à haut risque (1989) et celui du marché des effets commerciaux en Suède (1990). On peut ajouter à cette liste les problèmes plus récents qu'ont connus le marché des obligations en écus (1992), le marché des titres adossés à des valeurs hypothécaires (1994) et les marchés mexicains des actions et des obligations (1994-1995). Les turbulences qui se sont produites sur ces marchés ont été liées à des modifications imprévues de la politique monétaire (dans le cas du marché des titres adossés à des créances hypothécaires), à un ralentissement de l'activité économique conjugué à un niveau d'endettement élevé (marché des obligations à haut risque et marché suédois des effets commerciaux) ou à des turbulences sur les marchés monétaires (marchés des obligations en écus et marchés mexicains des actions et des obligations). Toutes ces crises illustrent cependant la nécessité d'un noyau solide de courtiers et d'investisseurs expérimentés pour assurer le fonctionnement harmonieux des marchés et leur bonne liquidité. Les marchés d'instruments nouvellement créés manquent souvent d'opérateurs de ce type et sont particulièrement sensibles aux fluctuations rapides du climat du marché, notamment si les transactions interviennent en dehors des bourses officielles.

#### ***Fragilité des institutions***<sup>24</sup>

La période qui a suivi la libéralisation du secteur financier a été tout particulièrement marquée par la défaillance d'un certain nombre d'établissements financiers. Citons notamment la crise des institutions d'épargne (« thrift ») aux États-Unis et

les défaillances bancaires dans les pays nordiques, ainsi que certains problèmes bancaires sérieux au Japon, en France et, plus récemment, au Mexique. Bien que l'on puisse faire valoir que la façon dont a été opérée la libéralisation n'a pas été étrangère à plusieurs de ces problèmes, il ressort de comparaisons internationales que l'on aurait tort d'y voir le seul et unique facteur responsable. D'autres éléments importants sont également intervenus, notamment la gestion macroéconomique, les interactions entre la déréglementation financière et les distorsions microéconomiques existantes, et les politiques suivies concernant les normes de fonds propres et la surveillance bancaire.

Des facteurs macroéconomiques sont intervenus dans la quasi-totalité des crises examinées. Au Mexique, l'inflation, bien qu'ayant été sensiblement réduite par rapport à ses taux élevés du passé, était encore forte comparativement au taux d'inflation des États-Unis. Cette situation, imputable à la poursuite d'une expansion très rapide du crédit bancaire intérieur au Mexique ainsi qu'à la tendance ascendante des taux d'intérêt aux États-Unis en 1994, a compliqué la tâche du gouvernement mexicain qui s'était donné pour objectif de contenir la dépréciation du peso à l'intérieur de marges officielles en raison de l'ampleur des déficits de la balance des opérations courantes. La récente et forte dépréciation du peso a accru la vulnérabilité des banques mexicaines, les entreprises qui sont leurs clientes ayant subi de sérieuses pertes de change du fait d'emprunts en devises. Les problèmes du secteur bancaire japonais ont trouvé leur origine dans l'économie de « bulle » dont la constitution avait été rendue possible par la poursuite, pendant une trop longue période, d'une politique monétaire trop expansionniste – des investissements en actifs spéculatifs financés par l'emprunt ont fait s'envoler le prix des terrains et des valeurs mobilières qui ont atteint des niveaux totalement excessifs. En Suède, en Finlande et en Norvège, le climat macroéconomique extrêmement dynamique du milieu des années 80 a été soutenu par une hausse des prix des produits de base, mais, avec le recul, il apparaît que les politiques monétaires et budgétaires n'ont pas été suffisamment restrictives pour empêcher une accélération de l'inflation et une surchauffe de l'économie. L'inflation des prix des actifs a de même largement contribué aux difficultés qu'ont connues plusieurs petites banques commerciales des États-Unis dans la seconde moitié des années 80. Dans chacun de ces cas, les banques se sont très fortement engagées dans le domaine du crédit immobilier, et se sont trouvées confrontées à de sérieuses difficultés lorsque les prix de l'immobilier ont commencé à baisser. Il semble que les problèmes dus aux risques excessifs pris par les banques aient été aggravés par leur manque d'expérience des nouvelles conditions créées par la déréglementation. Les dirigeants des établissements bancaires étaient accoutumés à travailler dans le cadre de réglementations, avec pour principal objectif d'accroître leur part de marché, et l'immobilier était dans le passé considéré comme une forme extrêmement fiable de nantissement.

Les effets conjugués de la réforme financière et des distorsions micro-économiques préexistantes ont renforcé la tendance à une prise de risques excessive dans un certain nombre de pays. Dans les pays nordiques, la suppression des contraintes quantitatives au crédit est intervenue alors même que de très nombreux emprunteurs bénéficiaient de taux de financement réels après impôt faibles ou même négatifs. Au Japon, les strictes restrictions imposées à l'utilisation des terrains ont vraisemblablement renforcé l'effet net de l'élargissement de l'accès au crédit sur les prix des actifs. Quant à la crise des institutions d'épargne aux États-Unis, la façon dont elle a été gérée illustre bien les problèmes qui se posent lorsque les incitations sont faussées en faveur d'une prise de risque excessive. Les restrictions à l'investissement imposées aux établissements d'épargne ont été assouplies pour leur offrir la possibilité de sortir de leurs difficultés mais cela leur a aussi permis de prendre de plus gros risques. Ils ont en même temps bénéficié d'une politique de tolérance de la part des autorités qui ont autorisé des établissements insolubles ou près de l'être à poursuivre leurs activités. Les dépôts étant assurés, les déposants n'avaient guère de raison de surveiller la solvabilité de ces institutions. Dans ces conditions, les dirigeants d'établissements d'épargne insolubles étaient fortement incités à prendre de gros risques commerciaux.

L'importance de ratios de fonds propres élevés et d'un contrôle prudentiel peut être illustrée par les expériences opposées des banques norvégiennes et danoises. Alors qu'au Danemark les normes de fonds propres ont été sensiblement durcies au début des années 80 pour atteindre des niveaux parmi les plus élevés de la zone de l'OCDE, les banques norvégiennes étaient assujetties à des obligations beaucoup moins strictes. De plus, le contrôle prudentiel était nettement plus vigilant au Danemark qu'en Norvège, si l'on en juge notamment par la répartition beaucoup plus équilibrée des provisions pour pertes. Ainsi, malgré une évolution macroéconomique et des systèmes fiscaux analogues – ainsi que des provisions moyennes pour créances irrécouvrables similaires sur l'ensemble des années 80 – aucun cas important d'insolvabilité n'a été observé parmi les banques danoises. Cette comparaison souligne bien l'importance de fournir des incitations adéquates et des pouvoirs suffisants aux autorités de contrôle pour qu'elles puissent intervenir suffisamment tôt dans les établissements n'ayant que peu de fonds propres.

Il est très difficile d'estimer le coût global des défaillances financières et des créances irrécouvrables. Outre les coûts budgétaires proprement dits, l'économie réelle souffre également du fait d'une mauvaise affectation des ressources, avec par exemple des investissements excessifs dans l'immobilier ou les services financiers. Les coûts directs des opérations publiques de soutien rapportés au PIB ont été particulièrement élevés en Finlande, leur montant cumulé représentant environ 7½ pour cent du PIB (tableau 8). Il est cependant probable que ces chiffres surestiment le coût final net des opérations de soutien parce qu'ils ne tiennent pas

Tableau 8. Coûts des opérations publiques de sauvetage d'institutions financières<sup>1</sup>

	Période	coût total <sup>2</sup>	En pourcentage du PIB <sup>3</sup>
<b>États-Unis</b>			
Assurance des dépôts	1980-1992	195.0 <sup>4</sup>	3.2
<b>Japon</b>			
Assurance des dépôts	1991-1992	0.6	0.0
<b>Australie<sup>5</sup></b>			
Gouvernements des États	1989-1991	4.4	1.6
<b>Finlande</b>			
Administration centrale	1991-1992	1.8	1.7
Fonds gouvernementaux	1991-1992	3.1	3.0
Banque centrale	1991-1992	2.9	2.7
Total		7.8	7.4
<b>Norvège</b>			
Fonds gouvernementaux	1988-1992	3.2	2.8
Administration centrale	1988-1992	0.2	0.1
Banque centrale	1988-1992	0.2	0.1
Total		3.6	3.0
<b>Suède</b>			
Administration centrale	1991-1993	12.7	5.2

1 Les chiffres reposent sur des estimations officielles ou largement acceptées et ne tiennent pas compte d'estimations plus incertaines concernant les problèmes bancaires en France et en Espagne. Ils se réfèrent aux coûts évalués au moment des injections de capital et ne prennent en compte aucune réévaluation.

2 Coûts cumulés en milliards de dollars des États-Unis au taux de change de 1992.

3 PIB en 1992.

4 Ce chiffre couvre les estimations actualisées des opérations inscrites par le FSLIC et le RTC (180 milliards de dollars EU) et les estimations les plus basses des pertes du Bank Insurance Fund (15 milliards de dollars EU). Sources : CBO (1994) et FMI (1993).

5 injections de capital.

Source : Rapport annuel de la BRI (1993), autorités nationales et estimations du Secrétariat.

compte des sommes dégagées par la revente ultérieure des institutions en difficulté.

Les perturbations systémiques entraînées par les pertes bancaires ont pu être heureusement limitées par les mesures choisies pour y faire face, en évitant toute panique des investisseurs et la fermeture de grandes banques. Les gouvernements ou les banques centrales ont en général très rapidement fourni les liquidités nécessaires et les déposants ont bénéficié d'une large protection. Dans certains cas, des solutions ont été trouvées en fusionnant ou en liquidant des établissements bancaires, alors que dans d'autres, notamment lorsque de grandes banques se trouvaient en cessation de paiement, on a eu simultanément recours à des injections de capital et à un renforcement du contrôle des pouvoirs publics. Ces mesures contrastent avec l'absence d'assurance des dépôts et la ligne d'action généralement

plus dure suivie dans les années 20 et 30. Il n'en demeure pas moins qu'il faudra encore à l'avenir éviter de créer ou de maintenir des dispositifs susceptibles d'inciter les institutions financières à compter sur l'État pour être renflouées.

### *Implications pour la politique monétaire*

La déréglementation financière et les changements structurels des marchés financiers en général, impliquent bien évidemment de profondes modifications du contexte dans lequel doit opérer la politique monétaire. L'ajustement à ce nouveau contexte pose essentiellement deux séries de problèmes, liés d'une part à l'interprétation des informations financières en présence de profonds changements structurels, et d'autre part au contrôle des principales variables financières.

#### *Problèmes posés par l'interprétation des informations financières*

La rapide expansion de l'activité financière et la fluidité croissante des flux financiers entre les différents types d'institutions ont eu pour effet de réduire progressivement l'utilité des agrégats monétaires et financiers en tant qu'indicateurs macroéconomiques. Les agrégats monétaires qui dans le passé étaient fiables ont fait preuve d'instabilité dans presque tous les pays de l'OCDE pendant les années 80 et, de ce fait, la plupart de ces pays ont soit abandonné, soit sensiblement réduit l'importance de leurs objectifs monétaires; l'Allemagne a constitué une exception en continuant d'axer sa politique sur les objectifs monétaires. Dans les pays où les agrégats monétaires ont perdu leur fiabilité, les autorités ont tendu soit à se préoccuper de plus en plus de la stabilité du taux de change, soit à mettre l'accent sur un éventail d'indicateurs plus large afin d'orienter la politique monétaire vers des objectifs macroéconomiques ultimes. Les problèmes posés par l'ajustement de la politique monétaire ont été probablement aggravés par les modifications structurelles des mécanismes de transmission monétaire, les effets directs de taux d'intérêt et les effets indirects de taux de change sur les dépenses et sur les décisions financières devenant beaucoup plus importants, au détriment des mécanismes de contrôle quantitatif. Le délai nécessaire pour que les autorités monétaires apprennent à s'adapter à ce nouveau contexte a peut-être contribué aux problèmes de gestion monétaire observés dans les années 80 et évoqués dans la précédente section. Rétrospectivement, il se peut en particulier que l'incapacité à réagir avec une fermeté suffisante à la rapide expansion des agrégats financiers ait en partie tenu à la difficulté d'interpréter ces agrégats du fait du changement structurel. A cela s'est ajoutée la difficulté de prévoir les effets des relèvements de taux d'intérêt effectivement opérés.

#### *Problèmes posés par le contrôle des principales variables financières*

Un deuxième problème auquel risquent de se trouver confrontés les responsables de la politique monétaire dans le nouveau contexte financier libéralisé tient



à la difficulté accrue de contrôler les principales variables financières. On peut en donner trois exemples. Premièrement, bien que les contrôles quantitatifs opérés par voie réglementaire aient été largement supprimés, le volume de la masse monétaire et du crédit joue probablement encore un rôle important dans le processus de transmission monétaire, et ces variables ne font plus l'objet de contrôle direct. Deuxièmement, on a le sentiment, renforcé par l'évolution observée en 1994, que les taux d'intérêt à long terme répondent désormais moins bien à l'action des autorités monétaires, encore que, comme on l'a vu, le niveau actuel d'instabilité des marchés obligataires ne paraisse pas anormal comparativement à la situation du début des années 80. Troisièmement, les pressions de taux de change auxquelles ont été soumises les monnaies européennes en 1992-1993, et le peso mexicain plus récemment, illustrent la difficulté de résister à de fortes tensions une fois que les marchés ont perdu confiance dans une monnaie; elles illustrent aussi les mouvements massifs de capitaux à court terme qui sont susceptibles de se produire dans une telle situation.

La libéralisation des mouvements de capitaux a indéniablement supprimé un instrument susceptible d'être utilisé pour défendre les taux de change, et a peut-être affaibli l'incidence des interventions officielles sur les marchés des changes, mais il n'est pas certain que la réintroduction de contrôles sur les mouvements de capitaux ou de mesures fiscales telles qu'un impôt sur les opérations de change, modifierait fondamentalement les risques d'instabilité des taux de change. Les crises monétaires n'étaient pas rares avant la libéralisation des mouvements de capitaux, même si elles se développaient en général plus lentement. Une précédente analyse de la crise monétaire européenne<sup>25</sup> était arrivée à la conclusion que les pressions sur les taux de change résultaient essentiellement de divergences macroéconomiques. De plus, les pays qui avaient durci leurs contrôles de change pour défendre leur monnaie au cours de cette période (Espagne, Portugal et Irlande) n'ont finalement pas pu éviter une dépréciation.

## CONCLUSIONS

Le processus de déréglementation financière dans les pays de l'OCDE a été suscité par deux principaux groupes de forces, que l'on pourrait qualifier de passives et actives. Dans le premier cas, les autorités réglementaires ont souvent réagi à des phénomènes, tels que des innovations financières, qui soumettaient le système réglementaire existant à des pressions croissantes, de sorte que bon nombre de contrôles perdaient leur efficacité, devenaient coûteux à faire respecter, ou faussaient grossièrement la concurrence dans le secteur financier. La réforme a cependant été aussi inspirée par des considérations actives. En particulier, la déréglementation devait, espérait-on, améliorer l'efficacité en encourageant la concurrence et en supprimant les contraintes artificielles qui pesaient sur l'affectation des ressources. Dans nombre de pays, la déréglementation financière a été

également considérée comme s'inscrivant dans le cadre d'un processus de réforme plus large visant à permettre aux forces du marché de jouer plus pleinement dans l'ensemble de l'économie.

On peut tirer plusieurs conclusions de l'évaluation des conséquences de la déréglementation financière :

- Les deux dernières décennies ont été marquées par une très forte expansion du volume et du champ des activités financières, Si la déréglementation a contribué à cette évolution, elle n'a pas été le seul facteur en jeu, et l'activité financière s'est également développée à un rythme rapide dans les pays où le dispositif réglementaire n'a guère été assoupli.
- Un certain nombre d'éléments indiquent un renforcement de l'efficacité des marchés financiers, aussi bien sur le plan des coûts internes que de l'affectation des ressources. Néanmoins, les effets globaux sur l'efficacité économique sont difficilement quantifiables.
- Un certain nombre de cas de fragilité financière ont été associés à la déréglementation, mais celle-ci n'a pas été le seul facteur responsable et plusieurs des problèmes rencontrés peuvent avoir été de nature transitoire. D'autres facteurs importants ont joué, notamment des problèmes de gestion macroéconomique, les normes prudentielles, et les distorsions apportées aux incitations par d'autres aspects de la politique économique.

Un important enseignement qui se dégage du processus de déréglementation est que, du fait des innovations financières, de nombreuses formes de réglementation sont devenues de plus en plus difficiles à mettre en œuvre. On ne peut guère compter sur des stratégies simplistes consistant à inverser le processus de déréglementation pour remédier aux effets apparemment négatifs qui l'accompagnent. Pour autant que les menaces qui pèsent sur la stabilité financière sont l'une des principales préoccupations des politiques réglementaires, ces dernières doivent viser à limiter ce qui peut conduire à des prises de risque excessives, et ce, en veillant à fausser le moins possible le jeu du marché.

Les événements observés au lendemain de la déréglementation financière mettent également en lumière d'importantes interactions entre les politiques macroéconomiques et les politiques structurelles dans le secteur financier. La libéralisation financière a modifié le contexte de la politique macroéconomique à plusieurs égards importants, en changeant par exemple le mécanisme de transmission monétaire et en rendant plus difficiles l'interprétation et le contrôle des variables financières. De plus, la mobilité accrue des capitaux, tant au plan interne qu'au plan international, a rendu plus nécessaire la mise en œuvre de politiques macroéconomiques propres à assurer la stabilité financière, dans la mesure où les marchés sont de plus en plus sensibles aux incertitudes politiques.

## NOTES

1. Pour un examen plus détaillé de la déréglementation dans chacun de ces domaines, voir Edey et Hviding (1995).
2. Cette interdiction s'applique également aux dépôts de durée déterminée à échéance de sept jours au plus aux États-Unis. Certaines de ces restrictions sont assez facilement contournées en liant les facilités de compte courant à d'autres comptes rémunérés, surtout aux États-Unis.
3. Pour un examen des réglementations concernant les avoirs des fonds de pension et leurs effets sur la diversification des portefeuilles, voir Davis (1994).
4. Pour un examen plus approfondi de cet aspect, voir Edey et Hviding (1995), annexe I.
5. En Australie, la Banque de réserve est habilitée à protéger les déposants en veillant à ce qu'il leur soit donné priorité sur les autres créanciers en cas d'insolvabilité d'une banque.
6. Voir Kapstein (1994), par exemple, pour une description des différentes tentatives de limitation des risques pour le système financier international.
7. Les banques allemandes étaient toutefois soumises à un certain nombre de contrôles prudentiels de bilans.
8. C'est un thème qui a régulièrement fait l'objet d'examens structurels dans les *Études économiques de l'OCDE*.
9. Voir OCDE, *Nouveaux défis pour les banques*, chapitre 2.
10. On trouvera dans Edey et Hviding (1995), annexe I, un examen des caractéristiques structurelles des systèmes financiers de plusieurs pays de l'OCDE.
11. Le revenu des intérêts nets et des commissions est exprimé par rapport au capital plutôt que par rapport aux actifs dans ce tableau du fait que la croissance des actifs sous-estime la croissance de l'ensemble des activités bancaires.
12. Ces questions méthodologiques ont été analysées par Colwell et Davis (1992).
13. Ces observations concordent parfaitement avec la stabilité relative des marges moyennes d'intérêt des banques, analysée plus haut. Si les marges moyennes ont été relativement stables, la structure globale des taux d'intérêt bancaires s'est déplacée vers le haut pour se situer à des niveaux plus réalistes par rapport aux taux du marché à la suite de la déréglementation.

14. Voir Kregel (1992).
15. Voir Obstfeld (1993), pages 37 à 41 : les estimations des gains globaux dans les pays industriels varient de 0.25 pour cent du PIB à 11 pour cent de la consommation mondiale. Il ressort en outre d'études récentes que les gains individuels peuvent être encore plus importants, du fait que le capital humain ne peut intrinsèquement pas être diversifié.
16. Voir Blundell-Wignall, Browne et Cavaglia (1991).
17. Voir Tobin et Dolde (1971) et Jappelli et Pagano (1991).
18. Sturm (1983), Friend (1986), Carroll et Summers (1987).
19. Makin (1986), Hayashi (1986), Shinohara (1983), Guiso, Jappelli et Terlizzese (1992).
20. Bayoumi (1991) a estimé l'effet permanent sur le taux d'épargne britannique aux alentours de 2¼ pour cent. Voir aussi Muellbauer et Murphy (1989).
21. Grilli et Roubini (1993) ont étudié les variations des taux de change quotidiens de sept pays (États-Unis, Japon, Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni et Australie) avant et après la suppression d'importantes réglementations de change et ils n'ont constaté aucun renforcement de l'instabilité. Si la déréglementation se traduit dans un premier temps par une augmentation de l'instabilité, elle semble aboutir en fin de compte à une légère réduction de cette dernière.
22. Shiller (1989).
23. Davis (1992).
24. On trouvera dans Edey et Hviding (1995), annexe II, une présentation plus détaillée de l'historique de ces questions.
25. « Les turbulences sur les marchés monétaires européens », Perspectives économiques de l'OCDE, n° 53.

## GLOSSAIRE DES TERMES TECHNIQUES

On trouvera, ci-dessous, les brèves explications suivantes des termes techniques ou spécialisés utilisés dans le texte de l'article qui précède :

**Ruées sur les dépôts bancaires** : importants retraits de dépôts suscités par la crainte qu'une banque n'ait pas suffisamment de ressources pour rembourser tous les déposants. Certaines théories économiques suggèrent que, dans certaines circonstances, la simple crainte d'une telle ruée peut se matérialiser si la banque ne dispose pas d'un apport extérieur de liquidités.

**Écarts entre cours vendeur et acheteur** : différence entre les prix d'achat et de vente appliqués par un établissement sur ses opérations portant sur un actif financier.

**Économie de « bulle »** : expression souvent utilisée pour décrire la période d'inflation des prix des actifs qui a sévi au Japon à la fin des années 80 et au début des années 90.

**Produit dérivé** : instrument financier dont le prix est tributaire du prix d'un autre actif.

**Prescriptions relatives à l'information du public** : règles concernant les informations financières qu'une entreprise commerciale est tenue de rendre publiques.

**Opérations de couverture dynamiques** : stratégie boursière en vertu de laquelle un investisseur ajuste continuellement la quantité qu'il détient d'un actif financier en fonction de la hausse de son prix.

**Obligations à haut risque (« junk bonds »)** : obligations à cote de crédit inférieure à celle justifiant un investissement éventuel qui ont eu beaucoup de succès aux États-Unis pendant les années 80.

**Niveau d'endettement** : degré de financement d'un avoir financier par l'emprunt.

**Réglementations limitant la gamme des activités autorisées** : dispositions réglementant les types d'activité commerciale que les différentes catégories d'établissements financiers peuvent entreprendre.

**Activités hors bilan** : activités commerciales d'une banque qui ne se soldent pas par l'acquisition d'un avoir ou d'un engagement direct par cette dernière : par exemple, commercialisation de titres émis par d'autres institutions. Ces activités se distinguent des opérations conventionnelles de prêt des banques qui, elles figurent dans leur bilan.

**Centres financiers offshore** : centres financiers créés en dehors des pays des principales parties à des opérations financières pour échapper à des dispositions réglementaires ou à l'impôt.

**Opérations d'arbitrage programmées sur ordinateur** : toute stratégie de courtage mécanique visant à organiser des décisions d'achat et de vente en fonction des variations de prix de l'actif concerné. Ces techniques sont parfois accusées de déstabiliser les marchés si un nombre suffisant d'établissements les pratiquant donne systématiquement des ordres de vente face à une baisse des cours.

**Externalités systémiques** : effets négatifs provoqués sur la sécurité de l'ensemble du système financier par les activités de divers participants.

## BIBLIOGRAPHIE

- ALWORTH, J.S. et C.E.V. BORIO (1993), «Commercial paper markets: A survey», *BIS Economic papers*, n° 37, avril.
- BARTH, J.R., P.F. BARTHOLOMEW et D.A. WHIDBEE (1989), «How damaging was moral hazard?», *Federal Home Loan Bank Board journal*, vol. 18, n° 8, août.
- BARTH, J.R. (1991), *The great savings and loan debacle*, American Enterprise Institute, Washington, DC.
- BAYOUMI, T. (1991), «Financial deregulation and consumption», Bank of England, *mimeo*, novembre.
- BHAGAT, S., A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (1990), «Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialisation», *Brookings Papers : Microeconomics*.
- BLUNDELL-WIGNALL, A., F. BROWNE et P. MANASSE (1990), «La politique monétaire dans le contexte de la libéralisation financière», *Revue économique de l'OCDE*, n° 15, automne.
- BLUNDELL-WIGNALL, A., F. BROWNE et S. CAVAGLIA (1991), «Financial liberalisation and consumption behaviour», *OECD Department of Economics and Statistics Working papers*, n° 81, mars.
- BLUNDELL-WIGNALL, A. et F. BROWNE (1991), «Macroeconomic consequences of financial liberalisation: A summary report», *OECD Department of Economics and Statistics Working papers*, n° 98, février.
- BREWER, E. (1989), «Full-blown crisis, half-measure cure», *Federal Home Loan Bank Board journal*, vol. 18, n° 8, août.
- BRI (1993), *63<sup>e</sup> Rapport annuel*, Bâle, juin.
- BRI (1994), *64<sup>e</sup> Rapport annuel*, Bâle, juin.
- BROWNE, F. (1994), «Inflation – dormant, dying or dead?», *Technical Paper*, Bank of Ireland, octobre.
- CARROLL, C. et L.H. SUMMERS (1987), «Why have private saving rates in the United States and Canada diverged?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 20.
- CBO (1993), «Resolving the thrift crisis», Congress of the United States, Congressional Budget Office, Washington.
- CBO (1994), *The economic and budget outlook*, Congressional Budget Office.

- COLWELL, R.J. et EP. DAVIS (1992), «Output, productivity and externalities – The case of banking», *Bank of England Working Paper Series*, n° 3.
- CUMMING, Christine (1987), «The economics of securitisation», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, automne.
- DAVIS, EP. (1989), «Industrial structure and dynamics of financial markets: The primary Eurobond market», *The Journal of International Security Markets*, vol. 3, printemps.
- DAVIS, EP. (1992), *Debt, financial fragility, and systemic risk*, Clarendon Press, Oxford.
- DAVIS, EP. (1994), «An international comparison of the financing of occupational pensions», *LSE Financial Markets Group Special Paper Series*, n° 62, septembre.
- DEJUAN, A. (1993), «Dealing with problem banks: The case of Spain (1978-1984)», dans *La transformation du système bancaire : restructuration des bilans, privatisation et système de paiement*, Centre pour la coopération avec les économies européennes en transition (CCEET), OCDE.
- DE SANTIS, G. (1993), «Asset pricing and portfolio diversification: Evidence from emerging financial markets» dans *Portfolio Investment in Developing Countries*, publié sous la direction de S. Claessen et S. Gooptu, Document de travail de la Banque mondiale, n° 228.
- EDEY, M. et K. HVIDING (1995), «An assessment of financial reform in OECD countries», *Economics Department Working Papers*, n° 154.
- FMI (1993), «Systemic issues in international finance»), Partie II de *International Capital Markets*, Washington, août.
- FRIEND, I. (1986), «The policy options for stimulating national saving», dans *Savings and Capital Formation*, dir. publ. F.G. Adams et S.M. Wachter, DC Heath, Lexington, Massachusetts.
- FUKAO, M. (1993), «International integration of financial markets and the cost of capital», *Economics Department Working Papers*, n° 128, OCDE.
- GOODHART, C. et SCHOENMAKER (1993), «Institutional separation between supervisory and monetary agencies», *Special Paper*, n° 52, LSE Financial Market Group, avril.
- GRILLI, V. et N. ROUBINI (1993), «Financial liberalisation and exchange rate volatility», dans *Financial Markets' Liberalisation and the Role of Banks*, publié sous la direction de Vittorio Conti et Rony Hamaul, Cambridge University Press, pp. 89 à 108.
- GROUPE DES DIX (1993), «International capital movements and foreign exchange markets»), avril.
- GUIISO, L, T. JAPPELLI et D. TERLIZZESE (1992), «Saving and capital market imperfections: The Italian experience», *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 94, n° 2, pp. 197 à 214.
- HAYASHI, F. (1986), «Why is Japan's saving rate so apparently high?», dans *NBER Macroeconomics Annual 1986*, publié sous la direction de Stanley Fischer, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- JAPPELLI, T. et M. PAGANO (1991), «Saving, growth and liquidity constraints», *CEPR Discussion Paper*, Londres.



- JOHNSEN, T., T. REVE, E. STEIGUM, F. SAETTEM, C. MEYER et E. HOYLAND (1992), *Bankrisen i Norge*, SNF-rapport 29/92, Bergen, Norvège.
- KANE, E. (1991), «Regulatory competition and the “generic” financial services firm» dans *The Deregulation of Financial Intermediaries*, Reserve Bank of Australia.
- KAPSTEIN, E.B. (1994), «Governing the global economy: international finance and the state», Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- KREGEL, J.A. (1992), «Universal banking, US banking reform and financial competition in the EEC», *BNL Quaterly Review*, n° 182, septembre.
- LYBECK, J.A. (1992), *Finansiella kriser förr och nu*, SNS forlag, Stockholm.
- MAKIN, J.H. (1986), «Savings rates in Japan and the United States: The roles of tax policy and other factors», dans *Savings and Capital Formation*, publié sous la direction de F.G. Adams et S.M. Wachter, DC Heath, Lexington, Massachusetts.
- MALKIEL, B.G. (1989), «Market efficiency» dans *Finance*, the Macmillan Press Limited.
- MENDOZA, E.G. (1991), «(Capital controls and the gains from trade in a business cycle model of a small open economy)», *Staff Papers*, Fonds monétaire international, n° 38, septembre.
- MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE (1994), *Den danske pengeinstitutsektor*, Copenhague, octobre.
- MISHKIN, F.S. (1994), «Preventing financial crises: An international perspective», *The Manchester School Supplement*.
- MUELLBAUER, J. et A. MURPHY (1989), «Why has UK personal saving collapsed?», *Credit Suisse First Boston Research Report*, juillet.
- MUSSA, M. et M. GOLDSTEIN (1993), «The integration of world capital markets)» dans «*Changing Capital Markets : Implications for Monetary Policy*», Jackson Hole.
- OBSTFELD, M. (1992), «(International risk sharing and capital mobility: Another look)», *Journal of International Money and Finance*, n° 11, février.
- OBSTFELD, M. (1993), «International capital mobility in the 1990s», *NBER Working Paper*, n° 4534.
- OCDE (1989), *La concurrence dans le secteur bancaire*, Paris.
- OCDE (1989), *Économies en transition : L'ajustement structurel dans les pays de l'OCDE*, Paris.
- OCDE (1992), *Nouveaux défis pour les banques*, Paris.
- OCDE (1993), *Politique de contrôle des changes*, Paris.
- OCDE (1994), *L'évaluation de la réforme structurelle : leçons pour l'avenir*, Paris.
- OLIVEIRA-MARTINS, J. et D. PLIHON (1992), «(Transferts internationaux d'épargne et intégration financière)», *Document de travail*, n° 1992-08/E, Caisse des Dépôts et Consignations, juin.
- PORTES, R. et B. EICHENGREEN (1987), «The anatomy of financial crises» dans *Threats to International Financial Stability*, CEPR, Cambridge University Press, New York.
- PROWSE, S. (1994), «Corporate governance in an international perspective: A survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany», Banque des règlements internationaux, Bâle.

- SCOTT, L.O. (1991), «Financial market volatility: A survey», *IMF Staff Papers*, vol. 38, n° 3, septembre.
- SHILLER, R.J. (1989), *Market volatility*, MIT Press.
- SHINOHARA, M. (1983), «The determinants of post-war savings behaviour in Japan», dans *The Determinants of National Saving and Wealth*, publié sous la direction de F. Modigliani et R. Hemming, St Martin's Press, New York.
- STIGLITZ, J.E. (1994), «The role of the state in financial markets» dans *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, Banque internationale pour la reconstruction et le développement, Washington.
- STURM, P.H. (1983), «Les déterminants de l'épargne : théorie et études empiriques», *Revue économique de l'OCDE*, n° 1.
- TOBIN, J. et W. DOLDE (1971), «Wealth, liquidity and consumption» dans *Consumer Spending and Monetary Policy : The Linkages*, Federal Reserve Bank of Boston.
- TOBIN, J. (1984), «On the efficiency of the financial system», *Lloyds Bank Review*.
- VITTAS, D. (1992), «Thrift regulation in the United Kingdom and the United States: A historical perspective», *mimeo*, Banque mondiale.
- WEISBROD, SR, L HOWARD et L ROJAS-SUAREZ(1992), «Bank risk and the declining franchise value of the banking systems in the United States and Japan», *IMF Working Paper*, juin.
- WHITE, L.J. (1991), *The SL debacle: Public policy lessons for bank thrift regulation*, New York, Oxford University Press.
- WILLIAMSON, J. (1993), «A cost-benefit analysis of capital account liberalisation» dans *L'ouverture financière : expériences et choix politiques des pays en développement*, publié sous la direction de H. Reisen et B. Fischer, Centre de développement de l'OCDE.