

ECONOMIC PAPERS

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES • DIRECTORATE-GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS

N° 64

Mai 1988

Le Découplage de la Finance et
de l'Economie
Contribution à l'Evaluation
des Enjeux Européens
dans la Révolution du
Système Financier International

Jean-Yves Haberer*

Document Interne



"Economic Papers" are written by the Staff of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs, or by experts working in association with them. The "Papers" are intended to increase awareness of the technical work being done by the staff and to seek comments and suggestions for further analyses. They may not be quoted without authorisation. Views expressed represent exclusively the positions of the author and do not necessarily correspond with those of the Commission of the European Communities. Comments and enquiries should be addressed to

The Directorate-General for Economic and Financial Affairs,
Commission of the European Communities,
200, rue de la Loi
1049 Brussels, Belgium

ECONOMIC PAPERS

N° 64

Mai 1988

Le Découplage de la Finance et
de l'Economie
Contribution à l'Evaluation
des Enjeux Européens
dans la Révolution du
Système Financier International

Jean-Yves Haberer*

Document Interne

(*) Ancien Directeur du Trésor au Ministère Français de l'Economie, des Finances et du Budget, Ancien Président de la Banque Paribas. Ce rapport, préparé à la demande du Président Delors, lui a été remis le 1er juin 1987, à la veille du Sommet Economique de Venise.

RESUME

Un écart saisissant s'est creusé depuis quelques années entre d'une part la surchauffe et la prospérité des activités financières et d'autre part la stagnation de l'économie réelle, dont les produits nationaux ne progressent presque plus, tandis que le commerce international connaît pour la première fois une certaine régression.

Bien que la perception de ce découplage ait commencé depuis 1984, aucun économiste n'a réussi à définir une relation optimale entre la finance et l'économie. Il y a tout au plus, l'intuition a priori selon laquelle la sophistication et la prolifération des transactions financières reflètent le développement d'une économie, la preuve inverse étant donnée par les pays de l'Est et le Tiers Monde. Pourtant, les économies réelles les plus performantes (Japon et Allemagne Fédérale) ont des systèmes financiers relativement clos et rigides si on les compare à Londres ou à New York. Faute d'analogie historique vraiment utilisable, on doit tenter de se faire une opinion relative sur la relation entre la finance et l'économie réelle. La présente étude examinera successivement les origines du découplage, le fonctionnement du découplage et les scénarios d'un possible recouplage.

I - Les origines du découplage

L'environnement financier international a été profondément modifié par trois évolutions à peu près simultanées, qui sont irréversibles.

Les activités financières ont connu le choc intense d'une révolution technologique apportée par l'informatique et les télécommunications.

Aujourd'hui, tout autour du monde, car la rotation des fuseaux horaires met tour à tour les grandes places financières au centre du marché, les opérateurs pianotant sur un clavier font apparaître sur leur écran toutes les informations de taux et de cours pour tous les actifs financiers, à acheter ou à vendre, au comptant ou à terme. Des ordinateurs dûment programmés règlent déjà des opérations d'arbitrage, en attendant les futurs progrès du logiciel. L'unification spatiale et temporelle de tous les marchés est réalisée et les décisions sont à prendre en temps réel. Le coût des opérations a été divisé par dix, mais la manutention des fonds se fait avec une telle vitesse que les mouvements de capitaux ont une volatilité extraordinaire. Le volume des monnaies achetées et vendues est passé, de 1979 à 1986, de six à vingt fois le chiffre d'affaires du commerce mondial. Une journée de transactions sur les trois grands marchés des changes de New-York, Londres et Tokyo représente 190 milliards de dollars. Il en résulte une fragilisation des politiques économiques, car la lenteur des centres de décisions politiques n'est plus en phase avec l'instantanéité des marchés. De vastes conséquences apparaissent pour les entreprises, qui, même petites, peuvent louer ou acheter un terminal, et pour les entreprises bancaires et financières, qui doivent restructurer leur management, leurs systèmes de rémunérations et le contrôle de leurs risques.

En même temps, la dynamique de la concurrence et de l'optimisation du profit a fait apparaître un marché global des capitaux, sans que celui-ci ait été décidé par des autorités publiques. C'est le pragmatisme des grandes multinationales qui l'a créé et imposé, et elles seules y ont effectivement accès. Seules les monnaies convertibles, cotées librement sur les marchés, dessinent le périmètre de ce marché global où les pays en développement et les pays de l'Est ne comptent que par leur solde à financer et par leur rating, qui évalue le risque à leur prêter. A l'avant-garde du marché global a été et est toujours l'euromarché, extraterritorial à l'égard de toutes les réglementations, inventeur des euro-obligations, des euro-crédits et, depuis peu, des euro-actions. Quelques encours : 700 milliards de dollars pour les dépôts bancaires internationaux des opérateurs non bancaires; 2.100 milliards de dollars

pour les dépôts interbancaires internationaux; 600 milliards de dollars pour les obligations internationales. Les acteurs sont une centaine de banques internationales, deux centaines de grands investisseurs institutionnels, trois centaines de multinationales industrielles et commerciales, et quelques grandes signatures publiques d'Etats et d'organisations internationales. Le marché global, par ses arbitrages continuels sur toutes les valeurs, a considérablement renforcé la solidarité des météorologies conjoncturelles et a conféré un pouvoir d'influence énorme à un groupe socio-professionnel de quelques dizaines de milliers de personnes toutes atteintes de la psychose des marchés : "overshooting" et "short-termism".

Enfin, les produits financiers eux-mêmes ont connu une diversification sans précédent. En surmontant le snobisme professionnel qui se dissimule derrière une terminologie plus ou moins ésotérique, les innovations peuvent être classées en trois familles : celles qui contournent des réglementations ou minimisent le frottement fiscal; celles qui ont reflété le pullulement des opérations financières directes entre des agents économiques non bancaires; celles, les plus novatrices, qui se fixent sur le risque, soit pour le couvrir, soit pour le séparer du titre de créance-dette afin de pouvoir parier sur lui, soit pour en faire l'objet d'échanges et d'options. Cette créativité, qui contraste avec l'immobilisme prudent du passé, est allée au bout d'elle-même en quelques années, d'autant plus qu'en matière de services aucun brevet ne protège l'invention, imitée dès le lendemain par le concurrent même s'il feint de l'améliorer encore.

A ces trois tendances de fond, il faut ajouter d'autres évolutions qui n'ont pas, tant s'en faut, le même caractère irréversible.

En premier lieu, la déréglementation. Certes, toutes les réglementations sont nées de scandales ou de crises, car, laissés à eux-mêmes, les intermédiaires financiers et les marchés abusent trop souvent de leur position de confiance à l'égard des tiers. Mais on a

beaucoup déréglementé, parce que les grandes crises ont disparu, parce qu'on s'accommode des petits scandales, parce que le marché global international a relativisé les disciplines, parce que les places financières se font concurrence pour localiser les transactions, parce que l'idéologie ultra-libérale au pouvoir dans les grands Etats industriels légitime l'optimisation du profit. Il a fallu la montée des risques bancaires et des pratiques boursières perverses pour voir apparaître quelque re-réglementation.

En second lieu, l'intermédiation des marchés (en américain : securitization), se substituant à l'intermédiation bancaire, offre un court-circuit entre les agents économiques offreurs de liquidités et les emprunteurs de liquidités. Elle reflète la déréglementation, l'abondance des liquidités, les politiques monétaires de taux d'intérêt élevés, un nouveau ludisme des équipes financières des entreprises. Elle conduit à une restructuration des activités des banques, et à une nouvelle gestion des risques qui n'est pas toujours assez bien aperçue. Une pénurie de liquidités et des taux d'intérêt réels moins élevés inverseraient l'évolution, et feraient revenir les entreprises à leur vraie raison d'être.

En troisième lieu, les liquidités monétaires restent en avance sur l'économie réelle. Le gonflement des liquidités internationales détenues par le secteur privé contraste avec le faible développement des réserves de change des Banques Centrales, dont le total représente aujourd'hui à peine une journée des marchés des changes. Et, paradoxalement en temps de désinflation, les masses monétaires nationales continuent presque partout à progresser plus vite que les produits nationaux correspondants, les déficits des finances publiques trouvent sans difficulté leur financement. La vitesse de circulation de la monnaie a diminué, dit-on. Cela n'est pas étonnant puisque sa mesure consiste à rapprocher les transactions sur les biens et services, en faible croissance, de la masse des moyens de paiement disponibles, encore en expansion. En fait, le surplus de monnaie va se loger dans les transactions, fiévreusement mobiles, sur les actifs financiers.

Mais l'environnement financier international est encore plus marqué par les grandes manœuvres d'abandon de leurs responsabilités auxquelles les gouvernements occidentaux se sont livrés au cours des deux dernières décennies, sans avoir d'ailleurs tout à fait conscience des conséquences à long terme de leurs décisions toujours circonstanciées au départ. La mise en flottement des taux de change, à partir de 1971, a transféré au marché une des plus essentielles responsabilités publiques, celle de modifier la valeur de la monnaie en mettant en œuvre simultanément une politique appropriée d'ajustement. La mise en flottement des taux d'intérêt, à partir de 1974 et surtout de 1979, en généralisant une pratique de l'euromarché, a beaucoup affaibli l'usage des taux comme moyen d'action, dès lors que leur indexation sur la moyenne des marchés, curieusement accordée au moment où l'on cherchait à désindexer les salaires, permet d'esquiver les contraintes du moment. Une sorte de mise en flottement des réglementations bancaires a laissé proliférer librement les dépôts et les crédits libellés en devises étrangères, et les opérations dites hors bilan, et laisse maintenant les entreprises se livrer librement à des opérations de nature bancaire et financière. Enfin, la faiblesse des gouvernements démocratiques s'est traduite par une sorte de mise en flottement des déficits budgétaires, y compris dans les pays vertueux comme l'Allemagne et le Japon, y compris dans les pays gouvernés par les ultra-libéraux comme les Etats-Unis et l'Angleterre, et l'énormité des dettes publiques accumulées a joué un grand rôle dans le gonflement d'une sphère financière découplée de l'économie productive, en lui fournissant les actifs de bonne signature et de large marché nécessaires à la souscription et au trading.

II - Le fonctionnement du découplage

Pour évaluer les avantages et les inconvénients du découplage apparu entre les activités financières et l'économie réelle, on doit se poser trois questions.

On peut d'abord considérer comme positive la construction d'une sphère financière effervescente et sophistiquée si elle permet, par une liquidité accrue, une bonne allocation des capacités de financement vers les besoins d'investissement, par exemple en fractionnant et en dispersant les risques inhérents à tout projet productif, ou en les orientant vers les agents économiques assez grands, assez forts en fonds propres, assez motivés pour les prendre. Il en va souvent ainsi, semble-t-il, mais en même temps, la rotation accélérée des actifs financiers entraîne à leur égard une grande désinvolture, pour ne pas dire une fuite à l'égard des responsabilités attachées aux droits de propriété. L'évaluation à très court terme rend indifférent aux vues à long terme. "Overshooting" et "short-termism" caractérisent l'effervescence et les jugements de la sphère financière. La libre circulation des biens et services qui fut, depuis la guerre, l'objectif prioritaire de la communauté internationale, est aujourd'hui compromise par les mouvements erratiques des taux de change, qui décident de la rentabilité des matières premières et de la compétitivité des produits industriels. Les transferts de ressources collectées par les entreprises industrielles et commerciales, et affectées, non plus à leurs propres projets de développement à long terme, mais à des placements de trésorerie ou à des achats spéculatifs d'actions, sont importants. L'allocation des ressources humaines est faussée par la rente de rareté dont se sont emparés les jeunes spécialistes des nouvelles techniques financières. Enfin, dans des économies réelles stagnantes en proie à un chômage élevé, une disparité difficilement soutenable apparaît entre les revenus du travail, désormais désindexés, et la valorisation des patrimoines investis en actions, qui connaît des progressions spectaculaires dignes d'une table de jeu où tout le monde gagnerait.

On peut ensuite se demander si les activités financières font sur les agents économiques un prélèvement restant en proportion raisonnable avec les services rendus dans l'adéquation de l'offre et de la demande des créances/dettes. C'est l'économie réelle, en effet, qui, en fin de compte, rémunère la finance par des taux d'intérêt, des dividendes, des commissions. Constatons, d'abord, que les innovations technologiques et la déréglementation ont abaissé le coût individuel des opérations, même si le prélèvement global des financiers, suractifs entre eux, n'a guère changé.

Constatons, ensuite que le niveau des taux d'intérêt réels, certes sans précédent comparable, est favorable à tous les créanciers, depuis les ménages jusqu'aux investisseurs institutionnels, et incite même les entreprises à faire des placements financiers : l'économie réelle, faite de tous ces agents économiques, se paye elle-même, avec d'autant plus d'enthousiasme que la baisse lente des taux nominaux a fait apparaître des plus-values sur les titres émis auparavant avec des taux supérieurs. Ce sont les états endettés, structurellement débiteurs, qui souffrent le plus des charges financières, mais ils empruntent un peu plus pour les couvrir. Constatons, enfin, que la hausse de toutes les Bourses du monde n'entraîne pas un prélèvement anormal de la sphère financière sur l'économie réelle : seule une fraction de celle-ci est représentée par des sociétés cotées; ces dernières n'ont guère modifié leur politique de dividendes; quant aux capitalisations boursières énormes, elles sont globalement insolvables, et les plus-values comptables observées ne peuvent être réalisées que par des opérateurs marginaux, agissant à contre-courant d'un marché encore acheteur.

Enfin, on peut s'interroger sur la fonction monétaire involontairement et aveuglément assurée par la sphère financière. Tout se passe comme si le taux élevé de rémunération des actifs financiers (taux d'intérêt réels des actifs à revenu fixe, plus-value en capital pour les actifs financiers à revenu variable) avait canalisé vers la sphère des activités financières le surplus de liquidités excédentaires, selon les analyses monétaristes, par rapport aux biens et services offerts sur le marché. Cette canalisation a elle-même provoqué l'expansion en volume et la croissance en valeur de la sphère financière. Autrement dit, les pressions inflationnistes se sont déplacées loin de l'économie des biens et services (dans laquelle on mesure le taux d'inflation par l'indice des prix à la consommation) et se sont concentrées sur les actifs financiers, dont le prix n'est pris en compte par aucun indice d'inflation. Il y a donc inflation des prix des instruments financiers, inflation sectorielle et temporaire. Ce n'est pas seulement la désinflation qui a orienté les flux de revenus (ménages et entreprises) vers les marchés financiers. C'est probablement aussi l'orientation des flux de revenus vers les marchés financiers qui a favorisé la désinflation, et le phénomène peut s'auto-alimenter pendant quelques temps.

Il y a donc un rapport exceptionnel entre l'offre et la demande de capitaux, la demande de capitaux étant freinée par la disparition des emprunteurs qu'étaient les pays en développement avant le problème de la dette, par la désinflation qui conduit les emprunteurs à mieux redouter le remboursement du principal, par la faible croissance des pays industriels qui raréfie ou diffère les projets d'investissement. Il s'est donc instauré une rente de rareté qui favorise le financement, par bons ou par obligations, du déficit de tous les Etats jouissant d'une bonne signature; des privatisations et des augmentations de capital; des offres publiques d'achat ou de vente, etc.. Cette rente de rareté encourage les Etats au déficit budgétaire et donne par ailleurs l'illusion, aux rassembleurs de capital à investir, qui n'ont depuis 1983 aucune difficulté à trouver des fonds sur les marchés, d'avoir un talent financier jusqu'à présent méconnu.

Le gonflement de la sphère, ou de la bulle, ou de l'éponge financière bénéficie certainement d'un effet de rattrapage, car la décennie 1973-1983, qui digéra les chocs pétroliers au prix d'une poussée d'inflation, a longuement spolié l'épargne par des taux d'intérêt réels négatifs dans la plupart des pays, fait évoluer les indices boursiers à un niveau de crise (si on corrige l'indice des cours par l'indice d'inflation), laminé les fonds propres des entreprises et conduit celles-ci à recourir systématiquement à l'endettement, et non pas à l'augmentation de capital, comme financement externe. Tous ces éléments se sont inversés depuis 1983.

Il reste à prévoir si la stérilisation des potentialités inflationnistes par leur concentration dans la sphère financière (concept assez proche de la trappe à liquidités selon les analyses de Keynes) va pouvoir durer longtemps, et comment elle prendra fin; a-t-elle trop sollicité le mécanisme d'absorption des liquidités par les marchés de capitaux, ne va-t-on pas un jour le saturer? A-t-elle trop de règles déontologiques à l'épreuve de l'appât du gain, ne va-t-on pas miner la confiance ou l'illusion qui fixent actuellement les décisions des investisseurs privés ou institutionnels? A-t-elle fait coexister dans la même société les profiteurs de la bulle financière, les salariés au pouvoir d'achat stagnant et les chômeurs en nombre croissant, ne va-t-on pas créer des tensions sociales et politiques insupportables?

III - Les scénarios d'un possible recouplage

Un meilleur ajustement de la finance et de l'économie peut-il être recherché par des actions appropriées de politique économique? La première idée consisterait à freiner la dilatation de la sphère financière, par exemple par les mesures suivantes:

- une surveillance plus exigeante des intervenants sur les marchés. Des ratios plus élevés de fonds propres doivent être recommandés aux institutions financières, et des disciplines précises doivent être inventées pour les entreprises non bancaires qui se comportent comme des banques.

- une offre plus active d'actions. L'introduction d'entreprises moyennes, la privatisation partielle ou totale d'entreprises publiques, l'offre de titres participatifs du secteur public ou du secteur privé, pourraient mieux équilibrer le marché des actions.

- la réduction des déficits budgétaires ferait baisser les taux tout en laissant plus de place aux emprunteurs désirant financer des investissements productifs. C'est la dette qui a créé la bulle financière, même si la bulle semble favoriser la dette.

- une remise en cause des encouragements fiscaux à l'épargne investie en valeurs mobilières. Ces incitations, répandues dans de nombreux pays d'Europe, reposaient sur l'idée simple selon laquelle l'épargne des ménages, canalisée vers les grandes sociétés cotées, permettrait à celles-ci de faire des investissements productifs créateurs d'emplois. Ce postulat est devenu doublement faux : les investissements productifs de l'industrie, recherchant plus la productivité que la capacité, diminuent l'emploi et les liquidités collectées par les grandes entreprises servent de plus en plus à des opérations financières hautement rémunératrices, depuis que par l'effet des taux d'intérêt réels très élevés et par l'ascension des Bourses, il est plus profitable d'être créancier que d'être débiteur.

- quant à l'idée d'une taxation spéciale sur les transactions financières, elle n'a aucun réalisme, car la concurrence internationale des places financières suppose une unanimité qui n'a jamais été trouvée en matière fiscale, et parce qu'elle ignore les problèmes de l'évasion (compensation privée) et de la répercussion.

Une seconde idée d'ajustement consisterait à utiliser la sphère financière pour une meilleure stimulation de l'économie réelle. Trois voies méritent d'être citées :

- à la dette américaine, principale responsable de la surchauffe de la sphère financière, substituer d'autres dettes mieux accouplées à des investissements productifs moteurs. En cas de soft landing de la dette américaine, il faudrait développer les emprunts de grandes institutions internationales comme la Banque Mondiale, la Banque Européenne d'Investissement.

- faire réapparaître les grands projet dans les pays industriels. Leur pénurie contribue au déséquilibre du marché international. L'exemple de l'ouvrage Trans-Manche est à méditer.

- réintroduire les pays en développement sur le marché : aussi longtemps que leur dette les fait considérer comme trop risqués, seule une garantie de bonne fin délivrée par des organisations internationales crédibles pourra mobiliser des financements.

Mais si un meilleur ajustement de la finance et de l'économie n'est pas lucidement favorisé par des mesures de politique économique, le risque devient grand de voir la sphère financière, gonflée d'une masse excessive de créances/dettes, se dégonfler d'une manière soudaine par une crise traumatisante. Le souvenir de 1929 hante la mémoire collective, malgré les immenses changements intervenus depuis lors. En fait, trois scénarios de crise peuvent être imaginés :

- une crise bancaire provoquée par la dette des pays en développement. Certes, l'inflation de la décennie 1974-1984 a laminé les fonds propres des banques alors que le recyclage des pétrodollars leur avait fait prendre des risques sous-estimés. Mais, depuis la défaillance du Mexique en 1982, les banques ont eu le temps d'organiser leur défense, en provisionnant leurs pertes probables, en renforçant leurs fonds propres, en restructurant leur portefeuille de créances douteuses, en s'adaptant aux activités de marché devenues profitables. Moins vulnérables devant le défaut isolé d'un grand pays débiteur, les banques le sont encore devant un défaut concerté de plusieurs.

- une crise boursière. La hausse prodigieuse des capitalisations boursières crée une richesse virtuelle, comptable, qui n'existe qu'à condition de n'être pas monétisée. Si les anticipations se retournent, si le marché devient vendeur, il n'y a aucun prêteur en dernier ressort qui puisse soutenir les cours à leur niveau maximum. Or, le coefficient de capitalisation des bénéfices distribués (price/earning ratio) s'est exagérément tendu, allant, par l'espérance des plus-values, très au-delà du même coefficient (12 à 15) offert en alternative par les obligations. Les craintes se portent en première ligne sur la Bourse de Tokyo, car le taux d'épargne élevé des Japonais, leur démographie et leur système de retraites, l'attrait des étrangers pour un yen voué à la hausse, le peu d'attrait des Japonais pour les valeurs étrangères non-américaines, l'attitude spéculative des entreprises japonaises menacées dans leurs marges à l'exportation, ont porté le price/earning ratio à une moyenne de 50, avec de grandes valeurs allant jusqu'à 200.

- une crise sui generis ou une fuite en avant de l'économie américaine. En se rappelant que depuis vingt ans la plupart des dérèglements internationaux ont trouvé leur origine dans la politique américaine, il faut savoir que les Américains ne sont jamais aussi forts, pour imposer leur solution, que lorsqu'ils sont en position de faiblesse : l'équilibre du monde a trop besoin de leur propre équilibre, de leur prospérité, de leur liberté. Or les Etats-Unis sont parvenus à une situation de surendettement omniprésent. Surendettement intérieur non seulement

de l'Etat fédéral (2.100 milliards de dollars), mais des entreprises (2.500 milliards de dollars), en particulier dans les secteurs sinistrés comme l'agriculture et le pétrole, et des ménages (2,500 milliards de dollars soit 190% de leur revenu annuel disponible). Surendettement extérieur, avec un encours net de 230 milliards de dollars à la fin de 1986, au premier rang dans le monde. Ce surendettement crée une vulnérabilité très grande à toute crise bancaire ou boursière, et il y ajoute un risque de système: les pyramides de dette nominale finissent toujours, pour être supportables par l'économie réelle, par être rétrécies par une vague d'inflation. Si le long cycle de croissance économique aux Etats-Unis se termine en 1988, que fera, en 1989, la nouvelle administration élue devant une récession fragilisant tous les agents économiques surendettés?

Le renvoi aux faits à venir est la meilleure conclusion d'attente à la présente étude. Tout le découplage de la finance et de l'économie est né, dans les pays industriels en proie à la surinformation et à la médiatisation, d'une évolution de la hiérarchie des valeurs qui est un profond fait de société : rémunération comparée du travail et du capital, appréciation comparée des actifs financiers et des actifs d'entreprise, rapports de force entre les créanciers et les débiteurs, intuitions actuarielles reliant en termes financiers le passé, le présent, le futur. Mais cette hiérarchie des valeurs est sans cesse en mouvement, et ce mouvement est reflété par les fluctuations cycliques des marchés, qui y ajoutent l'accélération due aux anticipations, elles-mêmes auto-corrigées par des retournements quand des conséquences extrêmes sont atteintes. Voilà qui va être passionnant à observer dans les temps qui viennent.

SOMMAIRE

	Page
INTRODUCTION	1
SECTION I - LE NOUVEL ENVIRONNEMENT FINANCIER INTERNATIONAL	
I - LES EVOLUTIONS IRREVERSIBLES	4
A. Les mutations technologiques de l'information et de la communication	4
1. Un traitement vertigineux du temps et de l'espace	5
2. Une fragilisation des politiques économiques	6
3. De vastes conséquences commerciales	7
4. Une restructuration des entreprises bancaires et financières	8
B. La globalisation des marchés de capitaux	9
1. Le fonctionnement du marché global	9
2. Les acteurs du marché global	11
3. Les conséquences du marché global	13
C. Les innovations dans les produits financiers	16
1. Le sens des innovations	16
2. La démystification nécessaire	19
II - LES TENDANCES PARTIELLEMENT OU TOTALEMENT REVERSIBLES	20
A. La déréglementation	20
1. L'origine oubliée des réglementations	21
2. Les causes de la déréglementation	22
3. Les effets de la déréglementation	23

	Page
B. L'intermédiation des marchés	25
1. Les causes de l'évolution	25
2. Les conséquences pour les banques	26
3. Les conséquences sur les systèmes financiers	28
4. Les changements possibles	28
C. Le gonflement des liquidités internationales	30
1. Les grandes étapes	30
2. L'impuissance internationales des Banques Centrales	31
3. La surliquidité des économies nationales	31
D. La permissivité des autorités publiques	32
1. La mise en flottement des taux de change	32
2. La mise en flottement des taux d'intérêt	34
3. La mise en flottement des réglementations bancaires	34
4. La mise en flottement des déficits publics	35
 SECTION II - LE DECOUPLAGE DES ACTIVITES FINANCIERES ET DE L'ECONOMIE REELLE	 36
I. LA PROBLEMATIQUE DU DECOUPLAGE	37
A. Le fonctionnement du découplage	37
1. Les conséquences de la grande liquidité des actifs financiers	37
2. La fonction de stockage monétaire assurée par la sphère financière	39
3. Le problème des encouragement à l'épargne financière	41
4. Le problème des prélèvements de la sphère financière sur l'économie	43

	Page
B. Les possibilités d'un certain recouplage	46
1. Freiner la dilatation de la sphère financière	48
2. Utiliser la sphère financière pour une meilleure stimulation de l'économie réelle	50
II - LES SCENARIOS DE CRISE	52
A. Une crise bancaire provoquée par la dette	52
1. Les références historiques	52
2. L'amortissement du risque	54
B. Une crise boursière	56
1. La perception difficile des limites	56
2. La nature des craintes	57
3. Le risque japonais	60
C. Une crise américaine sui generis	62
CONCLUSION	64

INTRODUCTION

Sur le développement accéléré des liquidités et surtout des transactions financières internationales, sur la mutation des techniques financières et sur l'ébullition qui affecte depuis quelques années les principaux centres financiers internationaux, ce n'est pas l'information qui manque. Les études des banques centrales, des organisations internationales et des banques commerciales, les articles d'une presse financière internationale dont l'expansion accompagne celle des marchés, les livres les plus récents, les entretiens avec les observateurs les plus expérimentés ou les plus lucides, produisent, au contraire, et c'est une autre caractéristique de notre époque, une impression de surinformation désordonnée. Cependant, les synthèses sont encore rares, de vastes zones d'interrogation subsistent, et, surtout, la problématique des marchés financiers se prête peu à la réflexion extérieure car y règne la conviction, un peu trop stérilisante, selon laquelle ils sont désormais les pôles de la vie économique mondiale, à tenir soigneusement à l'abri des interférences gouvernementales.

La présente étude, établie à la demande du Président de la Commission des Communautés Européennes, a rencontré à chaque instant la difficulté de cerner une réalité extraordinairement complexe et mobile, et d'apercevoir en termes d'action politique ce qui pourrait impliquer les centres de décision de la Communauté, tant les frontières et les pouvoirs de celle-ci ont perdu leur autonomie devant une révolution des marchés de capitaux qui est mondiale. C'est donc un rapport préliminaire qui est présenté ici, avec l'idée que sa lecture pourrait provoquer un besoin d'approfondissement conceptuel ou statistique sur certains des points abordés, à reprendre dans une phase suivante du rapport.(1)

Les idées recommandées comme enjeux européens à l'attention de la Commission ne sont pas regroupées dans une partie du rapport, mais signalées explicitement à la fin de chaque analyse qui les situe ou les motive.

(1) J'ai bénéficié du concours actif et efficace de M. Bernard Snoy, Conseiller économique à la Commission, qui m'a aidé à réunir une documentation, a participé à tous les entretiens de l'enquête et m'a apporté une assistance précieuse pour la préparation de ce rapport.

SECTION I

LE NOUVEL ENVIRONNEMENT FINANCIER INTERNATIONAL

Malgré l'information disponible surabondante déjà connue de tous, on a souvent l'impression que les arbres cachent la forêt et il est souhaitable de trouver une bonne grille de lecture des nouvelles réalités.

Dans les grandes tendances de fond, il y a souvent une cohérence ou une simultanéité qui reflètent sans doute des corrélations bien connues. Par exemple : le déficit budgétaire américain, conjugué avec l'endettement élevé des agents économiques américains est probablement l'origine du niveau trop élevé des taux d'intérêt américains, dont la contagion s'étend à tous les pays industriels; les problèmes de la dette du tiers monde sont dus largement au niveau trop élevé des taux d'intérêt réels, à la faible croissance des pays industriels qui fait baisser les cours des matières premières, et ils ont été exacerbés pendant quelques années par la surévaluation du dollar, leur principale monnaie de compte; le déficit commercial américain, en se manifestant par des importations surdimensionnées a contribué à la désinflation aux Etats-Unis; le niveau élevé des taux d'intérêts réels a dopé les marchés de capitaux et freiné la croissance économique; la désinflation fait souffrir tous ceux qui se sont habitués à s'endetter excessivement en temps d'inflation: pays en développement, Trésors des Etats pratiquant le déficit budgétaire, ménages, entreprises, agriculteurs des pays industriels, etc. Toutes ces causalités sont claires, à défaut d'être maîtrisables. Mais si l'on doit désigner la cause ayant eu les plus grands effets traumatisants, c'est sans aucun doute le déficit budgétaire américain qui est la source du plus grand nombre de dérèglements, tout en ayant assuré, selon une savoureuse et involontaire démonstration keynésienne, la croissance américaine des récentes années.

En revanche, certaines relations de cause à effet, vérifiées dans le passé, ne fonctionnent plus, ce qui déroute la lecture binaire (bon/mauvais) habituelle dans l'analyse économique:

- l'énorme déficit budgétaire américain, bien que répété depuis un certain nombre d'années, n'a pas eu de conséquences inflationnistes aux Etats-Unis.

- dans le monde entier, la désinflation coexiste avec une progression des masses monétaires plus rapide que celle des produits nationaux.
- le cours des actions dans les bourses de valeurs mobilières, ordinairement refuge des valeurs réelles contre les méfaits de l'inflation, connaît, pour la première fois, une ascension accélérée en temps de désinflation.
- les marchés financiers connaissent cette extraordinaire ascension des valeurs alors que la croissance réelle de l'économie est faible, et qu'il n'y a pas de perspective laissant prévoir un changement macro-économique, ou une meilleure rentabilité des entreprises cotées.
- l'énorme déficit commercial américain a beaucoup tardé à entraîner une baisse du dollar, et il a fallu pour convaincre les marchés de cette baisse, qu'elle soit présentée comme une politique explicite.
- l'épargne brute des entreprises est souvent orientée vers l'achat d'actifs financiers (placements de trésorerie, actions d'autres entreprises) plus que vers l'investissement productif.
- il n'est pas habituel qu'au moment où les obligations proposent des taux d'intérêt élevés qui leur vaut un marché élargi, les actions bénéficient en même temps d'un engouement aussi fébrile.

C'est avec la conscience contrastée de ce qui précède qu'on va passer en revue les principales tendances récentes du nouvel environnement financier international, moins avec le vain désir de les résumer en quelques pages qu'avec le souci, plus opérationnel, de les évaluer, de les proportionner, de les classer. Non sans risque, mais pour faire apparaître les zones relevant peut-être d'une action des autorités politiques responsables, le parti a été pris de séparer les évolutions qui sont irréversibles de celles qui ne le sont pas.

I - Les évolutions irréversibles

Sont considérées comme irréversibles trois évolutions : les mutations technologiques, la globalisation des marchés de capitaux, l'innovation dans les produits financiers.

A. Les mutations technologiques de l'information et de la communication

Les activités financières ont connu, d'une manière intense, le choc de la révolution technologique apportée par l'informatique et les télécommunications. Aujourd'hui, tout autour du monde, avec une rotation des fuseaux horaires qui met tour à tour les grandes places financières au centre du marché, des opérateurs placés devant des écrans agglutinés dans de vastes salles spécialisées obtiennent en pianotant sur un clavier l'apparition instantanée sur des écrans de toutes les informations de taux et de cours sur toutes les catégories d'actifs financiers, à acheter ou à vendre, au comptant ou à terme. L'intervention des personnes est même déjà démultipliée par des ordinateurs. Les opérations d'arbitrage entre monnaies déclenchées par des variations infimes de taux d'intérêt ou de taux de change sont déjà réglées par des ordinateurs appropriés. Les opérations d'arbitrage entre le marché boursier de New York et le marché d'options sur les indices de Chicago sont confiées au program trading des ordinateurs. Et les chercheurs du software préparent, dans une intense concurrence, le logiciel nécessaire à d'autres conquêtes maîtrisant la complexité des données par l'instantanéité de la réaction.

Au-delà même du périmètre des services financiers qui y participent, la révolution des télécommunications va continuer. On estime que pendant la décennie 1986-1995, les investissements dans ce domaine dans le monde seront en dollars constants, de 180 milliards contre 70 dans la décennie précédente, et que le nombre des usagers directement reliés passera de 400 à 600 millions de terminaux, dont la quasi-totalité fonctionnera dans les pays industriels.

La mise en oeuvre, par les banques, les institutions financières et les services financiers des entreprises industrielles et commerciales, de tous les équipements nouveaux des télécommunications et de l'informatique, a en quelques années bouleversé, une fois pour toutes, les activités financières internationales. Les principales conséquences méritent un survol rapide à travers un classement sommaire :

1. Un traitement vertigineux du temps et de l'espace

- nous voyons se réaliser l'unification spatiale et temporelle de tous les marchés de capitaux qui fonctionnent désormais 24 heures sur 24 heures, confrontant l'offre et la demande de titres en temps réel.
- non seulement le trading des marchés secondaires, mais les émissions de titres nouveaux, se font sur une base mondiale, sans aucune organisation du calendrier. Le mouvement journalier sur le marché international des obligations (10 milliards de dollars) porte simultanément sur les émissions primaires et le marché secondaire.
- le nombre des transactions financières s'est considérablement augmenté, sans que cela affecte les grandeurs macro-économiques telles que le commerce mondial (qui est en stagnation), les masses monétaires, la propension à épargner ou à investir. En effet, ces transactions se font pour la plupart entre les professionnels du marché, en aval des relations avec les autres secteurs de l'économie.
- la rapidité avec laquelle les fonds sont dégagés ou réemployés permet en principe d'obtenir pour eux, dans le marché global, le meilleur rendement global (cours du capital + taux de change + taux d'intérêt), ce qui modifie en permanence l'allocation des ressources, et stimule extraordinairement la concurrence des institutions financières.
- la manutention des fonds se fait avec une rapidité extraordinaire qui donne une volatilité sans précédent aux mouvements de capitaux. Citons quelques ordres de grandeur qui convergent plus ou moins. Le seul volume des monnaies achetées et vendues équivaldrait à vingt cinq fois

le chiffre d'affaires du commerce mondial. La compensation informatisée des paiements internationaux en dollars, assurée par les grandes banques new-yorkaises, atteint 300 milliards de dollars par journée, et le découvert limité à quelques heures qui y est pratiqué représente trois à quatre fois les fonds propres des banques concernées.

Selon des chiffres de la Banque d'Angleterre pour 1986, une journée de transaction sur le marché des changes représente un volume moyen de 50 milliards de dollars à New York, 48 milliards à Tokyo et 90 milliards à Londres, et seulement 9% de ces 90 milliards sont des transactions effectuées directement avec des clients autres que les banques (ce qui laisse supposer que pour une opération de change ordonnée par une entreprise commerciale il y a neuf opérations de change effectuées par des banques). La même statistique rappelle qu'une journée de chiffre d'affaires du commerce mondial ne dépasse pas 15 milliards de dollars. De 1979 à 1986, les transactions de change sont passées de six à vingt fois le volume du commerce mondial. Une grande investment bank américaine indique que l'ensemble de son bilan tourne en moyenne tous les deux jours.

2. Une fragilisation des politiques économiques :

- les changements technologiques ont créé une situation où les marchés répondent toujours plus vite à une information, à une tension, à une crise, que les gouvernements, les banques centrales ou les autres autorités publiques. La lenteur des centres de décision politique n'est plus en phase avec l'instantanéité des marchés et de leurs opérateurs.
- les informations venues du monde entier, même aussi anecdotiques qu'une petite phrase prononcée par le Secrétaire Américain du Trésor ou qu'une faillite de banque, se répandent instantanément auprès d'opérateurs ayant les mêmes repères, provoquant des réactions simultanées et identiques qui peuvent faire basculer un marché. Les

scénarios de crise financière en sont modifiés. De même qu'en cas de conflit nucléaire les premières minutes sont absolument décisives, de même, en cas de crise financière, chaque banque internationale redoute de rester, quelques minutes de trop, dans une position à découvert incompatible avec ses fonds propres. En effet, si des limites quotidiennes de position en fin de journée sont généralement assignées aux cambistes et aux traders, des risques considérables peuvent être pris auparavant.

- les réglementations des changes, qui depuis leur invention en 1914 ont été une pratique ou une tentation dans de nombreux pays, ne sont plus praticables ou contrôlables aisément dans un système international de paiements aussi informatisé et universalisé. Lorsqu'on sort d'une salle de changes d'une grande banque, lorsqu'on connaît la diffusion des cartes de crédit, on ne peut que trouver comique la surveillance que les douaniers de certains pays exercent encore sur les devises transportées par les touristes.

3. De vastes conséquences pour les clientèles commerciales:

- la diffusion généralisée et instantanée de l'information financière, la pratique des techniques nouvelles informatisées ont beaucoup augmenté les exigences de la clientèle bancaire en matière d'efficacité, rapidité, coût ou rendement, aide personnalisée, suivi des opérations, etc. Il y a là quelque chose d'irréversible : le client se comporte avec plus de rationalité et de sélectivité.
- la révolution des technologies a, en quelque sorte, démocratisé les marchés de capitaux. Même une petite entreprise, financière ou non, peut acheter ou louer un terminal pour participer directement aux marchés internationaux de capitaux.
- le coût de l'information et des transactions a été réduit d'environ 90%, ce qui a rendu la transaction financière beaucoup plus performante, de ce point de vue là, que la transaction commerciale.

- la baisse du coût des transactions a permis à la logique du marché secondaire de prendre le pas sur la logique du marché primaire.
4. Une restructuration des entreprises bancaires et financières :
- le management est modifié par les nouvelles technologies. L'impératif du temps réel fait descendre la décision immédiate loin des états-majors et la place au niveau de l'opérateur qui fait face à l'écran dans les salles de trading et d'arbitrage. Celui-ci n'a pas nécessairement une culture économique et financière très étendue, n'a pas le temps de consulter les services d'analyse financière qui ont éventuellement des dossiers approfondis sur les banques et les entreprises, et n'a recours qu'à quelques repères simples, dont le rating établi par les agences new-yorkaises devient le principal.
 - la redistribution des responsabilités à l'intérieur des centres de profit entraîne une révolution dans les systèmes de rémunération, à la recherche de la motivation et de la fidélisation des spécialistes.
 - les problèmes de l'inspection et du contrôle se posent en termes nouveaux à la fois pour la gestion interne des institutions financières et pour la surveillance exercée par les Commissions bancaires ou autres organismes nationaux de contrôle.
 - les équipements informatiques et les télécommunications ont leur propre dynamique de développement commercial, qui affecte surtout les banques de détail (retail banking) de deux façons, d'une part parce que le grand commerce de détail, les fonds de pension, les assurances et d'autres activités de services ont la tentation d'offrir à la clientèle des services financiers traditionnellement réservés aux banques, d'autre part parce que les banques elles-mêmes sont tentées de rentabiliser leur nouvelle technologie par l'offre de services non bancaires (assurance, voyages, etc.). Les frontières d'activité sont en mouvement dans le monde des services.

Les pays de la Communauté Européenne participent dans de bonnes conditions à ces mutations technologiques qui affectent leur système bancaire et financier. S'il y a un problème d'adaptation et de diffusion, il ne se situe pas au niveau des grandes entreprises industrielles et commerciales, mais à celui des moyennes et des petites, qui accèdent plus difficilement au monde des terminaux et qui n'ont pas toujours les moyens humains d'en tirer parti.

Un seul problème précis mérite l'attention, celui de la compensation informatisée des paiements en écus, qui est déjà suivi avec attention par les services de la Commission.

B. La globalisation des marchés de capitaux

L'apparition d'un marché global des capitaux est une des évolutions les plus impressionnantes de notre époque, d'autant plus qu'elle n'est pas le résultat de décisions publiques concertées et successives, mais au contraire un triomphe du pragmatisme le plus anonyme.

1. Le fonctionnement du marché global

Faut-il rappeler, en quelques mots, que l'espace financier et monétaire international n'a rien de commun avec les mappemondes et qu'il relève d'une géographie dématérialisée très spéciale, dans laquelle les Etats-Unis sont la moitié du monde, l'Europe la moitié du reste, le Japon surtout et quelques autres pays d'Extrême-Orient en voie de décollage économique formant le dernier quart? Seules les monnaies convertibles, cotées librement sur les marchés, dessinent le périmètre du marché global des capitaux qui achève de prendre place : les pays en développement et les pays de l'Est n'y comptent que par leur solde, qui est un besoin de financement, et par leur rating international, qui évalue le risque à leur prêter.

A l'avant-garde du marché global a été l'euro-marché et il continue de l'être. Né il y a une trentaine d'années comme marché extraterritorial du dollar pour contourner certaines réglementations américaines, l'euro-marché

a pris une ampleur considérable grâce à la flexibilité que lui assure, par rapport aux marchés nationaux, sa parfaite liberté due à sa délocalisation à l'égard de tout autorité. Il a commencé par les euro-obligations, il a poursuivi par les euro-crédits, il a continué par les euro-obligations à nouveau et il entreprend depuis deux ans, plus difficilement, de développer l'euro-equity. Diversifié quant aux devises traitées, reflétant en cela la météorologie comparée des monnaies à usage international, il remplit aux yeux des opérateurs les fonctions du marché international intégré que les gouvernements des Etats de l'O.C.D.E. n'ont jamais réussi à promouvoir par des négociations, et il est d'ores et déjà en avance sur tout projet de marché communautaire des capitaux à faire apparaître dans la C.E.E.

L'encours international d'instruments financiers libellés en écus ou en devises de la C.E.E. atteint un volume considérable. Bien sûr une euro-émission en DM ou en écu peut rapprocher, le temps de la souscription, un emprunteur et un apporteur de fonds tous deux extérieurs à la C.E.E. Il reste que le service des taux d'intérêt et l'amortissement du principal se feront dans la devise du contrat d'émission, et seront à financer par le marché des changes de cette devise, même s'il y a eu, dans l'intervalle, swaps, achats, cessions, mises en pension à l'initiative des titulaires de créances ou de dettes.

De quoi est fait le marché global? Les chiffres cités ici reproduisent ceux d'une intéressante étude dont dispose la Commission (1):

- le marché des changes est au comptant pour 73% des transactions à Londres et 63% à New York, mais la part des contrats à terme et des swaps augmente.

- à New York, l'opération moyenne de change est de 3,4 millions de dollars pour les transactions des banques et 4,6 pour les transactions non bancaires.

- les dépôts bancaires internationaux des opérateurs non bancaires sont d'environ 700 milliards de dollars, dont le dixième seulement correspond aux dépôts en devises de résidents.

(1) Commission des Communautés Européennes, Liquidités internationales et marché des changes, note interne, 12 février 1987.

- le dépôts bancaires internationaux dont disposent les banques les unes auprès des autres sont d'environ 2.100 milliards de dollars.
- l'encours des obligations internationales est supérieur à 600 milliards de dollars, dont 10 milliards tournent chaque jour.
- le marché des actions (euro-equity) est en train de naître, malgré les disparité de fiscalité et de réglementation. Les sociétés privées cotées sur plusieurs bourses sont environ 330.

Sur l'espace financier et monétaire international, l'intégration des circuits financiers s'est faite beaucoup plus vite que l'interpénétration des économies. Elle signifie que les liquidités à la recherche d'un emploi rémunérateur s'investissent, à très court terme ou à long terme, après avoir procédé à un examen comparé de toutes les opportunités qui s'offrent dans cet espace international. La globalisation se manifeste sous de nombreuses formes qui se prêtent à la mesure statistique:

- part croissante des actifs et passifs en devises étrangères dans les bilans des banques, des groupes financiers, des groupes industriels.
- expansion rapide des opérations de toute nature impliquant des transactions de change (cross-currency business).
- financement hors des frontières de nombreux besoins domestiques publics ou privés.
- part croissante des actionnariats hors des frontières, à la fois pour le placement ou pour le contrôle, dans les institutions financières et dans les entreprises industrielles et commerciales (cross-border stockholding).

2. Les acteurs du marché global

Les vrais participants du marché global, c'est-à-dire ceux qui y ont recours continuellement, ne sont pas très nombreux, mais sont d'une grande taille. On peut y ranger:

- les banques internationales: Ne méritent cette appellation que la petite centaine de banques (dont plusieurs dizaines en Europe) qui ont atteint la dimension internationale. Plus que par les salles de change, d'arbitrage et de trading qui ne sont que l'expression fonctionnelle d'une stratégie commerciale, elles se caractérisent par la possession d'un réseau d'implantation et donc d'information suffisant pour leur garantir compétitivité, sécurité et rentabilité.

- les grands investisseurs institutionnels (environ une centaine): L'encours des investissements hors des pays d'origine serait passé de 6 milliards de dollars en 1975 à 85 milliards en 1985 et on le prévoit autour de 300 milliards en 1990. Si beaucoup d'investisseurs institutionnels de la C.E.E. ont entrepris la construction de portefeuilles internationaux (ainsi, notamment, les fonds de pension britanniques gèrent près de 40 milliards de dollars d'actifs étrangers, soit près de 20% de leurs avoirs), très peu ont la taille acquise par leurs concurrents américains ou japonais.

- les sociétés industrielles et commerciales multinationales (environ deux cent cinquante): leurs départements financiers, souvent constitués en filiales, gèrent d'importantes liquidités (par exemple 15 milliards de dollars pour B.P.) et fonctionnent comme un centre de profit, utilisant comme une banque toutes les technologies nouvelles et toutes les possibilités des marchés (par exemple, un milliard de dollars de transactions de change par jour pour I.C.I.). On peut estimer à moins d'une cinquantaine en Europe les sociétés multinationales jouant à égalité avec les grandes multinationales américaines et japonaises.

- quelques grandes signatures publiques d'Etats dont le rating est bon et d'organisations internationales comme la Banque Mondiale. Par la globalisation du marché international, le financement d'un déficit budgétaire national n'est plus un choix de charge à répartir entre le contribuable national et l'épargnant national. L'emprunt va chercher l'épargne sur toute la planète. C'est l'épargnant japonais qui se substitue au contribuable américain pour financer le déficit américain. On peut regretter qu'avec ses deux signatures incontestées (C.E.E. et B.E.I.) la Communauté européenne tire si peu de parti du recours possible au marché global.

3. Les conséquences du marché global

La globalisation du marché des capitaux a été développée plus par les opérations au service des clients des banques que par les transactions interbancaires, même si celles-ci ont une plus grande importance dans les bilans. Cependant elle a entraîné une adaptation de la stratégie des banques, dont les plus importantes ont choisi d'être présentes sur tous les marchés et toutes les opérations, tandis que d'autres ont joué le choix des créneaux spécialisés. La grande liquidité des récentes années a naturellement favorisé l'évolution car, pour les pays industrialisés, la distinction entre liquidités nationales et internationales tend à s'estomper de plus en plus. Dès lors qu'un opérateur financier ou non financier (par exemple un groupe multinational) dispose d'une signature internationalement reconnue, il peut se procurer de l'argent dans la devise qu'il veut, quand il veut et où il veut. Autrefois, les groupes multinationaux tenaient à avoir un pied aux Etats-Unis pour assurer leur funding futur en dollars. Ceci n'est plus nécessaire aujourd'hui, étant donné l'abondance des euro-dollars. Les barrières encore érigées par quelques pays industriels ont tout au plus pour effet de renchérir le coût des fonds. En fait, la libéralisation des mouvements de capitaux, telle qu'on doit continuer à la promouvoir dans la C.E.E., aura un effet principalement pour les entités moins importantes mais affectera très peu les groupes multinationaux qui ont déjà accès au grand marché, de facto grâce à leurs sociétés financières ou à leurs filiales locales.

Dans les plus récentes années, la concurrence entre les centres financiers s'est accrue, les praticiens du marché établissant des comparaisons directes entre les commissions et les impôts perçus sur le marché des capitaux des différents pays; le flux des affaires va vers les centres offrant les coûts de transaction les plus faibles et la plus grande liquidité (c'est-à-dire la possibilité de traiter de larges volumes sans mouvement défavorable des prix). Cette concurrence pousse les gouvernements à alléger les charges fiscales et les contraintes réglementaires, d'autant plus que le secteur des services financiers semble offrir un potentiel important de création d'emplois. La tendance des centres financiers est nécessairement à opérer comme des zones franches pour toutes les opérations extraterritoriales qu'il convient d'attirer.

Cette globalisation des marchés de capitaux, qui s'est faite par la dynamique propre de la concurrence et de l'optimisation du profit, n'a pas été le fait des autorités gouvernementales, sauf dans la mesure où deux soucis nationaux se sont faits jour:

- donner aux banques et aux entreprises d'un pays les mêmes chances d'accès à ce marché global que leurs concurrentes.

- favoriser la localisation sur le sol national des transactions du marché global, lesquelles créent des emplois dans les services.

La globalisation n'a pas entraîné une meilleure convergence des politiques économiques, mais, en synchronisant les mêmes contraintes de taux de change, de taux d'intérêt et d'évaluation du capital à risque, en les sanctionnant par un incessant arbitrage entre les valeurs qui en découlent, elle a considérablement renforcé la solidarité des météorologies conjoncturelles, l'interdépendance des marchés de capitaux et des places financières, et le rôle de ce groupe socio-professionnel de quelques dizaines de milliers de financiers vivant dans le marché global. Les opinions de ce groupe, reflétées et façonnées par la presse financière anglo-saxonne, procèdent en général par des anticipations convergentes, ce qui introduit un facteur nouveau pour la prise de décision des Etats et des grandes multinationales. Alors que le système de Bretton Woods donnait la priorité à la liberté du commerce international, imposant à cet effet d'avoir des réserves de change ou tolérant des mesures de sauvegarde restreignant les mouvements de capitaux, c'est aujourd'hui la liberté totale des mouvements de capitaux sur le marché global qui peut provoquer, par l'overshooting des taux de change, des distorsions graves dans les échanges commerciaux.

La globalisation du marché mondial des capitaux se sera faite avant que la Communauté européenne ait pu intégrer ses propres marchés, au point de faire douter que, dans le marché global, il y ait place pour une spécificité européenne autre que celle des états-majors qui ont la responsabilité des banques, investisseurs institutionnels ou sociétés multinationales ayant leur siège en Europe.

Les autorités publiques de la Communauté(1) ne peuvent guère que :

- éliminer les réglementations archaïques des opérations de change, là où elles subsistent;
- veiller à ce que les entreprises industrielles et commerciales de la C.E.E. aient accès aux mêmes facilités du marché global que leurs concurrents américains, japonais ou autres;
- créer un statut extraterritorial de la société européenne susceptible de favoriser les fusions, acquisitions et remembrements, et permettant, sans problème de face nationale et sans complications juridiques et fiscales, de créer ou multiplier les vastes entités européennes qui accèderaient au marché global;
- veiller à ce que les banques et les bourses de la Communauté n'aient pas de handicap pour traiter et localiser en Europe une part significative du marché global (ne pas commettre l'erreur des Américains dont les réglementations restrictives dans les années 1960 ont favorisé le développement à Londres de l'euro-marché); il n'y a évidemment pas d'arrière-pensée d'influence dans ce domaine, mais le souci des emplois tertiaires créés et des recettes fiscales engendrées; Londres et Luxembourg donnent l'exemple des politiques les plus conscientes et les plus continues dans ce domaine;
- assurer fermement l'équilibre des réciprocités chaque fois que l'accès aux marchés européens d'une entité non communautaire peut gagner l'accès des entités communautaires à des marchés hors de l'Europe; en fait, la facilité avec laquelle les Japonais ont été admis sur les places européennes contraste avec la difficulté pour les européens d'opérer à Tokyo;

(1) Par cette expression de synthèse, utilisée dans la suite du rapport, on désigne, sans entrer dans le partage de leurs compétences, le Conseil des Ministres et la Commission des Communautés Européennes, les Gouvernements et les Parlements des Etats membres, les Banques Centrales et les Commissions Bancaires, les autorités boursières, etc.

- faute de pouvoir contribuer à la construction d'une autorité mondiale régissant le marché global, encourager la coordination des réglementations et des déontologies pour le domaine des activités bancaires et plus encore (car les disparités y sont plus grandes) pour les Bourses; si dans le temps de l'expansion, les places permissives sont plus attractives que les places orthodoxes, l'inverse devient vrai lorsqu'il y a montée des risques en temps de crise; et

- contribuer à faire comprendre la nécessité de préparer des réponses de politique économique incorporant les réalités du marché global; actuellement, le marché global des capitaux est en avance sur l'intégration économique des pays industriels; il est en avance aussi sur la coordination des politiques économiques engagées par les gouvernements; le marché global des capitaux impose sa propre loi, qui peut être fluctuante, et comporter des effets pervers sur l'économie réelle; doit-on rester passif?

C. Les innovations dans les produits financiers

Cette troisième tendance, aussi irréversible que les deux précédentes, n'a pas leur importance, tant s'en faut, et mérite même une certaine démystification.

1. Le sens des innovations

Les milieux professionnels parlent volontiers de leur imagination débordante qui leur a fait créer des instruments financiers nouveaux de plus en plus nombreux et compliqués. Les techniciens se sont créés, non sans un certain snobisme professionnel, un nouveau monde terminologique protégé par un certain ésotérisme mi-abstrait, mi-mathématique. Une rapide revue peut être tentée:

- parmi les nouveaux instruments financiers, une première catégorie est née de l'ingéniosité des banques pour être présentes sur les marchés à

travers ou malgré la réglementation. Les comptes NOW (Negotiable Order of Withdrawal) ont permis de rémunérer des dépôts en fait à vue. Les obligations à coupon zéro, pourvues de sigles humoristiques tels que CATS (Certificate of Accrual Treasury Securities), RATS (Ready Asset Trust), TIGERS (Treasury Investment Growth Receipts), offrent un choix fiscal éludant la taxation sur les revenus au profit de l'imposition des plus-values.

- la naissance de transactions financières directes entre agents économiques non bancaires s'est faite par des instruments financiers nouveaux. Parmi eux, les facilités d'émission d'effets de l'euro-marché, qui sont des formules intermédiaires entre l'obligation et l'euro-crédit : les RUF (Revolving Underwriting Facilities), les NIF (Note Insurance Facilities). Quant à la technique, née aux Etats-Unis du commercial paper (certificat de trésorerie), elle consiste pour une entreprise à émettre sur le marché des sortes de bons de caisse à court terme, les banques offrant un filet de sécurité sous la forme d'une ligne de mobilisation.

- moins circonstancielle, plus novatrice, est une troisième catégorie d'instruments couvrant contre les risques de taux. Les obligations à taux variable (Floating Rate Notes), dont le taux est indexé sur le Libor permettent à l'emprunteur de profiter des éventuelles baisses de taux, et au prêteur de se protéger contre les hausses. La sophistication a conduit aux obligations à warrant portant sur la nature et le niveau des taux, la durée de l'obligation, la monnaie de remboursement. De même ont été émis des bons dont la détention permet l'acquisition de valeurs (or, actions) traitées sur un autre marché.

- une autre famille d'innovations a consisté non plus à incorporer le risque dans le titre de créance/dette, mais au contraire à l'en détacher, de manière à pouvoir parier sur lui. Née des marchés de matières premières, où elle avait connu de vraies déroutes, la technique des contrats à terme a cherché dans les marchés de capitaux des enjeux en relation plus étroite avec les évolutions macro-économiques. Elle consiste

à s'engager à livrer des actifs financiers à une date et à un taux fixés à l'avance. L'opérateur se couvre en prenant des positions opposées au comptant et à terme, avec l'espoir d'un solde positif entre les gains et les pertes de ces deux sortes de position. Le marché des Futures à Chicago a ouvert la voie, mais Londres (London International Financial Futures Exchange) et Paris (Marché à terme des instruments financiers) jouent déjà un rôle actif.

- enfin, une dernière famille de transactions fait du risque l'objet d'échanges et d'options. Les contrats de swap permettent d'échanger des risques de taux ou des risques de change entre eux. Les contrats de garantie de taux (FRA : Forward Rate Agreement) permettent de fixer un taux d'intérêt futur sans qu'il y ait effectivement prêt ou emprunt, ce qui en fait un pari déconnecté de la recherche des liquidités. Enfin, les options offrent la possibilité d'acheter ou de vendre des actifs ou des devises à terme sans pour autant imposer de réaliser finalement l'opération, l'opérateur pouvant, quitte à endosser le coût de l'option, ne pas exercer son droit d'acheter ou de vendre.

Ainsi, dans l'ensemble, la prolifération des nouveaux produits financiers a été, en grande partie, une réponse au nouveau type de risques engendrés par le flottement des taux de change et l'instabilité des taux d'intérêt. Mais, aujourd'hui, l'innovation, de plus en plus de pure apparence dans les instruments financiers, est devenue un processus qui s'auto-alimente dans le climat de grande compétition qui anime les marchés. Il y a longtemps que l'innovation n'est plus simplement une réponse à la demande des clients, mais une arme offensive qui permet de prendre de l'avance sur les concurrents et d'acquérir une part de marché, laquelle, à son tour, s'auto-alimente, tant la place dans les league-tables significatives (la direction des opérations) démontre, aux yeux de la clientèle, le savoir-faire d'une institution financière. Mais l'offre d'expertise dépasse déjà beaucoup la demande, ce qui érode rapidement les marges.

2. La démystification nécessaire

Sans nier l'importance de ces innovations, il faut les proportionner en se rappelant que:

- c'est l'immobilisme des instruments financiers pendant de nombreuses décennies qui, par contraste, fait remarquer l'effervescence actuelle.

- alors qu'en matière industrielle, des brevets et licences protègent l'innovation technologique, en matière de services les concurrents peuvent, le lendemain d'une innovation, l'imiter. Il y a donc une prodigieuse incitation à toujours imaginer quelque chose de plus sophistiqué, pour conserver quelque avance auprès du client ou du marché.

- la créativité en matière de services financiers n'est pas, après tout, plus grande que celle d'autres activités hautement concurrentielles de services, comme on peut le vérifier en pensant à la mode, au tourisme, aux activités de loisirs, aux spectacles, etc.

- l'innovation des produits reflète d'autres évolutions, où la déréglementation a favorisé une mise en flottement des codes de comportement, ajoutant ses effets à la mise en flottement des taux de change et des taux d'intérêt. A la limite, l'inventivité et la flexibilité des nouveaux instruments financiers ont souvent pour but de contourner des réglementations ou de neutraliser les effets attendus des décisions de politique économique. Alors que sur les instruments traditionnels, une longue observation actuarielle a permis de mesurer les degrés de risque à faire payer, beaucoup des instruments financiers nouveaux proposés ne bénéficient pas d'une expérience éprouvée sur une durée suffisante pour écarter toute surprise, soit aux dépens de l'apporteur de fonds, soit aux dépens de l'emprunteur, dont les intérêts sont rigoureusement contraires. C'est en cela que le marché peut être caricaturé comme une société de casino.

- les mécanismes de couverture à terme, les swaps de monnaies et de taux d'intérêt n'éliminent pas les risques, mais ils les font circuler entre ceux qui acceptent de les prendre : il y a toujours des perdants possibles.

- les banques centrales n'utilisent guère les nouveaux produits financiers, leurs marchés à terme ou leurs marchés d'option, pour accroître le rendement de leurs réserves de change, dont la liquidité reste l'impératif principal. Cela n'est pas étonnant, puisque leur finalité n'est pas lucrative. Mais cela les éloigne de l'expérience concrète de ces nouvelles techniques financières dont pourtant elles redoutent les effets pour les autres.

Pour ce qui concerne l'innovation dans les produits financiers, les autorités publiques de la Communauté ne peuvent que laisser faire le marché, en veillant, par les procédures appropriées, à ce que la transparence des transactions soit parfaite et à ce qu'aucun risque ne soit pris, par le prêteur ou l'emprunteur, sans qu'il en ait la conscience préalable.

II. Les tendances partiellement ou totalement réversibles

Sont considérées, dans ce rapport, comme partiellement ou totalement réversibles, quatre tendances dont trois impliquent le comportement des autorités publiques, tandis que la quatrième se situe en aval de ce comportement : la déréglementation, l'intermédiation des marchés, le gonflement des liquidités internationales et la permissivité des autorités publiques.

A. La déréglementation

Il faut se rappeler l'origine des réglementations pour bien apprécier la nouvelle tendance des dernières années.

1. L'origine oubliée des réglementations

Historiquement, les activités financières ont été davantage réglementées que l'offre des biens et services. Cela ne reflétait pas le vain désir de réglementer éprouvé parfois par les bureaucraties, mais procédait avec pragmatisme de la leçon des faits : laissés à eux-mêmes, les intermédiaires financiers (banques et marchés) n'assurent pas une protection suffisante contre les abus de la position de confiance qu'ils exercent à l'égard de leurs clients et déposants. A l'origine des réglementations édictées on trouve toujours une crise financière ou un scandale du passé. Outre cette protection des tiers contre les manipulations des institutions financières, il convient, dans un souci d'ordre public, de protéger celles-ci contre elles-mêmes: la faillite d'une banque peut entraîner pour un système bancaire et pour les entreprises liées à lui un choc extrêmement dommageable. Tous les systèmes monétaires reposent sur la confiance. C'est pourquoi, par exemple, les réglementations ont, dans beaucoup de pays, longtemps compartimenté:

- les institutions financières, en les séparant selon leurs spécialités : ainsi les banques qui font du crédit, et les banques qui prennent des risques d'actionnaires; les banques et les caisses d'épargne; les banques et les intervenants primaires en Bourse; enfin les entreprises non financières et les entreprises financières; les assurances et les banques.

- les instruments financiers : une séparation stricte était en vigueur entre les valeurs à revenu fixe et les valeurs à revenu variable, entre les créances à court terme et les créances à long terme, entre les dépôts bancaires et les portefeuilles de valeurs mobilières.

- les clientèles : les entreprises, les institutionnels et les particuliers n'avaient pas toujours accès aux mêmes marchés, ni aux mêmes instruments de placement.

2. Les causes de la déréglementation

Un mouvement de déréglementation des activités financières produit ses effets depuis une décennie et s'est beaucoup accéléré au cours des plus récentes années. Ont joué dans ce sens des facteurs plus ou moins réversibles:

- l'absence de vraies crises financières et de scandales importants;
- l'idéologie néo-libérale au pouvoir dans les plus grands Etats industriels, l'optimisation du profit par la concurrence faisant paraître anachroniques toutes les règles qui freinent, cloisonnent, aiguillent, entravent la circulation des fonds;
- la globalisation du marché international, qui a créé un groupe socio-professionnel d'opérateurs dynamiques, sensibles au contraste de plus en plus insoutenable entre l'immédiateté rendue possible par la technologie et les empêchements dus aux disciplines réglementaires, qu'une culture internationale permet de comparer et donc de relativiser avec un certain dédain;
- dans les activités financières, la recherche de la profitabilité, conduisant à équilibrer les pertes enregistrées dans un secteur (par exemple les crédits à l'Amérique Latine) par des gains obtenus dans d'autres (par exemple le trading de valeurs mobilières);
- la concurrence des places financières pour localiser les transactions: les places les moins réglementées l'emportent sur les places mieux réglementées, non seulement parce que la liberté des opérations est attractive en soi, mais parce que la disparition des réglementations entraîne la disparition des rentes de situation créées par elles et génératrices de coûts excessifs; en ceci la City de Londres est à l'avant-garde de la clairvoyance et de l'habileté; mais la déréglementation compétitive entre les places financières est un jeu à somme nulle pour l'économie mondiale; une certaine fragilisation du système financier international en est le résultat et une crise en serait le révélateur;

- la forte pression des Etats-Unis pour déréglementer les marchés de capitaux chez les autres, en particulier au Japon pour favoriser un recyclage vers le déficit américain des excédents japonais; et
- une permissivité nouvelle des pouvoirs publics, enclins de plus en plus à considérer, à l'américaine, que c'est aux professionnels de définir leur propre déontologie, et, en cas de dérapage, à faire face aux procédures judiciaires déclenchées contre eux par les lawyers.

3. Les effets de la déréglementation

Les déréglementations ont beaucoup contribué à l'effervescence de la sphère financière, mais il n'est pas sûr qu'elles aient beaucoup apporté aux entreprises industrielles et commerciales, sauf peut-être une meilleure mobilisation de leurs fonds propres grâce à une meilleure liquidité des marchés. L'abaissement du coût d'obtention des fonds n'est pas à l'échelle des budgets d'investissement, et en sens inverse, l'accès plus facile qui leur est ouvert sur les marchés peut les détourner de leur vocation originelle par l'attrait de gains un peu spéculatifs mais rapides.

Les déréglementations ont un effet structurel sur les institutions financières. La concurrence exacerbée sur la rémunération de leurs services donne de l'importance aux économies d'échelle, avec un haut niveau d'activité pour étaler les frais généraux. C'est la domination des grandes maisons, les autres étant confinées à des secteurs spécialisés. Ce sont aussi, chez les clients des banques, les gros emprunteurs et les grands investisseurs qui profitent le plus de la déréglementation des marchés.

Si le Big Bang de Londres continue d'illustrer ce que la voie de la déréglementation peut avoir de démonstratif, il ne doit pas masquer que rien n'est irréversible et que sur certains points une reréglementation des activités financières n'est pas invraisemblable. Les autorités publiques de la Communauté doivent en prendre conscience sans esprit de système, avec un pragmatisme en quelque sorte prospectif, en matière bancaire et en matière boursière.

- en matière bancaire, les risques de la dette latino-américaine ont encouragé une meilleure conscience des besoins de fonds propres, du niveau souhaitable des provisions, et des ratios appropriés pour couvrir les risques pris sur certains instruments financiers (contrats à terme). La plupart des autorités chargées de la surveillance bancaire s'en préoccupent et se concertent. Le Rapport Cross sur l'innovation financière souligne le danger de déréglementation compétitive qui ramènerait les normes à leur plus petit commun dénominateur. Malgré son caractère bilatéral, le pacte récent entre les Etats-Unis et le Royaume-Uni sur les fonds propres des banques paraît un pas dans la bonne direction. La consolidation des activités hors bilan paraît faire également des progrès. Un souci particulier doit concerner les sociétés financières qui font concurrence aux banques dans une large gamme d'opérations sans faire l'objet des mêmes exigences ni de la même supervision.

- en matière boursière, les pratiques des raiders et celles des initiés ont déjà attiré l'attention sur la nécessité d'encadrer par des règles la dérive des déontologies. La priorité est à la protection des actionnaires minoritaires et des petits investisseurs en général. Elle est aussi, selon une sensibilité plus européenne qu'américaine, à se préoccuper du sort des entreprises. Les Fusions, acquisitions, prises de contrôle permettent à des stratégies offensives d'œuvrer pour un meilleur développement, une plus grande productivité, une plus forte position commerciale, une plus solide profitabilité. Encore faut-il que les assaillants aient les moyens de leur politique et qu'ils affichent leurs intentions. Encore faut-il que les lacunes des procédures ou les péripéties du marché ne permettent pas à de pures spéculations de condamner une entreprise à une permanente défensive contre un harcèlement n'ayant d'autre but que d'obtenir une rançon (green mailing). Sur ces points et sur d'autres, des garde-fous sont nécessaires.

B. L'intermédiation des marchés

Sa nature est particulièrement conjoncturelle, puisque, née spontanément d'un nouveau comportement des agents économiques en quête d'endettement, elle reflète un nouvel environnement né de décisions des pouvoirs publics, allant de la politique monétaire à la déréglementation.

1. Les causes de l'évolution

C'est par opposition à l'intermédiation bancaire (grâce à laquelle les ressources, placées en dépôts bancaires, financent les emplois sous forme de crédits bancaires) que se caractérise l'intermédiation des marchés (securitization), court-circuit par lequel la ressource va directement à l'emploi, les agents économiques offreurs de liquidités concluant leurs transactions avec les emprunteurs de liquidités, face à face sur le marché sous la forme de créances/dettes de tous ordres, allant du certificat de trésorerie (commercial paper) aux obligations. Les banques peuvent faciliter ces transactions moyennant une commission. L'évolution récente a multiplié ces nouvelles formes d'intermédiation, notamment dans les financements à court terme, car :

- les taux d'intérêt élevés des années 1980 ont fait explorer les circuits courts moins coûteux, apparemment, que l'offre de crédits bancaires;
- la déréglementation a permis aux entreprises non financières d'accéder à certains marchés (liquidités à court terme) dont elles étaient exclues; naturellement, cela ne vaut que pour les bonnes signatures;
- la création de nouveaux produits financiers a permis de satisfaire sur mesure les différents intervenants sur le marché;
- la concurrence a érodé les situations acquises trop confortables des banques.

- la baisse nominale des taux d'intérêt dans les dernières années a fait monter le cours des bons et obligations en circulation, ce qui a permis aux opérateurs des marchés d'afficher facilement de brillants résultats et d'orienter leur stratégie vers une intermédiation accrue par les marchés; et

- les autorités monétaires, considérant que l'intermédiation des marchés manipulait de la monnaie déjà existante, sans créer de monnaie additionnelle, se sont désintéressés de cette évolution, du moins jusqu'au moment où la délimitation des agrégats monétaires est devenue incertaine.

2. Les conséquences pour les banques

Ces conséquences sont naturellement variables, en Europe, de pays à pays.

- Le relationship banking, dans lequel une entreprise s'appuyait sur une seule banque pour tous les services financiers (paiements, dépôts, emprunts, émissions) est remplacé par le transaction banking, dans lequel une entreprise fait appel et met en concurrence plusieurs institutions financières pour chacune de ses diverses opérations financières.

- L'intermédiation par les marchés, si elle a porté atteinte au chiffre d'affaires des banques commerciales trop spécialisées dans l'offre de crédits aux entreprises grandes et moyennes capables de s'adresser au marché, a naturellement été profitable aux banques spécialistes du marché (investment banks, merchant banks) et aux grandes banques à métiers multiples. L'évolution n'est pas sans conséquence, en tout cas, sur l'équilibre de l'exploitation bancaire.

- L'intermédiation par les marchés prive les banques de gros (wholesale banking) de leurs meilleurs crédits, et les conduit à faire d'autres crédits plus risqués, appelant un plus haut niveau de fonds propres et de provisions qu'elles ne se donnent pas volontiers. Cela nuit à la répartition des risques entre les bons clients et les moins bons, qui est essentielle à la qualité d'un bilan. Cependant, il convient de faire une

distinction entre la titrisation (securitization) et l'intermédiation par les marchés. En effet, une fraction des actifs des banques ont été convertis en titres négociables sur un marché sans avoir quitté le circuit de l'intermédiation bancaire. Ainsi, les bons à court terme et à taux flottant de l'euro-marché sont détenus surtout par les banques. Les banques ont profité de la titrisation des créances pour améliorer la liquidité de leurs actifs, ce qui, tout compte fait, diminue le coût habituel de l'intermédiation bancaire.

- l'intermédiation par les marchés, dans la mesure où les banques y participent, leur fait modifier leur position de risque, en la faisant sortir du bilan, sans la faire disparaître : les engagements pris hors bilan, générateurs de commissions, peuvent se révéler risqués. Ainsi, les engagements de prise ferme consistent à mettre les fonds à la disposition d'un émetteur de titres si le marché ne souscrit pas à ceux-ci. Aussi longtemps que les taux d'intérêt évoluent à la baisse, le risque de perte sur la valeur des titres est faible. Mais si les taux d'intérêt augmentent la perte est certaine. Il en va de même pour les secteurs du marché qui, soudain, ne conviendraient plus aux investisseurs (par exemple, les titres perpétuels en 1987).

- Longtemps cantonnée au financement des grands emprunteurs de bonne signature, l'intermédiation par les marchés pourrait fonctionner pour d'autres créances considérées comme de moindre qualité, surtout si elles sont regroupées afin de répartir le risque de défaut. Aux Etats-Unis, les crédits à la consommation et les prêts hypothécaires circulent déjà assez largement, le prêteur primaire faisant le crédit et tenant les livres, mais se refinançant par le marché auprès des investisseurs institutionnels, ce qui lui permet d'améliorer son ratio de fonds propres par la contraction de son bilan.

- Les coûts de production des opérations sont attentivement observés par les banques et leurs clients, et la comparaison des circuits longs et des circuits courts tend à égaliser vers le bas, grâce à une vive concurrence, la marge allouée aux intermédiaires. La rentabilité des banques y a certainement perdu, au moment où la faiblesse de leurs fonds propres et de leurs provisions compromettrait leur solidité face au problème de la dette.

3. Les conséquences sur les systèmes financiers

On peut relever au passage plusieurs problèmes de fonctionnement de l'intermédiation par les marchés :

- l'intermédiation bancaire comporte une meilleure sécurité des prêteurs dans la mesure où les banques passent pour avoir une connaissance intime de leurs clients. En fractionnant leur endettement auprès des nombreux créanciers inconnus, intermittents ou successifs qui se manifestent sur les marchés, les débiteurs ne sont pas tenus au même degré de transparence dans l'information sur leurs activités et leurs résultats.

- l'intermédiation des marchés est guidée par le taux de rendement global (taux d'intérêt + taux de change + valeur du capital), plus complexe, plus conjoncturel que les intérêts et agios encaissés par les banques sur leurs crédits. Les opérateurs des marchés recherchent volontiers les plus-values à court terme provoquées par les mouvements des marchés sans trop se préoccuper de la valeur intrinsèque des actifs financiers qui transitent quelques jours ou quelques heures dans leurs livres. La distinction entre le revenu d'un actif et le gain en capital disparaît d'autant plus que les actifs ne sont achetés que pour être revendus.

- la surveillance des banques et celle des marchés relèvent partout d'organismes séparés. Il y a un grand besoin de coopération active pour mieux suivre l'évolution et les vulnérabilités du système financier.

4. Les changements possibles

Le développement de l'intermédiation des marchés n'est pas irréversible. Il s'explique trop largement par le niveau des taux d'intérêt réels, par l'abondance des liquidités et par la faiblesse de la demande de crédits, qui incitent à contourner les banques. Une pénurie de liquidités et des taux réels moins élevés ramèneraient vers les banques leurs clients habituels, car elles seules assurent une fonction de création monétaire. Il resterait cependant à compter avec le ludisme des services

financiers des entreprises, qui ont pris goût aux marchés grâce auxquels ils se valorisent professionnellement et améliorent leur position dans les entreprises.

Vont jouer dans le sens d'un retour à l'intermédiation bancaire traditionnelle, dans des conditions un peu différentes de pays à pays :

- la diminution des besoins de financement des entités publiques inspirées par une meilleure orthodoxie budgétaire.
- l'intervention croissante des autorités de contrôle, imposant une prudence qui, à moindre risque, diminue aussi la rentabilité;
- le retournement, peut-être imminent, des marchés boursiers; et
- une perception croissante des risques pris par les investisseurs dans leur portefeuille d'instruments de marchés, lorsque des faillites d'émetteurs de titres seront intervenues, ce que la faible croissance réelle va favoriser, ce qu'une vraie récession pourrait multiplier, ce qu'une crise boursière rendrait fatal.

Devant ces faits de marché et de concurrence, les autorités publiques de la Communauté doivent d'abord avoir conscience qu'ils sont largement la conséquence des politiques monétaires et des déréglementations qui sont de leur ressort. Mais il leur appartient de veiller au bon fonctionnement des système financier, ce qui peut signifier, après avoir mis en cause des rentes de situation, d'empêcher d'autres situations acquises de se protéger. C'est aux autorités publiques qu'il appartient d'assurer la transparence et l'encadrement des risques par des recommandations ou réglementations appropriées.

Pour l'économie européenne, l'intermédiation des marchés n'apporte pas toute la simplification qu'on est en droit d'espérer, puisque l'évolution se fait d'une manière non homogène dans des marchés encore cloisonnés. Les projets de directive en faveur de la libération des mouvements de capitaux et de l'harmonisation des marchés répondent donc à un besoin accru. Il en va de même pour des progrès plus techniques, tels que l'interconnexion électronique des bourses européennes.

On peut regretter, par ailleurs, qu'en matière de rating, aucune agence européenne, naturellement privée, n'ait émergé avec le prestige des agences new-yorkaises, dont les méthodes imposent une vue typiquement américaine du management et des bilans, ce qui n'est pas toujours à l'avantage des sociétés ou banques européennes.

C. Le gonflement des liquidités internationales

1. Les grandes étapes

De toutes les réalités évoquées dans le présent rapport, c'est une des mieux connues. L'accroissement accéléré des liquidités internationales détenues par le secteur privé, en contraste avec le plus faible développement des réserves de change des Banques Centrales, a été si continuels depuis une trentaine d'années qu'on finit par en oublier les origines circonstanciées successives. Trois phases se sont données le relais :

- les euro-dollars sont nés du déficit des paiements extérieurs américains, dans les années 1960; de l'Interest Equalization Tax de 1963, qui a découragé les emprunts non-américains sur le marché américain; de la réglementation américaine plafonnant la rémunération des dépôts bancaires aux Etats-Unis; de l'habileté de la City de Londres à se saisir d'un nouveau rôle international alors qu'aucun marché européen de capitaux ne se présentait comme alternative au marché américain.

- de 1974 à 1983, les liquidités internationales privées ont connu une vive expansion par le recyclage des excédents des pays pétroliers, dont plus de 80% ont trouvé leur emploi dans des dépôts ou titres de nature internationale proposés par les banques et les marchés.

- depuis 1983, les pays pétroliers ont disparu comme source de fonds et les pays en développement comme destination des fonds. L'énorme déficit américain est réglé en dollars que le Japon principalement, mais aussi l'Allemagne Fédérale, la Corée, Taiwan et d'autres pays recyclent en direction des Etats-Unis, dont ils financent le Trésor et même, dans une certaine proportion, les agents économiques surendettés.

Considérer que le gonflement des liquidités internationales fait partie des évolutions réversibles, ce n'est pas croire à la contraction de l'énorme masse, c'est plus prudemment estimer que les extrêmes déséquilibres actuels seront réduits et qu'il n'est pas sûr que d'autres violents déséquilibres surgiront en relais.

2. L'impuissance internationale des Banques Centrales

Face à l'encours des liquidités internationales gérées par des opérateurs privés, les ressources des Banques Centrales paraissent limitées. Les réserves de change des pays industriels sont passées de 165 milliards de dollars en 1980 à 198 milliards de dollars en 1986. Compte tenu de l'inflation qui a affecté le dollar dans l'intervalle, leur valeur réelle a sensiblement diminué. Cela est d'autant plus frappant que par la capitalisation des intérêts élevés obtenus pendant cette période sur leur placement (en bons du Trésor américain principalement), les réserves de change auraient dû autogénérer une augmentation supérieure de leur volume nominal. Celui-ci correspond aujourd'hui, selon les études faites en 1986 par les autorités monétaires de Londres, New-York et Tokyo, à une seule journée (188 milliards de dollars) de ces trois marchés des changes dont, rappelons-le, les transactions sont, huit ou neuf fois sur dix, sans relation avec une transaction de commerce extérieur. Ces faits impressionnants rendent parfaitement anachronique l'habitude d'estimer les réserves de change d'un pays en mois d'importations. Ils mettent à leur vraie place, qui est devenue marginale, la possibilité pour les Banques Centrales d'influencer les taux de change du marché.

Sur ce point, il est clair que le Système Monétaire Européen, imaginé avant la révolution financière des années 1980, doit être réévalué pour ce qui concerne sa deuxième phase, en particulier pour les missions et les moyens d'un FECOM renforcé au point de devenir une autorité monétaire communautaire habilitée à faire des interventions importantes sur le marché des changes.

3. La surliquidité des économies nationales

La croissance des masses monétaires nationales dans les principaux

pays industriels continue à progresser plus vite que les produits nationaux correspondants. Cette surliquidité des économies assure qu'il n'y a pas de problème de financement pour les projets d'investissement rentables, et facilite la permissivité des gouvernements devant le déficit des finances publiques, qui trouve toujours un financement approprié. La vitesse de circulation de la monnaie s'est ralentie : cela n'est pas étonnant, puisque sa mesure consiste à rapprocher des transactions sur les biens et services, en faible croissance, une masse de moyens de paiement disponibles, encore en expansion. En fait, le surplus de monnaie va se loger dans les transactions sur les actifs financiers, dont tous les indicateurs démontrent la fiévreuse mobilité entre les participants des marchés de capitaux.

Il est évident que les autorités publiques de la Communauté doivent s'attacher à une meilleure convergence de leurs politiques monétaires, tout en définissant celles-ci de la manière la plus orthodoxe. Tout se passe en effet comme si la désinflation était venue non d'une politique quantitative de la monnaie, mais du niveau des taux d'intérêt réels, qui décourage les emprunteurs, et donc du ralentissement économique ainsi entraîné, qui lui-même a fait baisser le prix des matières premières et de l'énergie.

D. La permissivité des autorités publiques

Que l'on juge cette évolution comme un bienfaisant progrès du libéralisme ou comme une inexcusable fuite des gouvernements devant leurs responsabilités, la situation actuelle est née de quatre grandes manoeuvres d'abandon, accomplies plus ou moins collectivement, plus ou moins consciemment, mais qui ont façonné le paysage financier des deux dernières décennies :

1. La mise en flottement, à partir de 1971, des taux de change

Les gouvernements ont renoncé à la responsabilité de fixer les taux de change de leur monnaie nationale et d'endosser la responsabilité des dévaluations et des politiques d'ajustement qui les accompagnent normalement. On a cru que l'offre et la demande des marchés de capitaux détermineraient le meilleur point d'équilibre, ou le plus indiscutable, à

l'abri des vues normatives de la politique. On a gravement sous-estimé l'insécurité créée par les taux de change flottants. La confiance placée dans le benign speculator s'est avérée erronée. Au lieu de ramener vers un point d'équilibre une devise qui allait trop loin à la hausse ou à la baisse, l'opérateur type a eu tendance à attendre jusqu'à ce qu'il soit tout à fait sûr non seulement que la devise avait atteint un niveau inapproprié mais aussi qu'elle n'allait pas être conduite plus loin encore par d'autres opérateurs moins préoccupés des données fondamentales. L'instabilité et la tendance à l'overshooting paraissent inhérentes au fonctionnement des changes flottants et aux marchés financiers en général. Certes d'autres facteurs y ont contribué tels que la multiplication des liquidités à la suite des chocs pétroliers, la révolution technologique déjà mentionnée et les politiques peu compatibles entre elles des principaux pays industrialisés. En tout cas la combinaison de ces politiques et des variations excessives de taux de change a conduit à des déséquilibres majeurs et insoutenables des balances de paiements. Ainsi que l'expérience de l'entre-deux guerres l'avait déjà montré, les variations excessives des taux de change créent la tentation du protectionnisme et le danger apparaît que la liberté totale des marchés financiers compromette les efforts des gouvernement pour libéraliser le fonctionnement des marchés de biens et services.

Ainsi, les effets du short-termism et de l'overshooting, ont fait apparaître librement des taux de change trop éloignés des données réelles de l'économie et de la comparaison des pouvoirs d'achat des devises. Le dollar, principale monnaie internationale, est placé désormais dans une sorte de cycle d'environ sept à neuf ans (points bas en 1972, 1979, 1988?), chacune de ces phases basses entraînant une dédollarisation des réserves de change et des dénominations commerciales. Le danger, aujourd'hui, est de voir les marchés pousser trop bas le dollar, ce nouvel overshooting pouvant être ravageur pour l'économie réelle des pays partenaires.

Par contraste, l'expérience du Système Monétaire Européen est largement positive, ne serait-ce que parce qu'elle a imposé aux Etats participants de prendre explicitement en compte le taux de change dans la

formulation et l'application de leurs politiques économiques. Il y a meilleur accueil en Europe et hors d'Europe, à l'idée de mieux coordonner les politiques monétaires, les politiques budgétaires et, par des zones-cibles, les taux de change directeurs des grands ensembles (Etats-Unis, C.E.E., Japon).

2. La mise en flottement, à partir de 1974 et surtout de 1979, des taux d'intérêt

Cette pratique, née sur l'euro-marché du fait qu'aucune autorité ne le réglemente, a été peu à peu admise puis généralisée sur les marchés nationaux, au moment où les chocs pétroliers ont entraîné une forte poussée d'inflation contre laquelle des taux d'intérêt de combat ont été employés. On a miné l'effet de ceux-ci en permettant de les esquiver, et là encore on a favorisé le short-termism. C'est curieusement au moment où la désindexation des salaires est devenue un impératif de la lutte contre l'inflation que l'indexation des taux d'intérêt sur les moyennes futures du marché a été généralisée avec l'accord des autorités appropriées. C'est aussi la pratique des taux flottants qui généralise et excuse à la fois les taux d'intérêt réels sans précédent qui freinent l'investissement et la croissance dans les pays industriels.

3. La mise en flottement des réglementations bancaires

On a laissé proliférer, chez les banques, hors de toute réglementation, les dépôts et les crédits dès lors qu'ils n'étaient pas libellés dans la monnaie du pays où ces banques étaient installées et placées sous la surveillance d'une autorité centrale pour leurs opérations domestiques. On a laissé les opérations hors bilan se multiplier sans les soumettre aux contrôles des opérations de bilan. On a laissé l'inflation marginaliser les fonds propres des banques (fonds propres restés à leur valeur nominale alors que les bilans suivaient non seulement le gonflement des masses monétaires nationales, mais l'explosion de la masse monétaire

internationale). On a laissé des sociétés financières se spécialiser dans les opérations des marchés de capitaux sans les soumettre aux disciplines des établissements de crédit. On a, dans certains pays, laissé banaliser les activités d'établissements jouissant, pour des raisons sociales, de divers privilèges, sans supprimer ceux-ci. Tous ces glissements doivent être rappelés, même si, aujourd'hui, les autorités chargées de la surveillance bancaire tentent de reprendre la situation en main.

4. La mise en flottement des déficits budgétaires publics

La faiblesse des gouvernements démocratiques disposant d'une majorité trop courte aux élections pour faire accepter une politique de rigueur, et les illusions d'un keynésianisme mal compris, ont généralisé la pratique de déficits publics structurels allant très au-delà de ce que peut permettre un appel intermittent à l'épargne à long terme qui ne générerait pas trop les emprunts des investisseurs industriels. Tous ces déficits ont été financés largement par des ressources de nature monétaire, l'originalité du déficit américain étant de se faire financer en bonne partie par le reste du monde. L'énormité des dettes publiques accumulées a joué un grand rôle dans la prolifération d'une sphère financière découplée de l'économie productive, en lui fournissant les actifs de bonne signature et de large marché nécessaires à la souscription et au trading. Notons qu'en s'abstenant d'avoir une politique de déficit modéré financé par des bons à court terme, libellés en écus, la C.E.E. a contraint les Banques Centrales et les institutions financières de la Communauté à se rabattre sur les bons du Trésor américain quels que soient les aléas du taux de change et du taux d'intérêt dans le placement de leurs réserves de change.

Pendant une décennie, on a cru que le monétarisme pouvait légitimer la permissivité budgétaire : en demandant aux Banques Centrales de prendre pour cible une certaine stabilisation d'agrégats monétaires plus ou moins bien délimités et plus ou moins significatifs, les gouvernements ont cru pouvoir par ailleurs se dispenser des disciplines de bon sens en matière de déficit

SECTION II

LE DECOUPLAGE DES ACTIVITES FINANCIERES

ET DE L'ECONOMIE REELLE

Cette section regroupe un certain nombre de réflexions sur l'écart saisissant qui s'est creusé entre la fièvre prospère des activités financières et la stagnation des économies réelles, dont les produits nationaux ne connaissent plus qu'une croissance insignifiante, tandis que le commerce international lui-même est en stagnation.

Bien que la perception de ce découplage ait commencé depuis 1984, aucun économiste n'a réussi à définir une relation idéale entre la finance et l'économie. Il y a pourtant une intuition générale selon laquelle la sophistication et la prolifération des transactions financières sont un signe extérieur du développement d'une économie. La preuve a contrario se trouve dans la faiblesse des activités financières qui caractérise les pays en développement et les pays de l'Est. Mais on est parfois troublé de constater que les pays les plus performants en matière industrielle, c'est-à-dire le Japon et l'Allemagne Fédérale, ont des systèmes financiers relativement rigides, clos et immobiles si on les compare au fonctionnement des places de Londres et de New-York (il est vrai qu'en contrepartie les banques et entreprises allemandes et japonaises sont particulièrement actives dans les centres financiers internationaux hors de leur pays).

Il faut se garder de tout préjugé et, faute d'analogie historique vraiment utilisable, se faire une opinion relative qui ne peut que varier d'un pays à l'autre, sur la relation entre la finance et l'économie réelle. On considérera volontiers comme positive la construction d'une sphère financière effervescente et sophistiquée si elle permet, par une liquidité accrue, une bonne allocation des capacités de financement vers les besoins d'investissement. On considérera comme allant dans ce sens toutes les activités financières qui ont pour résultat, soit de fractionner et de disperser les risques inhérents à tout investissement productif, soit

de les transférer des agents économiques trop petits, trop faibles ou trop peu motivés pour la prise de risque, vers les agents économiques assez grands, assez forts en fonds propres, assez motivés pour prendre des risques. On considérera enfin comme justifiées les activités financières qui feront sur les autres agents économiques un prélèvement restant en proportion raisonnable avec les services rendus dans l'adéquation de l'offre et de la demande des créances/dettes à risque.

L'approche macro-économique va guider toutes les analyses qui suivent. Il faut cependant avoir en mémoire que le découplage finance/économie est vécu aussi à l'intérieur des groupes, finalement nombreux dans le monde, qui contrôlent à la fois des banques et des industries, par exemple.

On va d'abord tracer la problématique du découplage finance/économie observé aujourd'hui, avant d'évaluer les scénarios de crise auxquels il risque de conduire.

I. LA PROBLEMATIQUE DU DECOUPLAGE FINANCE/ECONOMIE

A. Le fonctionnement du découplage

Parmi toutes les questions, encore assez peu explorées, que fait naître le découplage finance/économie, plusieurs éclairent particulièrement les tensions possibles.

1. Les conséquences de la grande liquidité des actifs financiers

La révolution du système financier, grâce à l'abaissement du coût des transactions, grâce à l'intermédiation croissante des marchés, grâce à l'offre de produits financiers dont la sophistication est calquée sur les besoins du marché, instaure une rotation accélérée des actifs financiers entre des participants dont le portefeuille recherche à chaque instant l'optimisation du profit et la minimisation du risque. L'intérêt de cette grande liquidité est évident pour toutes les institutions financières,

assujetties à différentes contraintes de réglementation ou de gestion leur imposant la recherche de la liquidité. Mais les entreprises non financières y trouvent aussi leur compte, puisque leur stratégie peut consister à tout moment à sortir du marché pour revenir à leur vocation première.

La grande liquidité des marchés a entraîné l'apparition d'une désinvolture nouvelle à l'égard des actifs financiers échangés, et précisément parce qu'ils sont rapidement et facilement échangés. En voici quelques éléments :

- les procédés et les techniciens du marché des matières premières (commodities) se sont souvent reconvertis vers le marché des capitaux, avec aussi peu d'attention à la valeur intrinsèque des actifs qui par simple écriture électronique transitent quelques heures ou quelques jours dans les livres des opérateurs.

- les détenteurs momentanés d'actions, même s'ils sont investisseurs institutionnels, ne s'intéressent guère à la vie, à la stratégie, au management des entreprises dont ils sont devenus actionnaires. Ils fuient volontiers les responsabilités attachées à leurs droits de propriété.

- la liquidité d'un titre particulier est rarement à la mesure des intermédiaires financiers, même market-makers, pour des raisons de taille, face aux investisseurs institutionnels.

- la liquidité très grande de tous les marchés favorise la myopie, le short-termism de tous les opérateurs, devenus indifférents aux vues macroéconomiques à long terme;

- les fusions, les prises de contrôle (take-over) se font de plus en plus par le marché. On peut les trouver positives quand elles ont de bonnes retombées économiques, telle qu'une meilleure gestion, une pénétration accrue des marchés porteurs, des économies d'échelle, une meilleure profitabilité. On peut éprouver quelques doutes devant les pratiques des

raiders, qui financent leur attaque soit à crédit (junk bonds), soit par le démantèlement des ensembles qu'ils acquièrent, ou encore qui obligent les entreprises menacées à de coûteuses manœuvres de défense.

- La grande liquidité des marchés favorise un autre découplage chez les grands investisseurs, qui est l'incitation à acheter des actions étrangères plutôt que des actions dans son propre pays. Dans son propre pays, quand on est Européen ou Japonais, on n'est pas un actionnaire important sans être encadré d'adhérences politiques et sociales qui limitent la liberté de manœuvre. A l'étranger, on est plus respecté et plus libre. On l'est particulièrement aux Etats-Unis, où le risque politique est considéré comme nul et où la philosophie capitaliste du marché semble inébranlable.

2. La fonction de stockage monétaire assurée par la sphère financière

Tout se passe comme si le taux élevé de rémunération des actifs financiers (taux d'intérêt réels des actifs à revenu fixe, plus-value en capital pour les actifs financiers à revenu variable) avait canalisé vers la sphère des activités financières le surplus de liquidités excédentaires, selon les analyses monétaristes, par rapport aux biens et services offerts sur le marché. Cette canalisation a elle-même provoqué l'expansion en volume et la croissance en valeur de la sphère financière. Autrement dit, les pressions inflationnistes se sont déplacées loin de l'économie des biens et services (dans laquelle on mesure le taux d'inflation par l'indice des prix à la consommation) et se sont concentrées sur les actifs financiers, dont le prix n'est pris en compte par aucun indice d'inflation. Il y a donc inflation des prix des instruments financiers, inflation sectorielle et temporaire. Ce n'est pas seulement la désinflation qui a orienté les flux de revenus (ménages et entreprises) vers les marchés financiers. C'est probablement aussi l'orientation des flux de revenus vers les marchés financiers qui a favorisé la désinflation, et le phénomène peut s'auto-alimenter pendant quelques temps.

Il y a donc un rapport exceptionnel entre l'offre et la demande de capitaux, la demande de capitaux étant freinée par la disparition des

emprunteurs qu'étaient les pays en développement avant le problème de la dette, par la désinflation qui conduit les emprunteurs à mieux redouter le remboursement du principal, par la faible croissance des pays industriels qui raréfie ou diffère les projets d'investissement. Il s'est donc instauré une rente de rareté qui favorise le financement, par bons ou par obligations, du déficit de tous les Etats jouissant d'une bonne signature; des privatisations et des augmentations de capital; des offres publiques d'achat ou de vente, etc... Cette rente de rareté encourage les Etats au déficit budgétaire et donne par ailleurs l'illusion, aux rassembleurs de capital à investir, qui n'ont depuis 1983 aucune difficulté à trouver des fonds sur les marchés, d'avoir un talent financier jusqu'à présent méconnu.

Le gonflement de la sphère, ou de la bulle, ou de l'éponge financière bénéficie certainement d'un effet de rattrapage, car la décennie 1973-1983, qui digéra les chocs pétroliers au prix d'une poussée d'inflation, a longuement spolié l'épargne par des taux d'intérêt réels négatifs dans la plupart des pays, fait évoluer les indices boursiers à un niveau de crise (si on corrige l'indice des cours par l'indice d'inflation), laminé les fonds propres des entreprises et conduit celles-ci à recourir systématiquement à l'endettement, et non pas à l'augmentation de capital, comme financement externe. Tous ces éléments se sont inversés depuis 1983.

Il reste à prévoir si la stérilisation des potentialités inflationnistes par leur concentration dans la sphère financière (concept assez proche de la trappe à liquidités selon les analyses de Keynes) va pouvoir durer longtemps et comment elle prendra fin. A trop solliciter le mécanisme d'absorption des liquidités par les marchés de capitaux, ne va-t-on pas un jour le saturer? A mettre trop de règles déontologiques à l'épreuve de l'appât du gain, ne va-t-on pas miner la confiance ou l'illusion qui fixent actuellement les décisions des investisseurs privés ou institutionnels? A faire coexister dans la même société les profiteurs de la bulle financière, les salariés au pouvoir d'achat stagnant et les chômeurs en nombre croissant, ne va-t-on pas créer des tensions sociales et politiques insupportables?

3. Le problème des encouragements à l'épargne financière

Dans de nombreux pays d'Europe, les pouvoirs publics ont encouragé, notamment par des avantages fiscaux, l'épargne des ménages à s'investir dans les valeurs mobilières. C'est une politique qui s'inspire d'une chaîne de postulats autrefois raisonnables, que l'évolution des dernières années a rendu archaïque, et qui sont les suivants :

- l'épargne à long terme, dont à son échéance le pouvoir d'achat est amputé par l'inflation, mérite d'être protégée plus que l'épargne à court terme parce qu'elle est plus stable et qu'elle est plus nécessaire au bilan des entreprises.
- l'épargne investie dans les valeurs mobilières finance les investissements productifs des grandes sociétés cotées.
- les investissements des grandes sociétés sont des créations ou extensions de capital fixe, qui entraînent des créations d'emplois.
- l'existence d'un actionnariat populaire largement diffusé responsabilise les particuliers et contribue à la paix sociale.

En fait, depuis longtemps on sait que l'épargne à court terme des ménages est statistiquement aussi stable que l'épargne à long terme, et que des mécanismes divers transforment des intentions à court terme en valeurs mobilières (sociétés d'investissement, fonds de placement, etc...). La désinflation diminue d'ailleurs le handicap des placements à long terme. Mais la nouveauté (depuis dix ans) est que les investissements productifs des grandes industries recherchent la productivité plus que la capacité, et entraînent en général des suppressions d'emploi. Plus nouvelle encore, car liée à la révolution financière examinée dans la première section de ce rapport, l'attitude des entreprises, qui a profondément changé.

Depuis qu'avec le flottement des monnaies les grandes entreprises industrielles ont expérimenté qu'un bon trésorier, avec d'habiles opérations de change, pouvait leur apporter autant ou plus de profit qu'un investissement industriel, elles se sont dotées d'équipes de professionnels de la finance et de filiales spécialisées auxquelles elles confient des trésors de guerre sont les montants équivalents aux fonds propres de beaucoup de banques. Entre le directeur financier, qui peut produire un résultat à court terme, avec quelques personnes, et l'équipe d'ingénieurs qui propose de fabriquer, avec beaucoup plus de personnel et de machines, une nouvelle chaîne de produits, à vendre quelques années plus tard sur un marché saturé par la concurrence, aléatoire par les taux de change, commandé par des taux de croissance presque nuls, la compétition n'est pas égale : d'un côté l'investissement propre, presse-bouton, sans soucis d'intendance qui suit; de l'autre, l'effort pluriannuel, les délais de livraison, l'agitation possible des syndicats. Avec le niveau actuel des taux d'intérêt réels et la désinflation, beaucoup d'entreprises ont donc changé de camp. Il est plus profitable d'employer des liquidités dans des placements de trésorerie que d'emprunter des liquidités pour les risquer dans un investissement productif. Ou bien encore, il passe pour plus opportun d'acheter des entreprises déjà existantes que de mettre en oeuvre de vastes programmes de développement. Quand il y a augmentation de capital d'une société cotée, que fait-elle exactement des liquidités obtenues?

Il est certain que le régime fiscal incitatif fait à l'épargne financière a compté dans l'expansion du marché obligataire et dans l'ascension des bourses. Pourtant, hors d'Europe, les mêmes phénomènes se sont produits même en l'absence de telles incitations, ce qui peut créer un doute sur la relation entre leur coût budgétaire et leur effet macro-économique. Encore faudrait-il pouvoir mesurer celui-ci. Mais il n'y a nulle part de statistiques mesurant la formation brute de capital fixe des sociétés cotées, ou établissant l'utilisation exacte des fonds rassemblés grâce au marché. Poser ces questions indispose naturellement le

lobby boursier, tout-puissant dans les pays industriels, et pour lequel, quand la Bourse va, tout va, croyance superficielle soutenue par une intuition plus cynique et plus exacte, selon laquelle la Bourse ne peut aller bien que si des liquidités croissantes viennent alimenter une hausse continue des cours.

Les autorités publiques de la Communauté pourraient se demander si la fiscalité de l'épargne ne devrait pas être gérée avec plus de flexibilité afin de la maintenir en phase avec la conjoncture des marchés. Bénéfique quand les marchés sont stagnants, l'incitation fiscale à l'acquisition de valeurs mobilières contribue à l'overshooting des cours quand la Bourse monte trop; ou encore, ne faudrait-il pas traiter différemment, parmi les valeurs mobilières, celles qui ne servent qu'à financer des placements de trésorerie ou des pyramides spéculatives de participations en cascade dans des sociétés existantes, et celles qui canalisent des fonds vers les investissements productifs à haut risque, comme les industries de pointe? On n'hésitait pas, naguère, à discriminer la construction neuve et le logement d'occasion, alors qu'ils font partie du même marché immobilier. Ne peut-on pas, de la même façon, distinguer l'épargne collective qui fait face à des risques collectifs (les fonds de pension, les caisses de retraite, les plans d'épargne-retraite) parmi les formes de l'épargne en général?

4. Le problème des prélèvements de la sphère financière sur l'économie

On peut se demander comment l'économie réelle des biens et services, qui progresse selon les faibles taux de croissance d'aujourd'hui, parvient à rémunérer la détention d'actifs financiers par tant d'opérateurs successifs ou cumulatifs. On peut même se demander s'il n'y a pas là un risque et donc une limite au découplage. Il y a cependant trois réponses au moins à cette question:

- les innovations technologiques et la déréglementation ont abaissé le coût individuel des opérations. Ainsi, par exemple, il a déjà été noté que les transactions de change n'étaient plus liées à une transaction de commerce extérieur qu'une fois sur dix environ. Il a été remarqué par ailleurs que la révolution technologique de l'information et de la télécommunication avait abaissé des neuf dixièmes le coût des transactions. Il n'y a pas corrélation entre ces deux proportions, mais leur rapprochement montre que la circulation des avoirs en devises peut s'être accélérée sans dommage pour les partenaires du marché. Quant à la déréglementation, elle engendre le plus souvent une concurrence mettant fin aux rentes de situation qui protégeaient les prélèvements de certaines catégories d'intermédiaires financiers. Cela est vrai pour la réforme du Stock Exchange de Londres comme pour toutes les réformes financières récentes de la place de Paris. Ce n'est donc pas par une facturation accrue de ses services que la sphère des activités financières pèse sur l'économie physique : si l'on consolide les opérations que les financiers effectuent entre eux, leur prélèvement global est resté du même ordre de grandeur et leur prélèvement initial sur le client de base a eu tendance à diminuer.

- l'ascension du cours des actions dans toutes les Bourses du monde ne se traduit pas non plus par un prélèvement de la sphère financière sur l'économie réelle. D'abord, parce que seule une petite fraction de l'économie réelle est représentée par des sociétés cotées en Bourse. Ensuite, parce que celles-ci n'ont pas modifié beaucoup le niveau de leurs bénéfices, et moins encore la distribution d'une partie de ceux-ci. Elles ont déjà le souci d'une distribution accrue lorsque, profitant d'une conjoncture favorable après une décennie d'abstention, elles procèdent à une augmentation de capital. Quant aux capitalisations boursières énormes que les statistiques montrent en progression (par exemple de 50% par an), on ne peut oublier qu'elles sont globalement insolvables. Le charme et le piège de la sphère financière consistent à pouvoir se contenter de plus-values comptables qui ne sont réalisées que si un opérateur vend lorsque les autres achètent. Là encore, il faut consolider la sphère financière : le trading des actions se fait entre institutions financières. En ceci la Bourse ressemble à une table de jeu : si un grand

participant veut quitter le jeu et empêcher ses gains, il met en péril les autres joueurs, qui seuls peuvent financer sa sortie. D'une manière infiniment plus sophistiquée, la hausse de la Bourse s'auto-entretient : elle attire les investisseurs, dont la demande plus forte que l'offre fait monter les cours; tous les participants enrégistrent des plus-values comptables, qui déclenchent de nouveaux investissements. Le phénomène ne prélève rien sur l'économie réelle, sauf les flux d'investissement qui en sont détournés éventuellement par l'attrait des plus-values.

- les taux d'intérêt des dernières années ont soutenu le gonflement de la sphère financière pour toutes les valeurs qu'on peut encore appeler à revenu fixe, c'est-à-dire rémunérées par un taux d'intérêt, même si celui-ci est flottant. Ils l'ont fait de deux manières simultanées. D'une part, le niveau des taux d'intérêt réels, sans précédent pour la rémunération des dépôts, certificats, bons, obligations, a apporté des résultats enviables à tous les créanciers, depuis les particuliers jusqu'aux investisseurs institutionnels, et les a détournés de leurs autres placements ou investissements habituels comme l'immobilier. D'autre part, la baisse lente mais régulière des taux d'intérêt nominaux depuis quatre ans, même si elle a suivi avec retard la désinflation, a fait monter le cours des titres émis auparavant avec des taux supérieurs, ce qui a provoqué chaque année des plus-values à leurs détenteurs. En tout cas, pour l'emprunteur, la mobilité accrue de son titre sur le marché secondaire, qui fait la joie des traders, n'augmente en rien les charges de rémunération et d'amortissement qu'il a acceptées au départ dans le contrat d'émission. Certes, les taux d'intérêt sont bien décaissés par les emprunteurs, mais peut-on considérer que cela entraîne toujours un prélèvement sur l'économie réelle, alors que les principaux émetteurs de bons et d'obligations sont les Etats et de grandes entités publiques, dont les charges financières sont lourdes mais qui empruntent à nouveau ce qui est nécessaire pour leur faire face? C'est une réalité qui n'est pas assez observée : les grands déficits budgétaires sont en grande partie responsables du gonflement de la bulle financière, d'une part en empêchant la baisse des taux normale en temps de désinflation et d'autre part en fournissant, avec une certaine indifférence à leur niveau de rémunération, les instruments financiers qu'affectionnent les marchés de capitaux.

B. Les possibilités d'un certain recouplage

Bien que la notion même de découplage soit aujourd'hui absolument étrangère aux milieux financiers internationaux, qui vivent au jour le jour une révolution de leurs métiers sans bien distinguer les conséquences macro-économiques, il semble qu'il y a quelques raisons de voir avec souci des faits de marché cumulatifs créer des risques collectifs ou conduire à des incertitudes redoutables pour le développement de l'économie mondiale. Il est nécessaire de prendre en considération les éléments suivants :

- la logique du système international.

L'ordre économique mondial de l'après-guerre a été organisé par les gouvernements comme devant donner la priorité à la libre circulation des biens et services. C'était la mission de toutes les organisations internationales, du G.A.T.T. au F.M.I., lequel devait y participer par la fixité des taux de change, la convertibilité des excédents commerciaux, la surveillance des réglementations de change visant les échanges commerciaux. La Communauté Economique Européenne est née dans la même optique, celle d'un marché commun des biens et services, diffusant progressivement en amont la nécessité de disciplines d'harmonisation et de coordination.

L'ordre économique mondial a été exactement inversé par la prise de pouvoir des libres marchés de capitaux. La libre circulation des biens et services est compromise par les mouvements erratiques des taux de change, qui décident de la compétitivité des produits industriels ou de la rentabilité des matières premières. La stratégie à long terme des entreprises tournées vers le commerce international devient aléatoire. Le protectionnisme redevient une aspiration des secteurs économiques sinistrés par des taux de change sans relation avec l'équilibre des pouvoirs d'achat.

- la solidité du système international.

On a vu que la révolution financière a introduit, par chacune des ses composantes, un risque de système (systemic risk) qui tient à

l'instantanéité des décisions, l'extrême volatilité des capitaux manipulés, le manque d'expérience sur le comportement à moyen et long terme de certains nouveaux produits financiers, la difficulté des contrôles de risque par les banques ou autres participants du marché, la distanciation inévitable des contrôles ex post des Commissions Bancaires ou Banques Centrales, l'anesthésie répandue depuis quelques années par le niveau des taux d'intérêt et des cours de Bourse. La sphère financière semble s'être préparée de nombreuses occasions de catastrophes dont les conséquences rejailliraient sur l'économie réelle.

- l'allocation des ressources financières.

Les transferts de ressources vers les activités financières sont importants, bien qu'aucune statistique ne permette de les mesurer. Aux collectes de liquidités et d'épargne habituellement faites par les institutions financières, il ne suffirait pas d'ajouter leurs emprunts et leurs augmentations de capital. Il faudrait également calculer, dans les emprunts et augmentations de capital des entreprises industrielles et commerciales, la part consacrée ensuite dans des placements de trésorerie et dans l'achat d'actions de sociétés existantes, comme placement transitoire ou comme technique de contrôle.

- l'allocation des ressources humaines.

L'effervescence de la sphère financière y exacerbe la concurrence, qui se manifeste par un certain nombre de surdimensionnements. Ainsi, la collecte de l'information devient une arme déterminante, ce qui développe les services de recherche autant que le nombre des salles à manger pour recevoir les clients de haut niveau. Ainsi, les dépenses de publicité sont élevées et en rapide croissance : des établissements similaires proposant des produits financiers identiques au même prix tentent de se créer une image spécifique. Enfin, les jeunes spécialistes des nouvelles techniques financières jouissent d'une rente de rareté qui, grâce à une mobilité sans précédent de leur emploi, leur permet d'obtenir des rémunérations considérables, dont une bonne part (bonus ou stock option) est déterminée par leur activité personnelle. Dans les banques, les plans de carrière

recherchent l'affectation aux services chargés des marchés. Un certain détournement des élites est en cours, qui se fait aux dépens des autres secteurs productifs de l'économie.

- l'équilibre social.

On voit de plus en plus apparaître des disparités sans précédent, dans un pays industriel, entre les chômeurs à la recherche d'un emploi dans une économie à trop faible croissance, les salariés dont les rémunérations désindexées ne maintiennent pas toujours le pouvoir d'achat, et des patrimoines auxquels la Bourse a pu procurer une valorisation annuelle de +50% plusieurs années de suite.

Toutes ces raisons ne peuvent laisser indifférentes les autorités publiques de la Communauté Européenne. Mais face à l'écart croissant de la sphère financière et de l'économie réelle, que peut-on faire pour favoriser un certain recouplage? Naturellement, l'idée vient de freiner la dilatation de la sphère financière, ou de mieux l'utiliser pour stimuler l'économie réelle.

1. Freiner la dilatation de la sphère financière

Trois idées se présentent :

- une taxation spéciale sur les transactions financières

Cette idée part de la sensibilité, souvent observée, des transactions financières à tout impôt fixe, même de taux peu élevé. Avec une taxe appropriée, on jetterait un peu de sable dans les mécanismes trop bien huilés d'une machine qui s'emballe. Ainsi, l'économiste américain Tobin a proposé, dès 1984, une taxe frappant avec un taux uniforme toutes les transactions du marché international des changes. C'est une idée impraticable si tous les pays ne la mettent pas en oeuvre simultanément,

tant les technologies modernes permettent de localiser les transactions là où le coût facturé ou le frottement fiscal sont les moindres. Le contournement serait facile par des compensations privées (back to back). Les sociétés non financières seraient-elles assujetties à cette taxe? Quel taux faudrait-il pour décourager la spéculation, dans les moments de glissement du marché?

- une surveillance plus exigeante des intervenants sur les marchés.

Il s'agirait non seulement de surveiller davantage les banques et les investisseurs institutionnels, en les obligeant à limiter leurs risques par des ratios plus sévères, mais d'étendre ces disciplines aux entreprises non financières qui se comportent comme des entreprises financières.

Pour les institutions financières elles-mêmes, il est indispensable de recommander d'améliorer les ratios de fonds propres, mais il faut le faire avec précaution parce que ce facteur de solidité ne doit pas être transformé d'une manière exagérée en facteur de confiance. Le seul fait que les autorités monétaires attacheraient, avec trop d'insistance, de l'importance à ce critère pourrait détruire la confiance du marché dans les établissements encore éloignés des normes.

On peut aussi s'intéresser, par exemple, à l'expérience, commencée en Norvège, qui permet aux banques dont le bilan reflète une majorité d'opérations en devises étrangères, d'avoir non seulement, comme partout, un endettement libellé en devises étrangères, mais d'avoir aussi leur capital réparti en devises étrangères, afin de faire face aux risques de taux de change pris par la banque, ce qui implique un degré minimum de congruence. C'est une formule qui conduirait, sur le plan juridique, à de nombreuses difficultés, sans oublier l'aspect fiscal, dans de nombreux pays. Mais cela fait naître une idée voisine, qui consisterait à permettre aux banques internationales de la C.E.E. d'avoir leur capital libellé en Ecus.

- une offre plus active d'actions.

A l'origine de cette idée, il y a le fait, mentionné dans la première section de ce rapport, selon lequel la hausse excessivement rapide des Bourses reflète la rareté des actions après une phase d'inflation qui a détruit les fonds propres des entreprises. Le marché des actions pourrait s'équilibrer par une offre plus active de titres. Celle-ci est d'ailleurs en cours, soit par les procédures appropriées pour introduire sur le marché des entreprises de taille moyenne auxquelles cela apporte, par une meilleure liquidité du capital, des chances accrues de développement, soit par des privatisations partielles ou totales d'entreprises publiques.

La simplification ou le raccourcissement des procédures d'augmentation de capital des sociétés déjà cotées, la définition de procédures plus ouvertes pour l'accession au marché des entreprises moyennes, l'offre de titres (actions sans droit de vote, titres participatifs, actions) par le secteur public, ne peuvent qu'élargir le marché et contribuer à son équilibre.

2. Utiliser la sphère financière pour une meilleure stimulation de l'économie réelle

Dans cette direction souvent explorée, il n'y a pas d'idées très originales. Trois voies, qui se recoupent parfois, méritent d'être citées:

- à la dette américaine, substituer d'autres dettes mieux accouplées à des investissements productifs.

On a plusieurs fois souligné que la construction de la sphère financière a été largement favorisée par les deux déficits américains, le déficit commercial fournissant des dollars au reste du monde et le déficit budgétaire offrant les titres du Trésor américain comme instrument principal du recyclage de ces dollars vers les Etats-Unis. Si, dans les

années qui viennent, a enfin lieu un soft landing des déficits américains, on pourrait imaginer qu'une part de la place laissée libre sur les marchés soit occupée par des besoins de financement plus orientés vers l'investissement productif, tels que des emprunts plus ambitieux (adossés à des fonds propres augmentés) des grandes organisations internationales comme la Banque Mondiale ou la B.E.I., tels que des déficits budgétaires modérés d'Etats (ou de la C.E.E.) engagés dans des programmes de relance d'investissements (recherche, industries de pointe, équipements collectifs).

Tout marché repose sur la coexistence de capacités de financement et de besoins de financement. La dette américaine doit être relayée, d'une manière concertée, par une sorte de multilatéralisation des endettements moteurs.

- réintroduire les pays en développement sur le marché.

Il faudra bien un jour envisager de faire revenir les pays en développement vers les marchés. Aussi longtemps que le problème de la dette les fait considérer comme présentant un trop grand risque, il n'y a pas d'autres façons de le faire que par une sélection de grands projets bénéficiant d'une garantie de bonne fin délivrée par des organisations internationales crédibles participant elles-mêmes au financement du projet.

- faire réapparaître de grands projets à financement international.

Tous les observateurs s'accordent à penser qu'il y a pénurie de grands projets non seulement en provenance des pays en développement, mais aussi en provenance des pays industriels. C'est la chance de l'ouvrage Trans-Manche, malgré ses risques propres et l'absence de garantie publique. On peut prévoir l'accueil qui serait fait à des projets de qualité bénéficiant d'une garantie de bonne fin aussi sérieuse que celle des Etats européens ou, mieux encore, de leur Communauté Economique. Toutes les expériences de garantie du quart de siècle suivant la deuxième

guerre mondiale ont montré qu'elle coûte peu aux finances publiques, dès lors qu'elle est gérée avec prudence. Mais l'effet de catalyse est considérable: toute réduction d'incertitude est favorable à un investissement à long terme.

II. Aperçus sur les scénarios de crise

Tous les scénarios de crise financière ont en commun de décrire un dégonflement soudain et traumatisant de la sphère financière gonflée d'une masse de créances-dettes devenue excessive et donc fragile. Tous sont marqués par le souvenir de la crise de 1929 malgré les immenses changements constatés depuis lors. Mais ils ont le mérite d'attirer l'attention sur les risques pris par le système financier international d'aujourd'hui, de préparer l'opinion à des mesures de précaution et de permettre aux autorités publiques de mettre au point les plans d'urgence appropriés.

En simplifiant beaucoup, comme c'est la loi du genre, on examinera trois scénarios différents : une crise bancaire provoquée par la dette des pays en développement; une crise boursière se manifestant par un brutal retournement des cours; une crise sui generis créée par les déséquilibres américains.

A. Une crise bancaire provoquée par la dette des pays en développement

Pour une crise bancaire, on dispose de précédents historiques. Mais la possibilité d'une crise provoquée par la dette latino-américaine semble aujourd'hui moindre qu'il y a cinq ans.

1. Les références historiques

Le schéma d'une crise commençant par la défaillance d'une banque se réfère souvent à la chute du Kredit-Anstalt de Vienne le 11 mai 1931. Ce

jour-là, cette banque fit connaître en même temps qu'elle avait terminé l'exercice 1930 avec une perte représentant 85% de ses fonds propres (lesquels atteignaient 8,75% des actifs, c'est-à-dire un ratio dont très peu de banques disposent aujourd'hui) et qu'elle avait mis au point avec le gouvernement un plan d'assainissement comportant l'apport de capitaux frais par les actionnaires, d'autres banques et des entités publiques. La ruée sur les dépôts fut immédiate de la part du public et des créanciers étrangers, et la crise bancaire internationale commença du fait de l'entrecroisement des crédits interbancaires. D'où venait la perte de l'exercice 1930? La banque avait accordé des crédits avec légèreté (trop faibles fonds propres des débiteurs, dépassements de crédit, sûretés insuffisantes, refinancement d'échéances impayées par de mauvais débiteurs, etc...), et la récession économique la prenait à contre-pied.

Depuis une quinzaine d'années, chaque crise d'une grande banque a donné lieu à des méditations déontologiques et à la crainte d'une contagion: San Diego en 1973; Franklin en 1974; Herstatt en 1974, Long Island en 1975; First Pennsylvania en 1980; Continental Illinois en 1984. Ces catastrophes n'ont jamais été dues à l'insuffisance des fonds propres, au regard des réglementations, mais à une trop grande concentration du portefeuille d'actifs sur de mauvais risques sectoriels ou géographiques. Si l'on songe au fait générateur d'une possible crise du système bancaire, l'inquiétant n'est pas tellement que le ratio de fonds propres dans les banques américaines se soit abaissé en moyenne de 7,45% en 1969 à 4,50% quinze ans plus tard. Il est surtout que les plus grandes d'entre elles, ainsi que de grandes banques européennes, ont un volume déraisonnable de créances sur des pays insolubles d'Amérique Latine.

On ne dit jamais assez que l'inflation de la décennie 1974-1984 (du premier choc pétrolier à la défaillance du Mexique) a laminé les fonds propres des banques (car ils étaient maintenus à leur niveau comptable alors que les bilans étaient, en gros, indexés sur les masses monétaires en expansion et que les hors bilan se gonflaient), les mettant ainsi dans une situation de moindre capacité de résistance aux sinistres au moment où, à partir de 1984, la désinflation, la surévaluation du dollar, le niveau sans

précédent des taux d'intérêt et le ralentissement économique mondial mettaient en péril tous les débiteurs, et, au premier rang, les pays en développement inconsidérément endettés.

2. L'amortissement du risque

Depuis qu'en 1982 la défaillance du Mexique a inauguré l'ère de la dette latino-américaine, la crainte d'une crise bancaire passant par la défaillance des banques américaines ou européennes les plus exposées ne s'est jamais effacée. Pourtant, elle semble moins plausible aujourd'hui pour plusieurs grandes raisons:

- depuis le brutal préavis de 1982, les banques ont eu le temps d'organiser leur défense. En Europe, elles ont profité de leur prospérité pour doter leurs comptes de provisions, avec les encouragements des autorités bancaires et, souvent, une attitude favorable des réglementations fiscales dépendant des gouvernements. En outre, la dette latino-américaine est libellée en dollars : les banques qui ont fait leurs provisions en monnaie nationale ont vu la baisse du dollar faire monter le taux de couverture du risque latino-américain. Il y a peut-être quelques grosses exceptions, mais les créances sur l'Amérique Latine sont provisionnées de 25% à 50%. Aux Etats-Unis, ces précautions sont allées moins loin et plus tardivement, mais en mai 1987, la décision de Citibank de déclarer une grosse perte pour cause de grosse provision marque sans doute un tournant.

- le risque de contagion internationale tient à l'entrecroisement des lignes de crédit entre les banques internationales. Depuis 1982, les grandes américaines les plus exposées étant parfaitement identifiées, leurs partenaires ont peu à peu et discrètement réduit ces lignes, mettant à profit pour cela les dates de renouvellement, les remboursements, les compensations.

- les banques internationales ont aménagé leur portefeuille de créances douteuses sur les pays en développement grâce au marché des swaps d'actif, qui leur a permis de répartir autrement leur encours.

- les banques américaines n'ont pas, contrairement aux banques non-américaines, de difficulté à se refinancer en dollars, car elles ont accès, en cas d'accident, au prêteur de dernier ressort qui est le Système Fédéral de réserve, même si celui-ci entretient sagement l'incertitude sur les modalités possibles de son intervention. En outre, la crise de la Continental Illinois a permis de vérifier la vigueur des solutions disponibles: une nationalisation camouflée peut être organisée rapidement, et la solidarité de la profession est agissante.

- la ruée sur les dépôts, hantise des banquiers d'autrefois, n'a plus la même signification aujourd'hui, en raison de la structure du passif bancaire, où les dépôts à vue du public comptent beaucoup moins.

- la supervision des autorités bancaires est en alerte depuis 1982 et se manifeste par une surveillance accrue, une exigence de fonds propres augmentés, une bonne coopération internationale. La B.R.I. joue discrètement un rôle important. Les Banques Centrales sont parfaitement conscientes de leur rôle de prêteur de dernier ressort : tout actif bancaire est mobilisable, en cas de crise, à leurs interventions.

Cependant, tout danger de crise n'a pas disparu. Les pays endettés se lassent de faire une politique d'ajustement dont ils ne voient pas la fin et de négocier des rééchelonnements d'une dette que la conjoncture internationale ne leur permettra jamais de rembourser. Moins vulnérables devant le défaut isolé d'un grand pays débiteur, les banques le sont encore devant un défaut concerté de plusieurs grands débiteurs.

Les autorités publiques de la Communauté ne peuvent que poursuivre leurs efforts pour renforcer la surveillance des banques, et donner à celles-ci une rentabilité suffisante pour renforcer leurs fonds propres, leurs réserves et leurs provisions.

B. Une crise boursière

1. La perception difficile des limites

Alors que la mémoire collective perçoit les cycles pour la croissance économique ou même pour les taux de change flottants, parce que ces cycles sont relativement courts, elle est plus oublieuse pour les cycles boursiers, parce que la dernière époque de Bourse suractive remonte aux premières années 1960, époque que peu d'opérateurs ont déjà vécue professionnellement. Il y a donc, devant l'envolée des cours de Bourse, une croyance très répandue selon laquelle elle reflète les nouvelles données de fond de la démographie, de l'épargne, de la dérèglementation des investisseurs institutionnels, de la globalisation des marchés de capitaux.

Pourtant, ne serait-ce que par superstition, on s'interroge sur l'existence de limites. La capitalisation boursière des actions peut-elle être rapprochée du produit national brut? Cela a peut-être plus de signification pour les Bourses du Continent européen (environ 22% en France; 25% en Allemagne Fédérale; 20% en Italie), qui sont faiblement internationalisées, que pour les Bourses des grands centres internationaux (55% aux Etats-Unis, 60% en Angleterre), mais cela attire l'attention sur le cas du Japon, où la capitalisation boursière des actions atteint aujourd'hui environ 100% du P.N.B.

On pourrait aussi rapprocher la capitalisation boursière des actions de la masse monétaire, si les problèmes de la délimitation de celle-ci, variables de pays à pays, ne compliquaient exagérément les calculs, qui devraient d'ailleurs tenir compte des liquidités détenues par les non-résidents. La vérité est qu'il n'y a pas de financement global possible pour la richesse créée par les plus-values en capital. On ne peut distribuer une richesse qui ne soit pas créée quelque part dans le système économique. Les détenteurs d'actions se sont enrichis, alors que le produit national progresse très faiblement et que la croissance des entreprises et de leurs bénéfices reste modérée. Les ménages non détenteurs d'actions se sont-ils appauvris? Il ne le semble pas. Cela

signifie que la hausse de la Bourse a créé une richesse virtuelle, de nature comptable, qui n'existe qu'à condition de n'être pas monétisée, ce qui est le cas aussi longtemps que la hausse va continuer. Mais si les anticipations se retournent, les Bourses des grands pays industriels ne sont pas solvables à leurs cours actuels. Il n'y a pas de prêteur en dernier ressort qui puisse soutenir les cours à leur maximum : c'est légalement et politiquement impossible. S'il y a fuite devant les actions, à la suite d'anticipations convergentes qui se retournent, la crise impose une correction comptable de l'enrichissement sans cause, sans prélèvement sur les agents économiques non impliqués, avec l'exception spectaculaire des possibles faillites pour ceux qui ont gagé des endettements ou des dépenses par leur portefeuille d'actions.

La limite la plus significative à la hausse des cours est probablement le taux de capitalisation des bénéfices distribués (price/earning ratio) parce qu'il se calcule action par action et qu'il commande souvent les comportements d'arbitrage du marché. Le price/earning ratio s'est exagérément tendu depuis deux ans, dépassant souvent, du fait des espérances de plus-value, les coefficients 12 à 15 qui sont offerts, en alternative, par les taux d'intérêt des valeurs à revenu fixe. On voit fréquemment des coefficients dépassant 50 ou même, au Japon, dépassant 100, ce qui est absolument déraisonnable.

2. La nature des craintes

Cinquante huit ans plus tard, la crise de Wall Street en 1929 continue de hanter les esprits. On doit à J-K. Galbraith(1) l'analyse la plus précise des quatre ressemblances qui selon lui, caractérisent la situation américaine actuelle par rapport aux derniers mois précédant la crise :

- la dynamique de la spéculation : la hausse des cours, lorsqu'elle dure et lorsqu'elle bénéficie d'une large diffusion médiatique, attire des

(1) John Kenneth Galbraith, "The 1929 parallel", The McKinsey Quarterly, Spring 1987, pp. 15-24.

participants motivés non plus par les considérations ordinaires du placement, mais par l'appât du gain spéculatif facile, et ces investissements supplémentaires font monter davantage les cours avant qu'un retrait général vienne en précipiter la chute.

- une flambée d'innovations désastreuses dans les structures financières: la prolifération des holdings, des sociétés financières et des fonds d'investissement, dont la fonction n'est que de détenir des actions, multiplie, dans une pyramide financière, les niveaux offerts au moins partiellement au public sous forme de titres. Ainsi joue l'effet de levier favorable aussi longtemps que le rendement global (dividende + gain en capital) est positif, mais défavorable quand le rendement global devient négatif. Ces montages ont pour effet, actuellement aux Etats-Unis, de financer les fusions, acquisitions et prises de contrôle par de l'endettement, qui sera insupportable si les taux de rendement inversent leur évolution.

- la tendance constante du capitalisme à réserver les plus sévères punitions à ceux qui ont semblé bénéficier du plus grand talent: sont visées la dégradation des déontologies devant l'appât du gain, la corruption croissante des initiés, la rémunération excessive des faiseurs de deals et le ludisme libertaire du risque dans la génération encore à l'Université autour de 1968.

- la réduction des impôts sur le revenu au moment où Wall Street est en fièvre haussière, car l'épargne supplémentaire va vers la spéculation boursière plus que vers l'investissement productif.

A cette analyse de J-K. Galbraith, on peut ajouter des craintes plus particulières exprimées ici ou là :

- les 300 plus grandes sociétés dans le monde, faisant l'objet d'une cotation internationale, voient leurs actions particulièrement recherchées, pour des raisons de liquidité, par les investisseurs institutionnels, ce qui fait monter trop haut leur cours. Mais que devient la liquidité de leurs marchés, si les ordres de vente affluent?

- Aussi longtemps que les actions achetées restent inscrites dans les livres à leur prix d'achat, une baisse de la Bourse peut ne faire qu'entamer une plus-value restée potentielle. Mais n'y a-t-il pas tendance à faire circuler les actions, y compris dans un même groupe, pour constater les plus-values et afficher des bénéfices?

- la dérèglementation, ou la permissivité croissante dans l'interprétation des réglementations (d'ailleurs variables de pays à pays) n'a-t-elle pas abaissé les exigences de liquidité pour les investisseurs institutionnels?

- l'utilisation croissante des ordinateurs dans les programmes de trading d'actions commandés par les options sur indice couvre 10 à 15% du volume des transactions de Wall Street. N'y a-t-il pas de ce fait, comme en septembre 1986, un risque de basculement incontrôlable du marché?

En sens inverse, les milieux financiers avancent quelques grands arguments rassurants:

- la hausse des Bourses est en harmonie avec l'accroissement de la part des profits des sociétés dans le revenu national de la plupart des pays.

- la révolution de l'environnement financier international, en offrant aux investisseurs institutionnels un encouragement permanent d'acheter des valeurs sur tous les grands marchés de la planète, est un fait nouveau irréversible.

- la modification du comportement patrimonial des ménages, moins enclins à l'investissement immobilier et plus favorables aux placements financiers liquides, est un fait durable, à relier au déclin démographique et à la montée du chômage autant qu'à la désinflation.

- la surveillance renforcée des banques depuis quelques années les met à l'abri du risque boursier. Les coefficients de fonds propres imposés pour la détention de titres sont suffisants.

- il ne serait pas malsain que le marché corrige le cours des actions dont le price/earning ratio est démesuré. Cela n'entraînera pas forcément une baisse de toutes les actions.

3. Le risque japonais

C'est sur le Japon et sur le marché financier de Tokyo que se concentrent aujourd'hui les inquiétudes. L'indice boursier a augmenté de 50% en 1986 et la capitalisation boursière est égale à celle de Wall Street aux environs de 2.750 milliards de dollars. Le price/earning ratio moyen est de 50, mais pour certaines actions de grandes sociétés japonaises, comme Nippon Telephon and Telegraph, il atteint 250. Comment en est-on venu là?

- le point de départ est sans doute le déséquilibre entre l'épargne et l'investissement au Japon, contrepartie du déséquilibre entre les importations et les exportations. Les Japonais ne consomment pas assez.

- la démographie japonaise est telle que son système de sécurité sociale fabrique des obligations futures de paiements de retraites à un rythme accéléré. Entre 1985 et 2010, les retraités passeront de 18% à 40% de la population active. Les institutions financières japonaises ont vu leur capacité de financement passer de 150 à 300 milliards de dollars au cours des deux dernières années. Avec un taux de croissance inférieur à 3% et malgré un programme de privatisation important, l'économie japonaise ne pourra absorber toute cette épargne, et son surplus devrait chercher à s'investir à l'étranger où la position créditrice du Japon est déjà de l'ordre de 200 milliards de dollars.

- la capacité de financement excédentaire du Japon se traduit en partie par des sorties de capitaux, mais celles-ci sont dirigées pour les trois quarts vers les Etats-Unis, en particulier vers les titres du Trésor, mais aussi vers d'autres actifs. Les pertes de change enregistrées en deux ans seraient de 35 milliards de dollars. Cependant, le recyclage japonais évite avec soin les pays en développement et méconnaît l'Europe, dont, sauf Londres, les marchés lui paraissent trop fragmentés, trop peu liquides, et cotant des sociétés trop peu connues.

- faute de débouchés extérieurs, aussi longtemps que le dollar peut baisser encore, l'épargne japonaise en attente dans la Bourse japonaise pousse paradoxalement les cours (price) à des niveaux exagérés au moment où la hausse du yen compromet les perspectives de bénéfice (earning) des entreprises japonaises qui, devant la manoeuvre monétaire des Etats-Unis, préfèrent sacrifier leurs marges pour conserver leurs parts de marché chèrement acquises dans les récentes années.

- pour compenser la baisse de leurs revenus tirés de l'exportation, beaucoup d'entreprises japonaises sont à la recherche de plus-values par des spéculations qui portent sur l'immobilier et sur les actions, n'hésitant pas à emprunter pour cela, puisque les taux d'intérêt sont particulièrement bas au Japon et la liquidité de l'économie en expansion (la masse monétaire a augmenté de 9% en 1986).

- si les grandes banques japonaises ont avec les pouvoirs publics des relations qui sont une des forces du célèbre consensus japonais, tel n'est pas le cas, semble-t-il, des grandes maisons de tirtes, qui jouent un rôle prépondérant sur les marchés de capitaux. Elles sont gouvernées par des vues à court terme et sont capables de décisions d'une grande brutalité. En revanche, les grands investisseurs institutionnels ont un comportement plus prudent.

Au total, dans un Japon voué, par la hausse du yen, à perdre à la fois sur ses exportations et sur ses placements financiers, beaucoup d'ingrédients sont réunis pour qu'une crise boursière soudaine vienne mettre à l'épreuve le consensus japonais, qui n'avait d'ailleurs pas fait merveille pour les petites crises boursières traversées en 1974 et en 1983. Dans l'interconnection présente du marché global des capitaux, il semble qu'une forte baisse des valeurs japonaises à Tokyo obligerait les investisseurs institutionnels japonais à protéger leur liquidité sur toutes les places financières.

C. Une crise américaine sui generis

Les Etats-Unis ont leur place, qui peut être la première, dans toute crise bancaire ou boursière contribuant à résorber la bulle financière qui surplombe l'économie réelle. Mais, en dehors même de ces deux schémas, on ne peut éviter d'envisager une déstabilisation sui generis, sans précédent dans le passé, en provenance des Etats-Unis. Depuis vingt ans, trop de dérèglements internationaux ont eu pour seule origine la volonté de ce pays qui en matière financière, est à peu près la moitié du monde : du flottement du dollar au déficit budgétaire actuel, la plus grande variable agissant sur le climat international reste la politique américaine. Et l'on doit se souvenir que jamais les Américains ne sont aussi forts, pour imposer leur solution, que lorsqu'ils sont en position de faiblesse : l'équilibre du monde a trop besoin de leur propre équilibre, de leur prospérité, de leur liberté.

Or, aux Etats-Unis, sont réunis actuellement un certain nombre d'ingrédients inquiétants, qui donnent à ce pays une grande vulnérabilité à toute crise ou à tout choc :

- l'encours de la dette publique américaine, fruit des déficits répétés, s'établit à 2.100 milliards de dollars, dont environ 260 milliards, soit 15%, sont une dette à l'égard des non-résidents (y compris les Banques Centrales).

- l'encours de la dette des entreprises américaines est d'environ 2,500 milliards de dollars, et cette endettement est particulièrement élevé dans des secteurs considérés comme sinistrés, tels que l'agriculture ou le pétrole texan. Selon Henry Kaufman, les entreprises américaines auraient augmenté leur endettement de 525 milliards de dollars au cours des trois dernières années, tandis que leurs fonds propres ont diminué de 170 milliards.

- l'encours de la dette des ménages atteint environ 2.500 milliards de dollars, ce qui représenterait 190% de leur revenu annuel disponible.

- si les agents économiques ont une telle propension à s'endetter, c'est parce que le taux d'épargne privée (ménages et entreprises) ne cesse de diminuer (16% du PNB en 1986), ce qui, après le prélèvement dû au financement domestique du déficit budgétaire fédéral, abaisse à 12,8% seulement du PNB le taux d'épargne privée disponible pour les agents économiques.

- le solde de la balance des opérations courantes a été de 140 milliards de dollars en 1986, le déficit commercial ayant été, malgré la baisse de la devise américaine, de 148 milliards de dollars, ce qui équivaut à 3,3% du PNB, les importations représentant 160% des exportations.

- les Etats-Unis sont devenus le premier débiteur du monde, avec un endettement net d'environ 230 milliards de dollars à la fin de 1986. Leur principal créancier, à hauteur de 150 milliards de dollars, est le Japon, devenu le premier créancier du monde depuis 1985. A la tension bilatérale qui oppose l'excédent commercial japonais au déficit commercial américain se superpose désormais une autre relation de couple : créanciers des Etats-Unis, les Japonais deviennent prisonniers de leurs débiteurs, car ils ne peuvent boycotter les emprunts de ces derniers sans faire baisser la valeur de leurs créances. Cela signifie que si les investisseurs japonais négligeaient de souscrire les titres américains, la Banque du Japon serait tenue de les prendre à leur place, sous peine de voir le dollar baisser encore par rapport au yen. Mais combien de temps le Japon acceptera-t-il que sa créance sur les Etats-Unis soit libellée uniquement dans la monnaie trop volatile de son débiteur?

Au total, les Etats-Unis offrent le tableau sans précédent d'un système économique où le surendettement est omniprésent. Cela confère à l'économie américaine une très grande vulnérabilité face à une crise bancaire ou boursière ou face au changement brutal d'une variable mondiale importante (ce qu'on appelle volontiers un choc). Mais ce surendettement crée en lui-même un risque de système, d'abord parce qu'il est construit sur une confiance illimitée de moins en moins méritée, et aussi parce que les pyramides de dette nominale finissent toujours par être remises à leur vraie proportion réelle supportable, par une vague d'inflation, seule grande lessive capable de faire rétrécir les créances/dettes. D'où l'attention qui doit entourer les indicateurs possibles d'inflation aux Etats-Unis.

Aucune des trois scénarios de crise ainsi évoqués n'est vraiment persuasif, par chance. Mais ils appellent l'attention sur les points faibles, ils soulignent l'importance des concertations, ils rendent peut-être nécessaire la préparation confidentielle de plans d'urgence. Aucune de ces trois crises n'aura exactement lieu. Mais une crise peut naître de la combinaison d'éléments venus de ces trois scénarios, ou encore, s'ajoutant à ces éléments, d'un choc extérieur au monde financier.

CONCLUSION

Si l'Europe participe à part entière à la révolution du nouvel environnement financier international, elle y souffre encore du handicap que constitue le cloisonnement national des systèmes bancaires et des marchés financiers, lequel retarde le surgissement de grandes multinationales financières européennes à l'échelle de ce qui se développe aux Etats-Unis et au Japon.

C'est peut-être pour cette raison que le découplage apparu entre la sphère financière et l'économie réelle est un peu moins grave en Europe qu'ailleurs, et qu'aucun scénario de crise ne semble devoir trouver son fait générateur en Europe.

Cela dit, la Communauté Européenne, qui a toujours intérêt au règlement concerté des grands déséquilibres internationaux, est encore aujourd'hui au-dessous du rôle qu'elle devrait y jouer. La promotion de grands projets d'investissement, l'offre d'un titre de réserve émis en Ecu, l'apparition d'un vrai marché européen des capitaux susceptible d'attirer davantage les recyclages d'excédents, seraient une contribution concrète à un meilleur équilibre international.

Economic Papers

The following papers have been issued. Copies may be obtained by applying to the address mentioned on the inside front cover.

- No. 1 EEC-DG II inflationary expectations. Survey based inflationary expectations for the EEC countries, by F. Papadia and V. Basano (May 1981).
- No. 3 A review of the informal economy in the European Community, by Adrian Smith (July 1981).
- No. 4 Problems of interdependence in a multipolar world, by Tommaso Padoa-Schioppa (August 1981).
- No. 5 European Dimensions in the Adjustment Problems, by Michael Emerson (August 1981).
- No. 6 The bilateral trade linkages of the Eurolink Model : An analysis of foreign trade and competitiveness, by P. Ranuzzi (January 1982).
- No. 7 United Kingdom, Medium term economic trends and problems, by D. Adams, S. Gillespie, M. Green and H. Wortmann (February 1982).
- No. 8 Où en est la théorie macroéconomique, par E. Malinvaud (juin 1982).
- No. 9 Marginal Employment Subsidies : An Effective Policy to Generate Employment, by Carl Chiarella and Alfred Steinherr (November 1982).
- No. 10 The Great Depression : A Repeat in the 1980s ?, by Alfred Steinherr (November 1982).
- No. 11 Evolution et problèmes structurels de l'économie néerlandaise, par D.C. Breedveld, C. Depoortere, A. Finetti, Dr. J.M.G. Pieters et C. Vanbelle (mars 1983).
- No. 12 Macroeconomic prospects and policies for the European Community, by Giorgio Basevi, Olivier Blanchard, Willem Buiter, Rudiger Dornbusch, and Richard Layard (April 1983).
- No. 13 The supply of output equations in the EC-countries and the use of the survey-based inflationary expectations, by Paul De Grauwe and Mustapha Nabli (May 1983).
- No. 14 Structural trends of financial systems and capital accumulation : France, Germany, Italy, by G. Nardozzi (May 1983).
- No. 15 Monetary assets and inflation induced distortions of the national accounts - conceptual issues and correction of sectoral income flows in 5 EEC countries, by Alex Cukierman and Jørgen Mortensen (May 1983).

- No. 16 Federal Republic of Germany. Medium-term economic trends and problems, by F. Allgayer, S. Gillespie, M. Green and H. Wortmann (June 1983).
- No. 17 The employment miracle in the US and stagnation employment in the EC, by M. Wegner (July 1983).
- No. 18 Productive Performance in West German Manufacturing Industry 1970-1980; A Farrell Frontier Characterisation, by D. Todd (August 1983).
- No. 19 Central-Bank Policy and the Financing of Government Budget Deficits : A Cross-Country Comparison, by G. Demopoulos, G. Katsimbris and S. Miller (September 1983).
- No. 20 Monetary assets and inflation induced distortions of the national accounts. The case of Belgium, by Ken Lennan (October 1983).
- No. 21 Actifs financiers et distorsions des flux sectoriels dues à l'inflation : le cas de la France, par J.-P. Baché (octobre 1983).
- No. 22 Approche pragmatique pour une politique de plein emploi : les subventions à la création d'emplois, par A. Steinherr et B. Van Haeperen (octobre 1983).
- No. 23 Income Distribution and Employment in the European Communities 1960-1982, by A. Steinherr (December 1983).
- No. 24 U.S. Deficits, the dollar and Europe, by O. Blanchard and R. Dornbusch (December 1983).
- No. 25 Monetary Assets and inflation induced distortions of the national accounts. The case of the Federal Republic of Germany, by H. Wittelsberger (January 1984).
- No. 26 Actifs financiers et distorsions des flux sectoriels dues à l'inflation : le cas de l'Italie, par A. Reati (janvier 1984).
- No. 27 Evolution et problèmes structurels de l'économie italienne, par Q. Ciardelli, F. Colasanti et X. Lannes (janvier 1984).
- No. 28 International Co-operation in Macro-economic Policies, by J.E. Meade (February 1984).
- No. 29 The Growth of Public Expenditure in the EEC Countries 1960-1981 : Some Reflections, by Douglas Todd (December 1983).
- No. 30 The integration of EEC qualitative consumer survey results in econometric modelling : an application to the consumption function, by Peter Praet (February 1984).

- No. 31 Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group. EUROPE : The case for unsustainable growth, by R. Layard, G. Basevi, O. Blanchard, W. Buiter and R. Dornbusch (April 1984).
- No. 32 Total Factor Productivity Growth and the Productivity Slowdown in the West German Industrial Sector, 1970-1981, by Douglas Todd (April 1984).
- No. 33 An analytical Formulation and Evaluation of the Existing Structure of Legal Reserve Requirements of the Greek Economy : An Uncommon Case, by G. Demopoulos (June 1984).
- No. 34 Factor Productivity Growth in Four EEC Countries, 1960-1981, by Douglas Todd (October 1984).
- No. 35 Rate of profit, business cycles and capital accumulation in U.K. industry, 1959-1981, by Angelo Reati (November 1984).
- No. 36 Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group. Employment and Growth in Europe : A Two-Handed Approach by P. Blanchard, R. Dornbusch, J. Drèze, H. Giersch, R. Layard and M. Monti (June 1985).
- No. 37 Schemas for the construction of an "auxiliary econometric model" for the social security system, by A. Coppini and G. Laina (June 1985).
- No. 38 Seasonal and Cyclical Variations in Relationship among Expectations, Plans and Realizations in Business Test Surveys , by H. König and M. Nerlove (July 1985).
- No. 39 Analysis of the stabilisation mechanisms of macroeconomic models : a comparison of the Eurolink models by A. Bucher and V. Rossi (July 1985).
- No. 40 Rate of profit, business cycles and capital accumulation in West German industry, 1960-1981, by A. Reati (July 1985).
- No. 41 Inflation induced redistributions via monetary assets in five European countries : 1974-1982, by A. Cukierman, K. Lennan and F. Papadia (September 1985).
- No. 42 Work Sharing : Why ? How ? How not ..., by Jacques H. Drèze (December 1985).
- No. 43 Toward Understanding Major Fluctuations of the Dollar by P. Armington (January 1986).
- No. 44 Predictive value of firms' manpower expectations and policy implications, by G. Nerb (March 1986).

- No. 45 Le taux de profit et ses composantes dans l'industrie française de 1959 à 1981, par Angelo Reati (Mars 1986).
- No. 46 Forecasting aggregate demand components with opinions surveys in the four main EC-Countries - Experience with the BUSY model , by M. Biart and P. Praet (May 1986).
- No. 47 Report of CEPS Macroeconomic Policy Group : Reducing Unemployment in Europe : The Role of Capital Formation, by F. Modigliani, M. Monti, J. Drèze, H. Giersch and R. Layard (July 1986).
- No. 48 Evolution et problèmes structurels de l'économie française, par X. Lannes, B. Philippe et P. Lenain (août 1986).
- No. 49 Long run implications of the increase in taxation and public debt for employment and economic growth in Europe by G. Tullio (August 1986).
- No. 50 Consumers Expectations and Aggregate Personal Savings by Daniel Weiserbs and Peter Simmons (November 1986).
- No. 51 Do after tax interest affect private consumption and savings ? Empirical evidence for 8 industrial countries : 1970-1983 by G. Tullio and Fr. Contesso (December 1986).
- No. 52 Validity and limits of applied exchange rate models : a brief survey of some recent contributions by G. Tullio (December 1986).
- No. 53 Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability : a Proposal by Ronald I. McKinnon (November 1986).
- No. 54 Internal and External Liberalisation for Faster Growth by Herbert Giersch (February 1987).
- No. 55 Regulation or Deregulation of the Labour Market : Policy Regimes for the Recruitment and Dismissal of Employees in the Industrialised Countries by Michael Emerson (June 1987).
- No. 56 Causes of the development of the private ECU and the behaviour of its interest rates : October 1982 - September 1985 by G. Tullio and Fr. Contesso (July 1987).
- No. 57 Capital/Labour substitution and its impact on employment by Fabienne Ilzkovitz (September 1987).
- No. 58 The Determinants of the German Official Discount Rate and of Liquidity Ratios during the classical gold standard : 1876-1913 by Andrea Sommariva and Giuseppe Tullio (September 1987).
- No. 59 Profitability, real interest rates and fiscal crowding out in the OECD area 1960-1985 (An examination of the crowding out hypothesis within a portfolio model) by Jørgen Mortensen (October 1987).

- No. 60 The two-handed growth strategy for Europe : Autonomy through flexible cooperation by J. Drèze, Ch. Wyplosz, Ch. Bean, Fr. Giavazzi and H. Giersch (October 1987).
- No. 61 Collusive Behaviour, R & D, and European Policy by Alexis Jacquemin (November 1987).
- No. 62 Inflation adjusted government budget deficits and their impact on the business cycle : empirical evidence for 8 industrial countries by G. Tullio (November 1987).
- No. 63 Monetary Policy Coordination Within the EMS : Is There a Rule ? by M. Russo and G. Tullio (April 1988).
- No. 64 Le Découplage de la Finance et de l'Economie - Contribution à l'Evaluation des Enjeux Européens dans la Révolution du Système Financier International par J.-Y. Haberer (Mai 1988).