



COMMISSION OF THE  
EUROPEAN COMMUNITIES

COMMISSION DES  
COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

DG XII (FAST) - DG XV

SYMPOSIUM ON  
EUROPE AND THE FUTURE  
OF FINANCIAL SERVICES

BRUSSELS, 5, 6 & 7 NOVEMBER 1986

COLLOQUE SUR  
L'EUROPE ET L'AVENIR  
DES SERVICES FINANCIERS

BRUXELLES, 5, 6 & 7 NOVEMBRE 1986

PROCEEDINGS  
COMMUNICATIONS



## TABLE OF CONTENTS - TABLE DES MATIERES

	Page
<b>Opening Address</b> <i>Lord F.A. Cockfield</i>	3 /
<b>Déterminants structurels de la mutation financière récente</b> <i>J. Delmas-Marsalet</i>	11
<b>Différences de structure et de compétitivité dans les industries de services financiers en Europe</b> <i>H. Geiger</i>	35
<b>Structures économiques et innovations financières</b> <i>M. Aglietta</i>	47
<b>Financial innovation and the development of a European financial market</b> <i>A. Desiata</i>	81
<b>Guest Lecture</b> <i>M. Howard, Q.C. M.P.</i>	99
<b>Financial innovation and economic growth</b> <i>J.P. Abraham</i>	105
<b>Role of innovation in the development of financial institutions</b> <i>L. Schuster</i>	147
<b>Rôle et place des établissements financiers européens dans les marchés internationaux</b> <i>A. Dondelinger</i>	163
<b>The external view</b> <i>E. Bourdais de Charbonnière</i>	185
<b>Credit institutions</b> <i>A. Jozzo</i>	191
<b>Insurances</b> <i>J.F.M. Peters</i>	213
<b>Bourses et autres institutions des marchés de valeurs mobilières</b> <i>Y. Flornoy</i>	225
<b>Other financial institutions</b> <i>J. Larkin</i>	237
<b>Le rôle des entreprises dans la distribution de produits et services financiers</b> <i>M. Bon</i>	249
<b>Information market and financial data banks</b> <i>J. Stephens</i>	259
<b>New products and instruments in financial services</b> <i>D.F. Lomax</i>	265
<b>Innovations et marketing</b> <i>A. Laviolette</i>	279

<b>Petites et moyennes entreprises et nouvelles industries: de quels services ont-elles besoin?</b>	<b>297</b>
<i>E. Cooreman</i>	
<b>Financement des retraites: l'avenir du financement institutionnel et volontaire</b>	<b>303</b>
<i>F. Mansilla Garcia</i>	
<b>Comportement des ménages et innovations financières : spécificités nationales et convergences dans l'espace européen</b>	<b>383</b>
<i>A. Babeau</i>	
<b>Consumer protection</b>	<b>407</b>
<i>J. Mitchell</i>	
<b>Electronic fund transfers and the socio-economic consequences for the customers and employees of financial institutions</b>	<b>421</b>
<i>Ph. Jennings</i>	
<b>Transformation des services financiers. Qualifications et formation</b>	<b>437</b>
<i>O. Bertrand</i>	
<b>European monetary system and future of ECU</b>	<b>445</b>
<i>R. Triffin</i>	
<b>Prudential supervision (micro-economic level)</b>	<b>475</b>
<i>M.A. Hall</i>	
<b>Objectifs monétaires (niveau macro-économique)</b>	<b>483</b>
<i>Y. Ullmo</i>	
<b>Openness or protectionism ?</b>	<b>501</b>
<i>R. Pecchioli</i>	
<b>National and European infrastructures</b>	<b>521</b>
<i>R.E.G. Back</i>	
<b>Service to clients, deregulation, competition and ethics</b>	<b>539</b>
<i>A.D. Gale</i>	
<b>Déreglementation et concurrence</b>	
<b>La perspective du point de vue de l'assurance</b>	<b>545</b>
<i>E. de Carvalho</i>	
<b>Electronic funds transfer and the stakes in Europe</b>	<b>605</b>
<i>D. Vittas</i>	
<b>Financial and monetary integration in Europe</b>	<b>627</b>
<i>P. Mc Gowan</i>	
<b>Allocution de clôture</b>	<b>651</b>
<i>K.H. Narjes</i>	
<b>Rapporteur : J.R.S. Revell</b>	<b>661</b>
<b>Rapporteur : O. Pastré</b>	<b>667</b>
<b>Rapporteur : U. Schneider</b>	<b>675</b>
<b>Rapporteur : D. Kessler</b>	<b>681</b>
<b>Rapporteur : M. Onado</b>	<b>689</b>



## **Opening Address**

**Lord F.A. Cockfield**

*Vice-President of the Commission of the European Communities*



## OPENING ADDRESS

*Right Honourable Lord F.A. Cockfield*

*Vice-President of the Commission of the European Communities*

I should like to begin by welcoming you all to this Symposium which the Commission has organized on "Europe and the Future of Financial Services". We are lucky to have obtained such eminent participants, both as speakers and audience. Looking around, I see that I could easily spend all the time allotted me in mentioning and praising the great men (and women) here in the hall today: please forgive me if I confine myself to a general welcome to you all.

In arranging this symposium, the Commission was concerned above all to promote a reciprocal flow of information. We want you to know what we are doing and what we will be doing: but just as much, we want you to tell us what you think we should be doing over the next crucial years leading up to the completion of the European Community's internal market by 1992.

The title of our symposium, "Europe and the future of financial services", has been carefully chosen. The main focus of our interest, in this rapidly-changing sector, must be the future. The European Community, and the European Commission in particular, can and indeed must play a major role in forming the environment within which financial services continue to develop in Europe.

The changing world of financial services is perhaps the perfect example of the insufficiency of purely national measures in an interdependent world. Indeed "insufficiency" is too weak a word. Outdated and restrictive national measures must inevitably act as a brake on progress: for Europeans to exploit the possibilities offered by new technology and changing economic circumstances, they must have an appropriate legal and economic framework in which to do so.

All of you know that the Commission has set itself the target of a unified European market in goods and services by 1992. Financial services form an important element in this programme both in their own right and for their role in oiling the wheels of the competitive market economy.

In the field of manufactured goods, the Community has made significant progress in dismantling the barriers to trade within the 12 Member States. Services, and particularly financial services, have not benefited to the same extent, but I can see no intellectual or political reason why that should be so. Manufacturers are crucially dependent upon the service sector. Increasingly, financial services are available for export in exactly the same way as machinery or agricultural goods or raw materials. The benefits of the Integrated Common Market should apply in the financial services sector as much as any other.

As far as financial services are concerned, we, in the Commission, know that national regulations on their own can no longer provide the intellectually and politically satisfying basis for future developments. National regulations are simply not up to coping with the problems and opportunities of an interdependent Europe, the interdependence of which is magnified, even sometimes exaggerated, by instantaneous communications.

The European Community provides a framework altogether better adapted to the already emerging supra-national reality. In all the central areas of the financial services industry the Commission is actively working to ensure that there is an appropriate and helpful climate to exploit the ever increasing opportunities of transnational technology. Let me give you some examples from the various sectors.

First, insurance. Insurance should to the maximum extent possible be treated like any other traded product. It is absurd that, for example, an Italian company cannot buy insurance directly from Amsterdam or Edinburgh. The Commission's goal is therefore freedom to buy and sell insurance across frontiers. In 1975 we put forward the Second Non Life Coordination Directive to that end.

Discussion on that Directive has for the time being been suspended, while the Court of Justice is deliberating on four non-life insurance cases brought before it by the Commission against Member States, who, we believe, are in breach of the basic principles of the Treaty in this area. The Court's judgment has the potential to be an important landmark in the development of the law relating to the provision of financial services as a whole.

I would like, in passing, to pay tribute to the role the Court has often played in defining more precisely the often general prescriptions of the Treaty and, almost as important, in creating a climate of opinion favourable to the internal market which the Treaty prescribes.

As soon as the Court's judgments on the four insurance cases are available, the Commission will decide rapidly on the next steps to be taken both in the area of non-life insurance and, looking further ahead, of life insurance as well.

### Mortgage credit

Let me turn now to mortgage credit. At the moment, there is little scope within the Community for mortgage credit institutions such as Building Societies to transact business across national frontiers - and yet this is a sector much more highly developed in some countries than others, and where the consumer would benefit from the wider range of service and choice that an integrated market would bring. The latest in communications technology can be pressed into the service of the oldest of economic principles, that of free competition.

Buying their own house is the most important financial transaction in which many people ever engage, I can think of few more politically potent symbols of European integration than ordinary citizens buying their houses with loans from credit institutions in other Member States. The Commission's proposal has been on the table since early 1985. It is

included in the "Rolling Programme" for the year July 1986 to June 1987, approved by the Internal Market Council in June and should therefore be adopted in the course of the next eight months. This, by the way, is a year ahead of the deadline set in the White Paper.

### Banking

As far as banking is concerned, the first banking coordination Directive of 1977 set the framework for operation by banks to function freely within the Community. It laid the foundation for a broad approximation of national supervisory laws covering all credit institutions, for example, the rules concerning banking licences and the common minimum requirements for banks entering national markets.

The Directive also set out a programme of work aimed at establishing ratios between the various assets and liabilities of credit institutions, ratios which will help supervising authorities to monitor solvency and liquidity. The Commission will be publishing other proposals in the near future on "own funds" (i.e. the definition of banks' capital resources), on credit institutions, on monitoring and controlling large exposures and on deposit insurance.

In my lifetime European banking has moved from the age of hand-written accounts to computer accounts; but banking legislation has not kept pace. The Commission wants to create a unified banking market in which it is as easy for any European bank to set up a branch and offer its full range of services in all the other Member States as in its own.

Before leaving the banking sector I should mention that the Commission will also shortly be proposing a new initiative concerning payment cards on which we are already consulting the banking industry. This is an issue which will be discussed in depth during one of your workshops. I hope that this colloquium will come up with ideas to help to shape our approach to a really topical problem.

Next, securities. It is remarkable that as yet no real European securities market exists. There are individual European financial markets, such as London, Frankfurt and Amsterdam, which are of great importance and are major assets for the Community. There are the offshore Euromarkets. But there is as yet no real network linking the European stock exchanges.

It was for this reason that a few years ago the Commission took an initiative to bring together Community Stock Exchanges and encourage cooperation between them. This initiative is now beginning to bear fruit in IDIS (Interbourse Data Information System) which will link European stock exchanges electronically and allow their members to execute clients' orders in the stock exchange market offering the most advantageous bargain.

Phase one of this project - Exchanging historic information - is already in place, but practical implementing decisions will be required later this year. The Stock Exchanges

Committee is indeed meeting for this purpose in Brussels at the same time as this conference. We wish them success in their work.

The Commission is also working closely with the stock exchanges and national authorities on improving settlement mechanisms in European markets, which in some cases lag seriously behind the best world standards.

It is late in the day for Europe, as an entity, to catch up with developments in the major financial centres. But it can and must be done.

### Capital movements

Finally, freedom of capital movements. None of the things I have mentioned will suffice to bring about a Community-wide market in financial services unless accompanied by complete freedom of capital movements. Existing Community legislation dating back to 1962 requires Member States to allow free movements of capital for direct investment, individuals' capital movements and some portfolio investment. At the end of last year the Council of Ministers also adopted two Directives in respect of unit trusts, or, as they are known in Brussels, UCITS: one Directive to ensure mutual recognition of standards, and the other to provide for freedom of capital movement.

Free capital movements are the life blood of financial services. The Commission wants to get that life blood flowing a good deal more freely throughout Europe than it does at the moment. Once again, the technological and economic possibilities are there. The Commission wants to make these opportunities as widely available as possible.

The Communication the Commission sent the Council in June of this year was an important statement of our philosophy on this matter; and we sent with that Communication the first legislative proposal for implementing our philosophy. We are committed to putting forward proposals next year for achieving complete liberalization of capital movements by 1992.

Let me summarize in conclusion my argument, which is a simple one. All of us in Europe have today an opportunity, not given to every generation, to bring about a fundamental change in the economic and political world we inhabit. If we embrace the opportunities offered us by the programme for the completion of the internal market, if we use new technology to broaden rather than limit our opportunities for action, then Europe stands on the edge of an unparalleled era of advance and prosperity.

But there are painful adaptations to be made, and national individualism is too often the enemy of the common good. Formative decisions for the future are already being taken in important areas on an uncoordinated basis in the various Member States. All of you come from an environment which grows yearly more international. We hope that you will use the experience and insights you have gained to help us along the way to the completion of the internal market.

What we in the Commission can and will do is to provide the right framework in which you and your colleagues can operate; and to help create a single unified market of which

the European financial services industry can take full advantage. That is the best possible service that we as politicians can do for you. At the end of the day success or failure rests in your own hands. For the benefit of all the peoples of Europe, I wish you every success.





# **Déterminants structurels de la mutation financière récente**

**J. Delmas-Marsalet**

*Caisse des Dépôts et Consignations, Paris*



Depuis quelques années, les systèmes financiers (1) des pays occidentaux connaissent des évolutions rapides et de grande ampleur.

Bien qu'elles varient, en rythme et en intensité, selon les pays, ces évolutions n'en comportent pas moins quelques tendances lourdes et communes.

La plus notable est un développement explosif des marchés, au détriment de l'intermédiation bancaire classique. Un peu partout, les émissions de titres négociables gagnent de l'importance par rapport aux dépôts et prêts bancaires. Parallèlement, la part des financements à la charge des intermédiaires dans le financement total des agents non financiers diminue (v. tableau I en annexe).

Ce développement des marchés s'accompagne d'une diversification croissante des instruments de financement, de placement et de couverture contre les risques : à côté des classiques actions et obligations à taux fixe, on voit se développer un peu partout les taux variables, les titres courts (certificats de dépôts bancaires au Royaume Uni, en France et en Italie, papier commercial des entreprises dans ces mêmes pays, aux Pays Bas et sur les euro-marchés) les titres intermédiaires entre actions et obligations (obligations subordonnées, convertibles ou à warrants, actions d'épargne à dividende prioritaire, certificats d'investissement ou titres participatifs), ainsi que les instruments de couverture ou d'arbitrage (futures, options, swaps de taux d'intérêt ou de devises).

Parallèlement, on assiste à un décloisonnement et à une intégration croissante des marchés. Nombre des nouveaux instruments ont pour effet de mettre en communication des marchés jusque là séparés (obligations et actions, court terme et long terme, titres et crédits bancaires). A ce decloisonnement sectoriel s'ajoute un decloisonnement géographique, marqué par la croissance spectaculaire des euro-marchés et

(1) entendus ici comme l'ensemble des institutions et mécanismes permettant d'acheminer l'épargne (éventuellement après transformation) vers l'investissement, qu'il s'agisse des marchés financiers, du système bancaire ou des intermédiaires financiers non bancaires.

l'interdépendance, voire l'internationalisation croissante des marchés domestiques.

Enfin, ce mouvement s'accompagne d'une désécialisation des intermédiaires financiers, sous l'effet de la déréglementation et de la concurrence. La distinction classique dans nombre de pays, entre banques commerciales et banques d'affaires ou d'investissement s'estompe du fait, notamment, de l'intrusion des premières sur le marché des titres. A Londres, les regroupements, acquisitions ou fusions de banques, courtiers et maisons de titres se multiplient donnant naissance à quelques méga-entreprises capables, tout à la fois, d'opérer sur les marchés mondiaux et de continuer à proposer des services bancaires traditionnels. Un peu partout, enfin, la concurrence pour la distribution des produits d'épargne remet en cause la frontière entre banques, compagnies d'assurances et grande distribution.

Ces évolutions n'affectent pas au même degré tous les pays européens : alors que le système financier anglais semble devoir connaître une évolution rapide, le système allemand où les banques "à tout faire" existent depuis longtemps et conservent leur rôle primordial, commence tout juste à être affecté ; les autres pays sont dans des situations intermédiaires, la France se distinguant par l'importance des changements intervenus au cours des deux dernières années.

En un moment où la communauté européenne s'apprête à franchir un nouveau pas dans la voie de la libéralisation des mouvements de capitaux et des services financiers, il convient de se demander si ces évolutions sont durables ou éphémères, pérennes ou réversibles.

Pour ce faire, il est nécessaire d'analyser les déterminants de ces évolutions en s'efforçant de distinguer ce qui, relevant de causes conjoncturelles, peut être réversible et ce qui, lié à des déterminants structurels, représente de véritables mutations.

Cette distinction n'est cependant pas facile à faire : d'abord parce qu'il n'est pas toujours aisé de séparer les effets des causes ; ensuite parce que certains phénomènes conjoncturels peuvent, lorsqu'ils durent, déterminer des changements structurels de comportement.

La thèse ici développée est que la plupart des mutations auxquelles nous assistons sont dues à des changements de comportement des agents économiques en réaction ou en réponse à une nouvelle donne économique et technologique qui a modifié les besoins en matière financière. Ces changements sont à leur tour facteurs d'une dynamique des mutations qui fait intervenir les banques et les gouvernements.

\*

\* \* \*

## LA NOUVELLE DONNE ECONOMIQUE ET TECHNOLOGIQUE:

Le développement et l'interpénétration des marchés financiers ont été favorisés par les modifications de l'environnement économique et technologique intervenues depuis une dizaine d'années. Trois facteurs ont, à cet égard, joué un rôle décisif.

1°/ L'ampleur des déséquilibres économiques, et donc des besoins de financement, provoqués par les chocs pétroliers successifs, dans un environnement marqué par l'abandon des parités fixes entre les monnaies.

Au plan mondial, le système financier international a eu à gérer trois problèmes de grande ampleur : le recyclage des excédents pétroliers, le financement du déficit des pays en voie de développement et, plus récemment, celui du déficit américain (v. tableau II en annexe).

Il a fait face aux deux premiers en étendant, au plan international, l'intermédiation bancaire classique : dépôts et prêts transitant par le bilan des banques des pays industrialisés. Cependant, à partir de 1982, la crise de l'endettement des pays en voie de développement a freiné ce processus : il a rendu les banques, dont les bilans étaient fragilisés par ces créances, plus prudentes.

Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, que le troisième problème : celui du financement du déficit des Etats Unis et, plus temporairement, d'autres pays industrialisés, ait été résolu par appel au marché plutôt que par appel au crédit. D'autant que la qualité des emprunteurs (Trésor américain, grandes entreprises) comme celle des prêteurs (Japon, pays industrialisés en excédent) facilitait une telle substitution.

Au plan interne, le ralentissement de la croissance consécutif aux chocs pétroliers s'est également traduit par l'apparition d'importants déséquilibres dans les comptes des entreprises et des Etats. Si les premiers ont été progressivement résorbés par reconstitution des marges et/ou freinage des investissements plutôt que par appel au crédit, les seconds ont été à l'origine d'un gonflement des besoins de financement du secteur public à la fois important, et durable, compte tenu de la charge croissante des intérêts de la dette (v. tableaux III et IV en annexe).

Pour couvrir ces besoins, tout en limitant la monétisation des déficits, les Etats ont tout naturellement fait appel au marché des titres à long terme (obligations qui représentaient, en 1984, plus de 50% des ressources nettes du Trésor en France et en Grande Bretagne, plus de 68% en République fédérale d'Allemagne) ou des titres à court terme (bons et certificats de crédit du Trésor ouverts au public en Italie et, plus récemment en France).

Le gonflement des besoins de financement du secteur public par rapport à la demande de crédit du secteur privé fût ainsi, un peu partout, un des facteurs principaux de développement des marchés en même temps qu'une des causes essentielles, et même exclusive en Allemagne, du recul relatif de l'intermédiation bancaire classique. Il a, aussi, été à l'origine d'importantes innovations financières, les Trésors nationaux rivalisant d'imagination pour offrir aux investisseurs des formules de placement attrayantes (Index United Bonds au Royaume Uni, obligations renouvelables du Trésor et obligations échangeables en France).

2°/ Ce courant d'innovation financière a été fortement stimulé par l'aggravation des incertitudes qui caractérise l'environnement économique depuis une décennie.

En l'espace de quelques années, l'inflation a connu des mouvements brutaux d'accélération puis de décélération. Les taux d'intérêt ont fortement varié et sont devenus beaucoup plus volatiles. Leur niveau très élevé joint à d'importantes modifications de la demande ou des prix relatifs ont provoqué l'apparition de véritables secteurs sinistrés : construction immobilière, pétrole, agriculture. Enfin, depuis l'abandon des parités fixes, les taux de change sont soumis à des mouvements assez largement imprévisibles, tout au moins à court terme.

Ces incertitudes accroissent considérablement les risques de crédit, de change, de taux et de liquidité sur les marchés. Elles ont provoqué un foisonnement d'innovations tendant à permettre aux emprunteurs, et surtout aux prêteurs ou investisseurs, de se prémunir ou de se couvrir contre ces risques. Sans prétendre à l'exhaustivité, on citera en particulier :

- le raccourcissement des échéances qui fût à l'origine du développement explosif des titres courts, notamment du commercial paper aux Etats Unis, en Europe et sur les euro-marchés (à travers les NIFs et RUFs).
- l'introduction des taux variables, qui permettent de reporter le risque de taux sur l'emprunteur, d'abord dans le domaine des prêts bancaires internationaux, puis sur les marchés obligataires.
- le développement des marchés d'options et de contrats à terme qui permettent de se couvrir contre les risques de fluctuation des cours et des taux d'intérêt.
- enfin, l'ouverture, par les swaps, mais aussi par les obligations échangeables ou à warrants d'obligations, de facultés d'arbitrage, révisables dans le temps, entre taux fixes et taux variables, ainsi qu'entre monnaies.

L'aptitude de ces différentes techniques à assurer la sécurité du système ne doit évidemment pas être surestimée. Elles ne peuvent, le plus souvent, éliminer le risque, mais seulement le transférer sur les contreparties, avec les effets pervers que cela peut comporter pour ces dernières : on l'a vu notamment avec la crise d'endettement des pays en voie de développement.

Elles n'en contribuent pas moins à améliorer l'efficacité du système, notamment en mettant en communication des marchés - nationaux ou spécialisés dans tel type de produit - autrefois cloisonnés.

3°/ Cette intégration croissante des marchés a été, enfin, favorisée par les progrès technologiques constatés, depuis 10 ou 15 ans, dans le domaine de l'informatique et de la communication.

Les progrès déterminants, du point de vue financier, sont ceux qui ont affecté la capacité et la rapidité, d'une part du traitement et de la diffusion, en temps réel, des informations financières, d'autre part des modes de compensation et de règlement des transactions.

Ils permettent aujourd'hui aux opérateurs de tel ou tel pays d'intervenir sur les principales places financières du monde. Ainsi tend à s'établir un marché mondial fonctionnant en continu 24 heures sur 24.

La multiplication des transactions et la mise en communication des marchés ont également pour origine les possibilités d'arbitrage instantané offertes aux gestionnaires par le développement des systèmes d'aide à la décision reposant sur la micro informatique.

Cette évolution ne va pas sans remettre quelque peu en cause l'organisation traditionnelle des marchés nationaux en particulier des bourses de valeurs. Elle tend, en effet, à favoriser les marchés décentralisés, reliant en continu les opérateurs par un réseau de communication, par rapport aux marchés centralisés, les réunissant en un même lieu pendant une période de temps nécessairement limitée. La concurrence que livre le NASDAQ au New York Stock Exchange aux Etats Unis, la course de vitesse engagée entre Reuter et la bourse de Londres, le développement d'un marché continu avec assistance automatique à la cotation à Paris, en sont des illustrations.

Il ne s'agit là, cependant, que d'une manifestation très partielle des efforts d'adaptation des acteurs nationaux à la nouvelle donne économique et technologique.

\*  
\*       \*  
\*

## LES CHANGEMENTS DE COMPORTEMENT DES AGENTS NON FINANCIERS :

Une large part des mutations financières récentes, en particulier le développement des marchés au détriment de l'intermédiation bancaire classique, s'explique par les réactions des agents non financiers - entreprises et particuliers - face aux politiques d'ajustement suivies pour remédier à la crise.

Compte tenu de l'ampleur des déficits budgétaires et de la difficulté de les réduire rapidement, ces politiques d'ajustement ont reposé principalement sur deux armes :

- des politiques monétaires restrictives qui ont contribué à faire entrer le monde occidental dans une phase de taux d'intérêt réels durablement élevés,

- une modification du partage de la valeur ajoutée au profit des entreprises et au détriment des particuliers.

Ces évolutions ont puissamment contribué à modifier les comportements des uns et des autres dans un sens défavorable à l'intermédiation bancaire classique et favorable au développement des marchés.

1°/ Confrontées à la hausse des taux d'intérêt réels et à la nécessité de réduire leurs coûts, pour préserver leur compétitivité, les entreprises ont eu tendance à se désendetter en faisant moins appel au crédit bancaire, et à renforcer leurs fonds propres, en reconstituant leurs marges puis en faisant appel aux marchés boursiers.

Ce mouvement a, dans certains pays, été encouragé par les pouvoirs publics qui se sont efforcés de favoriser la désindexation des salaires et d'encourager les augmentations de capital : que ce soit par des incitations fiscales (France, Belgique) ou par l'ouverture du marché des actions à des entreprises moyennes (over the counter ou second marché en France, Italie, Danemark, Pays Bas).

Au total, il en est résulté une certaine diminution des besoins de financement par emprunt des entreprises, en même temps qu'une augmentation de leur capacité de placement (v. tableau V en annexe).

Parallèlement, les grandes entreprises se sont efforcées de mieux gérer à la fois leur trésorerie et leur dette, en faisant appel à toutes les techniques nouvelles offertes par les marchés. Elles ont également cherché à réduire le coût de leur nouvel endettement. Compte tenu des marges d'intermédiation traditionnellement appliquées par les banques, ceci ne pouvait que les conduire à faire directement appel au marché : d'abord pour leurs besoins de financement longs, à travers des émissions d'obligations ; ensuite pour leurs besoins de financement courts, à travers l'émission de papier commercial.



Ce mouvement, particulièrement important aux Etats Unis ou les entreprises industrielles apparaissent souvent plus solides que les banques, commence à se développer en Europe, même si certains pays comme l'Allemagne, voient le financement bancaire se maintenir. La France, après les Pays Bas, a ainsi introduit les billets de trésorerie, appellation française du "commercial paper", dont le développement fût assez rapide. Ce fait est d'autant plus notable que, dans ces pays comme en Allemagne, les liens entre banques et entreprises étaient particulièrement étroits.

De tout ceci résulte un certain affaiblissement de la demande de crédit des entreprises au profit d'appels directs au marché.

Toutefois, ce mouvement de désintermédiation a des limites évidentes.

- En premier lieu, il ne concerne que les grandes entreprises (ou les collectivités locales importantes) qui ont, seules, la surface financière suffisante pour faire appel directement au marché. Il laisse subsister au profit - ou à la charge - des intermédiaires bancaires la clientèle des petites et moyennes entreprises, des communes de moindre importance et, bien entendu, des ménages.

- En second lieu, il s'accompagne d'une assistance ou d'une garantie des banques (syndicats de placement, back up lines pour le papier commercial) qui trouvent, dans cette nouvelle intermédiation financière une source de commissions.

- Enfin, mais c'est un jugement personnel, il est peu probable que le développement des émissions de papier commercial par les entreprises restent longtemps à l'abri de la vigilance des autorités monétaires.

2°/ Ces modifications de comportement des emprunteurs s'accompagnent de changements - non moins notables - dans le comportement des épargnants.

Confrontés à des taux d'intérêt élevés et à un tassement de leur pouvoir d'achat, les particuliers ont, à la fois, diminué leur taux d'épargne (v. tableau VI en annexe) et modifié très sensiblement l'orientation de leurs placements.

Dans nombre de pays, l'épargne investie dans l'immobilier, et la demande de crédits qui l'accompagne, handicapés par le niveau élevé des taux d'intérêt réels, ont reculé au profit des placements financiers.

Mais surtout, le choix de ceux-ci a été de plus en plus influencé par la recherche de rémunérations élevées qui constitue, dans tous les pays, une constante de l'attitude nouvelle des épargnants. Cette quête du rendement a entraîné des transferts importants des dépôts à vue ou comptes d'épargne, faiblement rémunérés ou à taux très inerte, vers les produits offrant des rémunérations liées au marché, renforçant ainsi la concurrence entre réseaux. Il en est résulté, alternativement ou cumulativement selon les pays :

- soit une diminution des dépôts bancaires au profit de l'épargne investie sur les marchés,

- soit un renchérissement de ces dépôts lorsque les banques, pour les conserver dans un contexte très concurrentiel, ont dû accepter des relèvements sensibles de rémunération.

Dans le plus grand nombre de pays, la recherche d'une meilleure rémunération s'est traduite, au total, par un développement de l'épargne investie en actions, obligations ou titres courts sur les marchés, et donc par un renforcement de la désintermédiation bancaire. Ainsi, les placements en valeurs mobilières, qui représentaient 11,4% des placements des ménages français en 1979, en représentaient 27,8% en 1985.

Ce mouvement a été facilité, voire accéléré, par le développement rapide des formes de gestion collective de l'épargne, qu'il s'agisse des institutions traditionnelles (compagnies d'assurance vie et fonds de pension) ou des nouveaux fonds communs de placement (Unit et investment funds, SICAV et FCP,...).

Parfois encouragée par des mesures fiscales (Allemagne, France, Italie), cette institutionnalisation croissante de l'épargne répond à un besoin réel de l'épargnant, allant de pair avec une définition plus précise des objectifs assignés à l'épargne (préparation de la retraite, recherche de plus values ou de revenus, gestion de trésorerie). Elle introduit aussi une évolution dans l'intermédiation financière : l'intermédiaire, rémunéré à la commission, ne prend plus de risque de transformation ; il peut s'agir aussi bien d'une banque que d'une non banque (compagnie d'assurance, courtier ou agent de change, maison spécialisée) ; enfin, les méthodes de distribution du produit peuvent être diversifiées (vente au guichet, par correspondance ou dans un super marché).

Il n'est cependant pas sûr que l'attirance actuelle de l'épargnant pour l'épargne investie, directement ou indirectement, sur le marché des valeurs mobilières soit totalement irréversible. Elle a, en effet, été aiguisée, ces dernières années, par la baisse quasi continue des taux nominaux, qui a tout à la fois accru le rendement et masqué le risque des placements obligataires, et par la hausse des cours sur les marchés des actions lié à l'amélioration des résultats des entreprises. Il n'est pas certain qu'elle se maintienne dans l'hypothèse où un retournement durable des marchés concrétiserait le risque inhérent à ces placements. Il n'est pas impossible que se produise alors un certain reflux vers des placements moins rémunérateurs, mais aussi moins risqués, qu'ils s'appuient sur des titres courts ou des comptes bancaires. Le cas allemand, où les banques ont pu répondre aux attentes des épargnants en proposant des comptes à terme plus souples ou des certificats d'épargne, pourrait servir d'exemple.

\*  
\*      \*

## LA REPOSE DES INTERMEDIAIRES FINANCIERS

Les changements intervenus dans l'environnement économique et dans le comportement des agents non financiers ont profondément modifié le métier de banquier.

La diminution en volume ou le renchérissement des dépôts, l'affaiblissement de la demande de crédit des entreprises, la montée des risques rendant nécessaire la constitution d'importantes provisions, ont pesé sur la rentabilité des banques, notamment des banques commerciales à larges réseaux. Cela au moment même où la mondialisation des opérations et l'apparition de nouvelles techniques exigeaient d'elles un important effort de modernisation.

Les banques ont réagi en cherchant à la fois à diversifier leurs activités, à réduire leurs coûts et à limiter leurs risques.

1°/ Sans négliger leurs activités traditionnelles de crédit, notamment aux particuliers - secteur où s'avive au contraire la concurrence avec les réseaux spécialisés (building societies au Royaume Uni, réseaux mutualistes en France) - les banques commerciales ont diversifié leurs activités principalement dans deux directions.

D'abord, en développant leurs activités de marché au service de leur clientèle d'entreprises. Au delà de la direction, de la garantie et du placement des titres émis par les entreprises ou les Etats, elles contribuent de plus en plus à assurer la liquidité des marchés secondaires de ces titres. Dans tous les pays où règnait une stricte spécialisation financière, notamment aux U.S.A. et au Royaume Uni, les banques commerciales sont entrées en concurrence sur ces marchés, ou ont cherché des regroupements, avec les banques d'investissement, courtiers et maisons de titres. Non sans bénéficier des atouts que leur confère leur implantation mondiale et la disposition de larges réseaux de placement.

Ce mouvement, qui s'accélère encore avec la dérèglementation en cours sur la place de Londres, brouille quelque peu les frontières entre les professions. Il se traduit aussi par une augmentation de la part des titres dans les actifs des banques, ce qui montre que le développement des marchés n'est qu'un indicateur très imparfait de la désintermédiation.

Parallèlement, les banques développent leurs activités de gestion de portefeuilles individuels ou collectifs et leur offre de produits d'épargne, notamment en vue de la retraite. Dans ces domaines, elles sont plus en plus en concurrence avec les courtiers et, en ce qui concerne la vente, avec la grande distribution. En matière d'épargne retraite, elles entrent également en concurrence avec les compagnies d'assurances qui ont, elles mêmes, offert, à côté de leurs contrats d'assurance vie traditionnels, des instruments financiers de capitalisation tout à fait comparables à ceux que peuvent offrir les banques à travers certains fonds communs de placement.

L'intérêt commun manifesté par les différents intermédiaires pour ce marché des instruments de placement destinés aux Particuliers est, là aussi, à l'origine de regroupements ou rapprochements, notamment entre banques et compagnies d'assurances, les premières cherchant à s'assurer le

service de producteurs, et les secondes cherchant à bénéficier des avantages d'un large réseau de distribution.

On peut se demander si cette diversification des activités et les regroupements qu'elle suscite entre intermédiaires conduiront ou non à une concentration des activités financières entre les mains de quelques méga entreprises capables de couvrir le spectre complet de ces activités. La réponse à cette question n'est pas tout à fait évidente.

En un sens, la diversification de l'activité des intermédiaires financiers répond aux besoins de clients qui demandent de plus en plus des gammes complètes d'instruments de placement et de financement, en même temps qu'une gestion, pour leur compte, des risques de taux et de change. Elles procurent aussi aux banques, sous forme de commissions, des recettes qui prennent utilement le relais des marges retirées de l'activité de crédit, jusqu'à représenter aujourd'hui dans la plupart des pays plus du tiers du total des recettes bancaires. Tout cela plaide en faveur d'une assez forte concentration des activités financières.

En sens inverse, on peut faire valoir que dans le secteur financier plus encore que dans d'autres, une concentration excessive est à l'origine de difficultés de commandement et rend presque ingérables les conflits d'intérêts inhérents à l'exercice de capacités multiples. On peut aussi souligner que la diversification des activités ne fait pas disparaître, bien au contraire, la spécificité des métiers et la nécessité, pour les exercer, de structures spécialisées. C'est pourquoi, tout en poussant indiscutablement à la constitution de grandes entités financières polyvalentes, elles laissent, à notre avis, toutes leurs chances, dans de nombreux domaines, à des établissements de moindre dimension.

2°/Parallèlement à la diversification de leur activité, les banques s'efforcent, par ailleurs, de réduire leurs coûts d'intermédiation.

Cette action passe à la fois par une réduction des coûts de gestion des moyens de paiement, que les réseaux bancaires sont les seuls intermédiaires financiers à supporter, et par une tarification plus exacte des services rendus, en ce domaine, à la clientèle.

Les nouvelles technologies ont, là aussi, permis des progrès sensibles dans deux domaines : celui des systèmes automatisés de compensation, et celui des moyens de règlement (cartes de crédit, distributeurs automatiques de billets, guichets automatiques de banque).

Mais, la technologie apparaît, de plus en plus, comme un argument concurrentiel dans la politique commerciale agressive que mènent les différents réseaux. La banque à domicile, les terminaux points de vente ou la carte multi services peuvent certes être à l'origine de réductions des coûts. Mais, ils sont surtout utilisés, comme des moyens d'améliorer les prestations offertes et de gagner des parts de marché, au même titre que les nouveaux produits d'épargne ou que les services boursiers.

Il est donc fort à craindre que l'âpreté de la concurrence interdise de tarifer plus exactement les services rendus, en ce domaine, à la clientèle, ce qui serait pourtant indispensable pour alléger le coût d'intermédiation supporté par les emprunteurs. L'exemple du retour des banques britanniques à la gratuité des comptes chèques est à cet égard inquiétant.

3°/ Enfin, les banques se sont efforcées de limiter les risques inhérents à leur activité.

Le risque de transformation a été réduit par le recours aux prêts à taux variables et par la consolidation du passif. Ainsi, dans la plupart des pays, les banques sont devenues les plus gros émetteurs d'obligations après l'Etat. Il convient toutefois de noter que cette évolution a généralement été favorisée par la réglementation des réserves obligatoires en Allemagne et de l'encadrement du crédit en France.

Quant au risque de marché, il a été couvert par appel aux nouveaux instruments de couverture et d'arbitrage (swaps, options, futures) dont les banques ont été les premières utilisatrices.

Enfin, le risque de crédit lui-même a été limité par la "mobiliérisation" c'est-à-dire par la transformation de crédit en titres négociables. Il est paradoxal, mais non surprenant, de constater que ce mouvement, qui participe de la désintermédiation bancaire, a été au moins partiellement voulu par les banques : il leur permet en effet d'améliorer leur liquidité et d'être moins directement impliquées en cas de défaillance de débiteurs.

On peut toutefois s'interroger sur la solidité de cette protection : d'une part, le marché a naturellement tendance à sélectionner les meilleurs débiteurs ce qui peut concentrer les plus mauvais risques sur les banques, d'autre part, le rôle d'intermédiaire financier des banques subsiste dans le montage et le placement des titres, mais aussi dans les garanties qu'elles sont, de plus en plus, amenées à donner aux entreprises. Or, ces garanties ont toute chance d'être amenées à jouer au moment où se présentent des difficultés et où le marché se trouve défaillant.

D'une manière plus générale, le risque que les banques ont cherché à éliminer se trouve simplement déplacé de leur bilan vers leur "hors bilan". En l'état actuel de la comptabilité bancaire, ce gonflement rapide des engagements hors bilan contribue à affaiblir la transparence et la lisibilité des bilans et à rendre plus difficile l'appréciation exacte du risque global supporté par les banques.

\*  
\*   \*  
\*

## L'ATTITUDE DES AUTORITES PUBLIQUES :

Face à ces mutations des systèmes financiers, les autorités publiques des différents pays se trouvent prises dans une dialectique de dérèglementation - re-règlementation, plus subtile que ne le donnerait à penser le libéralisme dominant.

1°/ La tendance qui l'emporte encore aujourd'hui est à la dérèglementation. C'est un facteur de mutation important, mais non totalement autonome. Les autorités ont, en effet, été en partie obligées de déréglementer pour atteindre trois objectifs.

D'abord, pour assurer l'égalité des conditions de concurrence entre intermédiaires financiers :

- Egalité entre banques et non banques dans la collecte de l'épargne : cet impératif a conduit, par exemple, à assouplir la réglementation Q des intérêts créditeurs aux Etats Unis, afin de permettre aux banques et Caisses d'épargne de résister à la concurrence des money market funds proposés par les courtiers.

- Egalité aussi dans les possibilités d'accès au marché : dans les pays où la régulation des marchés secondaires était réservée à certains professionnels (jobbers au Royaume Uni), le souci d'améliorer la liquidité du marché a conduit à l'ouvrir à d'autres intervenants ("dual capacity" dont l'introduction à Londres est un élément important du "big bang" ; régime de la contrepartie en France).

Les autorités ont également été conduites à déréglementer pour faire baisser le coût de l'intermédiation financière au profit des émetteurs ou des investisseurs. Tel est le sens de l'abolition des courtages minimum intervenue aux Etats Unis dans les années 1970 et qui constitue le deuxième élément du big bang londonien. Tel est également le but des mesures de libre négociation des commissions de placement des émissions et des courtages, pour les transactions importantes, prises en France en 1985.

Ces mesures permettent de maintenir - ou de renforcer - la compétitivité des places financières nationales par rapport aux euro-marchés ou aux marchés domestiques étrangers et donc d'éviter un détournement des transactions. Cela constitue, en soi, un troisième objectif de la dérèglementation. Cet objectif a inspiré les suppressions de retenue à la source sur les obligations domestiques détenues par des non résidents décidées successivement par les Etats Unis, l'Allemagne et la France. Il a également été à l'origine de la décision prise par les autorités allemandes d'autoriser les taux flottants et les zéros coupons.

Dans tous les cas, cette dérèglementation a eu pour effet d'aviver la concurrence, mais aussi parfois de ramener les marges à un niveau peu compatible avec le risque pris par les intermédiaires, ce qui crée un problème.

2°/ Parallèlement à ce mouvement de dérèglementation - qui n'est d'ailleurs pas achevé - les autorités publiques sont, de plus en plus, amenées à se poser le problème de la re-règlementation, ou plutôt de la définition de nouvelles règles du jeu mieux adaptées à la situation nouvelle. Cela pour deux séries de raisons :

- D'abord pour retrouver une maîtrise de la politique monétaire qui tend quelque peu à leur échapper.

Beaucoup des innovations introduites dans nos systèmes financiers perturbent la conduite classique de la politique monétaire. En affaiblissant la distinction entre monnaie et actifs financiers et en déstabilisant la vitesse de circulation de la monnaie, les nouveaux instruments d'épargne et de placement à court terme brouillent les agrégats monétaires généralement retenus comme objectifs ou indicateurs de cette politique. La substitution au crédit bancaire de titres négociables de créances à court terme remet en cause l'efficacité des techniques d'encadrement du crédit, abandonnées dès 1983 en Italie et en voie de l'être en France. Enfin, la gamme très étendue d'instruments dont disposent les banques pour gérer leur trésorerie risque de compromettre l'action sur et par la monnaie banque centrale.

C'est pourquoi, dans tous les pays, la politique monétaire s'oriente vers une action sur les taux d'intérêt par l'open market. Cette action est facilitée par le décloisonnement des marchés qui favorise la transmission des impulsions données par l'autorité monétaire sur les compartiments courts du marché. Mais son efficacité peut aussi être contrariée par le développement des taux variables et des autres instruments de couverture contre les risques de taux qui peuvent rendre les agents économiques moins sensibles, pour un temps au moins, aux variations de taux d'intérêt.

C'est pourquoi se répand le sentiment que la politique monétaire doit être complétée par d'autres instruments, notamment des exigences de couverture des risques pris, en et hors bilan, par des fonds propres suffisants. Compte tenu des difficultés croissantes que rencontrent les autres techniques, cette utilisation des ratios des fonds propres pourrait dans l'avenir constituer l'un des moyens les plus efficaces de contrôle monétaire. Il faut, sans doute, voir là une des raisons pour lesquelles les Banques centrales incitent, un peu partout, les banques à renforcer leurs fonds propres en émettant des actions ou des obligations subordonnées.

- L'autre raison tient à la nécessité d'assurer la protection des épargnants et la sécurité du système financier, nécessité qui constitue le deuxième motif de la "re-règlementation".

On peut, en effet, craindre que, malgré le foisonnement des nouvelles techniques, et peut être même à cause d'elles, cette protection et cette sécurité soient aujourd'hui moins bien assurées qu'elles ne l'étaient jadis, par l'intermédiation bancaire classique.

D'abord parce que les techniques de couverture contre les risques (notamment futures et options) sont aussi des instruments de spéculation, à fort effet de levier, qui peuvent accroître la volatilité des marchés et amplifier plutôt qu'amortir les effets d'un choc initial.

Ensuite, parce que, le risque financier étant en réalité inéliminable, les mutations récentes des systèmes financiers n'ont fait que le redistribuer, dans des conditions qui ne sont pas parfaitement

maîtrisées. Ainsi :

. les taux variables reportent le risque de taux sur des emprunteurs qui peuvent devenir insolvable en cas de forte remontée des taux : pays en voie de développement hier ; emprunteurs immobiliers demain ?

. la "sécuritisation" des dettes et des créances reporte le risque de signature sur l'épargnant ou l'investisseur final qui ne sont pas toujours suffisamment informés.

. elle ne fait cependant pas disparaître totalement le risque bancaire qui subsiste sous une forme potentielle (engagements hors bilan) ou virtuelle (garantie des intermédiaires tacitement attendue par la clientèle des épargnants).

Face à ces risques, les autorités publiques sont déjà, et seront plus encore demain, conduites à définir, en liaison avec les professions, de nouvelles règles du jeu tendant à renforcer la sécurité du système. Cela dans deux domaines au moins :

. D'abord l'information exacte des investisseurs et des épargnants tant sur la qualité des produits proposés que sur celle des signatures : c'est un domaine dans lequel les autorités de surveillance des marchés et les agences de rating ont un rôle important à jouer.

. Ensuite l'adaptation des règles de surveillance et de contrôle prudentiel imposées aux intermédiaires. Dans ce domaine s'impose un gros effort de coordination entre les organismes, publics ou professionnels, de surveillance des différents marchés et des différentes professions, effort qui est entrepris ou envisagé à Londres et dans d'autres pays européens. S'imposera également, de plus en plus, la nécessité d'obliger les différents intermédiaires - et pas seulement les banques - à respecter de stricts ratios de couverture, par des fonds propres, des risques pris, en ou hors bilan.

Mais, il est clair que, dans un contexte marqué par une concurrence de plus en plus vive entre les places financières nationales, de telles règles ne pourront être édictées, et permettre des progrès dans la voie de la sécurité, qu'au prix d'un minimum de concertation internationale.

\*  
\* \* \*



C'est dans cette perspective que doit, à notre avis, être situé le projet européen d'achèvement du marché intérieur dans le domaine des services financiers et des mouvements de capitaux. Ce projet ne pourra être mené à bien, dans des conditions acceptables pour la communauté et ses Etats membres, que s'il assure un équilibre adéquat entre la libéralisation et la définition de règles du jeu communes.

Une plus grande libéralisation des prestations de services financiers et des mouvements de capitaux au sein de l'Europe est, sans doute, nécessaire pour réaliser les objectifs que la communauté s'est assignée : en particulier pour renforcer la compétitivité des entreprises européennes en améliorant les services qui leur sont rendus en matière de financement et d'assurances, pour favoriser une allocation optimale de l'épargne et pour constituer un pôle financier européen susceptible de faire contrepoids aux pôles japonais et américain. Elle est rendue, par ailleurs, inéluctable par l'internationalisation croissante des activités, opérations et institutions financières. Celles-ci doivent, sans doute, pouvoir s'appuyer sur un marché intérieur élargi pour renforcer leurs chances dans la compétition internationale. Ceci est particulièrement vrai des bourses de valeurs dont le décroissement contribuait à accroître la profondeur et la liquidité des marchés européens.

Mais cette libéralisation doit être progressive et équilibrée.

- Progressive car il convient d'adapter son rythme aux capacités d'absorption des systèmes financiers nationaux, déjà soumis à d'amples mutations et à une vive concurrence internationale : c'est un domaine dans lequel on ne peut courir le risque de déstabilisations brutales, risque accru par les nouvelles capacités d'arbitrage des agents.

- Equilibrée car, pour donner à chaque système les chances d'exploiter ses atouts qui se situent souvent dans des secteurs différents selon les pays, il faut conduire la libéralisation sur plusieurs fronts, parallèlement et non successivement. A cet égard, il convient de rappeler que l'intermédiation bancaire classique conserve son rôle et sa place dans le financement de l'économie : le balancier de l'histoire, aujourd'hui orienté dans le sens du développement des marchés, peut encore évoluer vers un autre point d'équilibre.

Mais surtout la libéralisation n'est pas envisageable sans la définition de règles du jeu communes tant en matière de protection de l'épargnant que, dans certains cas, en matière fiscale. Il serait à craindre, en effet, qu'une libéralisation sauvage conduise progressivement les Etats membres à aligner leurs réglementations en ces domaines par le bas, au détriment de la sécurité des investisseurs et en plaçant les Trésors nationaux dans des situations inextricables.

Il est capital, de ce point de vue, que la libre circulation des produits financiers soit accompagnée d'une harmonisation minimale des règles de surveillance et normes prudentielles applicables aux intermédiaires. A défaut, il serait impossible d'appliquer, sur la base de la reconnaissance mutuelle, le principe du "contrôle par le pays d'origine" souhaité par la commission. Il est non moins important de lier la libéralisation de certains services, comme ceux d'assurance dommages, à des dispositions tendant à réduire ou à neutraliser, au niveau des entreprises clientes, les distorsions de fiscalité indirecte existant entre les Etats membres.

Cette tâche demandera beaucoup d'efforts : elle amènera certains Etats à assouplir, d'autres à durcir les règles actuellement applicables dans tel ou tel domaine. Les mutations rapides auxquelles sont déjà soumis les systèmes financiers peuvent, à certains égards, faciliter ces adaptations des réglementations, à d'autres, les rendre plus difficiles. Mais le succès est à ce prix. L'Europe ne peut se permettre de sacrifier la protection des investisseurs et la sécurité des systèmes financiers à ce qui deviendrait alors un dogme de la libre concurrence sans contrainte ni contrôle.

Nous savons tous, depuis 1929, à quelles issues peuvent conduire, en particulier, des pyramides d'engagements, de crédits et de risques échafaudées sur des bases de fonds propres trop étroites. Si la communauté européenne est synonyme de progrès, ce ne peut être qu'en tirant les leçons de l'histoire, non en en répétant les erreurs. Ce ne peut être également qu'en recherchant entre les Etats membres le plus grand, et non le plus petit, dénominateur commun.

\*  
\*   \*  
\*

**ANNEXES**

---

**TABLEAU I**

**RATIO D'INTERMEDIATION**

	<u>1979</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
Etats-Unis .....	76	42	48	63	ND
France .....	80	78	71	62	59
Italie .....	62	39	30	ND	ND
RFA .....	95	79	80	82	ND
Royaume-Uni .....	62	81	62	75	ND

T A B L E A U II

BALANCE COURANTE EN % DU PNB

	1970	1974	1977	1980	1982	1984	1985
Pays exportateurs à hauts revenus	+ 15,7%	+51,5%	+26,3%	+31,4%	+20,1%	-	-
Tous pays en développement	- 2,6%	-2,3%	-2,6%	-3,3%	-4,8%	-1,8%	-
Pays en développement importateurs de pétrole	-2,5%	-3,9%	-2,1%	-4,6%	-4,2%	-2,1%	-
Europe des 10	+0,5%	-1,0%	+0,1%	-1,3%	-0,6%	+0,1%	+0,5%
USA	+0,2%	0,3%	-0,7%	+0,2%	-0,2%	-2,8%	-3,4%
Japon	+1,0%	-1,0%	+1,6%	+1,1%	+0,7%	+2,8%	+3,5%

**TABLEAU III**

**PAIEMENTS D'INTERETS DES ADMINISTRATIONS  
PUBLIQUES (EN % DU PIB)**

(source BRI 1985)

	RFA	FRANCE	ITALIE	UK
1973	1,1	0,8	2,5	3,7
1983	3,0	2,6	9,1	4,8
1984	3,0	3,0	9,8	5,1

**TABLEAU IV**

**CAPACITE OU BESOIN DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS  
PUBLIQUES (EN % du PIB)**

	RFA	FRANCE	ITALIE	UK	EUROPE 10
1970-1973	+ 0,2	0,8	- 5,8	0,1	- 0,8
1974-1975	- 3,5	- 0,7	- 9,9	- 4,2	- 3,2
1976-1979	- 2,8	- 1,0	- 9,1	- 4,0	- 3,9
1980-1983	- 3,2	- 1,9	- 11,2	- 3,2	- 5,0
1984-1985	- 1,6	- 3,0	- 13,6	- 3,6	- 5,2

**TABLEAU V**

**ACQUISITIONS NETTES D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES ENTREPRISES**  
**(Source OCDE)**

	FRANCE (Mds F.)	RFA (Mds DM)	ITALIE (1000 Mds livres)	GB (Mds livres)
1980	78,0	37,7	11,9	7,3
1983	152,5	62,8	29,1	12,6
1984	136,2	56,9	35,0	9,2

TABLEAU VI

TAUX D'EPARGNE DES MENAGES

	1975	1980	1984
France	18,6	14,9	13,4
Italie	26,5	22,0	23,0
RFA	14,0	12,9	11,5
Royaume Uni	11,2	14,8	11,5



**Différences de structure et de compétitivité  
dans les industries de services financiers en Europe**

**H. Geiger**

*Groupement des Caisses d'Epargne de la C.E.E., Bruxelles*



L'orateur qui m'a précédé vous a déjà brossé un remarquable tableau des tendances évolutives intervenant dans le secteur financier européen. Je voudrais tenter d'approfondir quelques aspects intéressants de ce vaste sujet.

L'on assiste depuis un certain temps à une vague internationale de libéralisation des services financiers à laquelle la Commission des CE a contribué par ses propositions de libéralisation des mouvements de capitaux intra-communautaires qui subissent encore des contraintes. A l'aide de mesures nationales de déréglementation et de diverses innovations financières et techniques, l'on en est venu à une globalisation des marchés financiers et à une intensification de la concurrence mondiale favorisée par les moyens modernes de la télécommunication.

Dans mon exposé, je ferai la distinction entre

- les acteurs,
- les produits, et
- les places.

Concernant les acteurs, je tenterai de situer les diverses branches des activités de services. Ce n'est en effet pas un hasard si l'on parle volontiers aujourd'hui de supermarchés financiers, et la Commission des CE suit ce phénomène à la trace.

Au sujet des produits, je voudrais aborder certaines innovations financières, sans pour autant négliger les instruments traditionnels qui n'ont bien sûr pas disparu du jour au lendemain. Il est un fait que les nouveaux produits procurent quelques maux de tête aux autorités de surveillance des établissements financiers; aussi parle-t-on non plus de déréglementation, mais plutôt d'une "reréglementation" puisque les autorités désirent à nouveau maîtriser la situation.

La comparaison des places financières de la Communauté constitue un problème particulier. Il est sensiblement plus facile d'obtenir des statistiques financières pour le groupe des sept principaux pays industrialisés occidentaux que pour les douze pays de la Communauté qui, en ce domaine, se trouvent à des stades tout différents d'évolution. A cette occasion, je m'adresse à l'Office Statistique des Communautés Européennes pour l'engager à dresser des statistiques financières plus actuelles et plus étendues pour les pays de la CE. Ma fédération européenne s'acquitte depuis longtemps de pareille tâche pour le secteur des caisses d'épargne en fournissant des données détaillées de la première utilité pour les établissements de nos réseaux.

## Les branches

Pour commencer par les établissements de crédit, je signalerai que la liste des établissements agréés au sens de la première directive de coordination bancaire de 1977 constitue un instrument parfait, parce que complet, donnant la composition des divers réseaux bancaires des Etats membres. Cet inventaire publié dans le Journal Officiel des CE et mis à jour tous les semestres ne comporte pas encore pour la fin 1984 les deux nouveaux Etats membres que sont devenus l'Espagne et le Portugal. Autre lacune : les exclusions de la liste, temporairement comme les caisses d'épargne irlandaises, ou définitivement comme les mutuelles néerlandaises et les services bancaires postaux qui recueillent pourtant en moyenne communautaire quelque 8,5 % des dépôts des non-banques. Dans la plupart des pays, les principaux réseaux sont formés par les banques commerciales, les caisses d'épargne et les banques coopératives. On ne signale de groupes particuliers d'instituts publics de crédit qu'en Belgique et au Luxembourg et de banques hypothécaires qu'au Danemark, en Allemagne Fédérale, en Italie, au Luxembourg et aux Pays-Bas. Les caisses d'épargne-construction forment au Royaume-Uni le seul réseau mentionné en juxtaposition de celui des banques. Sont classés sous "autres établissements" généralement des entreprises spécialisées et des instituts de crédit à tempérament. En ajoutant à l'inventaire les services bancaires de la poste, on obtient des images très contrastées dans chacun des pays concernées.

Concernant les séparations catégorielles, l'on a longtemps connu la différence entre les pays à système de banque universelle et ceux à stricte séparation entre banques de dépôts et banques d'affaires. Pour ces derniers, le passage au système de la banque universelle est déjà une profonde déréglementation. Dans les pays à système de banque universelle, la déréglementation représente en revanche une rupture d'autres formes de divisions catégorielles - et particulièrement dans le domaine de la clientèle - et une extension de l'offre de services, notamment aux assurances. Toute "dérégulation", indépendamment de la forme juridique - publique ou privée - des établissements de crédit, renforce toutefois la tendance à la banque universelle. Même s'il existera toujours des établissements spécialisés, la tendance à transiter vers le type de la banque universelle est indéniable. Mais avec des gammes de services et d'opérations grandement similaires, les divers réseaux bancaires n'en vont pas moins poursuivre leur spécialisation par ciblage de leurs clientèles afin de défendre leurs positions sur le marché.

Pour les autres branches de services financiers, il importe de déterminer si elles sont en réelle compétition avec les établissements bancaires ou si elles constituent simplement avec ceux-ci de plus grands conglomerats financiers. Les entreprises d'assurances sont via un contrôle distinct rigoureusement séparées des entreprises bancaires. En application des directives communautaires, un clivage a dû être opéré au sein d'établissements de crédit et d'assurance; je n'en prends pour exemple que le cas en Belgique de la Caisse Générale d'Epargne et de Retraite à laquelle ont été imposés des directoires distincts pour ses deux missions essentielles. En principe, les compagnies d'assurances sur la vie et les fonds de pension d'entreprises opèrent en concurrence avec les établissements de crédit sur le marché de l'épargne financière des ménages. Mais grâce à de nouveaux produits comme les plans d'épargne avec couvertures d'assurances ou les assurances sur la vie avec participation dans des fonds de placement en valeurs mobilières, l'on a favorisé la coopération entre les deux branches en compétition. Si la tendance favorable aux supermarchés financiers ne fléchit pas, elle ne

s'arrêtera, à mon estime, pas aux entreprises d'assurances, d'autant plus que celles-ci seront par l'ouverture du marché commun des assurances soumises à une plus forte pression concurrentielle.

Les bourses de valeurs, marchés organisés de transactions financières déterminées, gagnant en importance par la garantie croissante sur titres de capital-risque et de crédits, c.à.d la "secrétisation" anglo-saxonne ou "titralisation". Au cours des dernières années, les entreprises de toutes dimensions ont retrouvé le chemin de la bourse et celle-ci a exploité ce regain de faveur en créant un second marché. Même les bourses régionales qu'on disait moribondes ont refléuri. Mais les bourses ne se font pas seulement concurrence au plan international, elles doivent aussi lutter contre des détournements de trafic, le monopole boursier n'étant pas la règle dans la Communauté. Le prototype du marché hors bourse pour des raisons de coûts est notamment celui du Danemark. Dans d'autres pays, les impôts sur les opérations boursières font obstacle à l'expansion. Avec des succès divers, établissements de crédit et entreprises de courtage ont informatisé le traitement des opérations, ce qui revient à créer des marchés qui, pour des sortes déterminées de titres, ne sont pas conditionnés par les heures d'ouverture et les règles en usage dans les bourses. Les bourses ont réagi par des innovations, dont je ne rappellerai que les opérations d'options et les "financial futures" comme les MATIF (marchés à terme d'instruments financiers). Et l'on mettra en exergue à ce propos le "London International Financial Futures Exchange" et l'"European Options Exchange" à Amsterdam. Pourtant, les bourses de valeurs des pays de la Communauté sont encore divisées en deux groupes, les "bourses bancaires" et les "bourses à courtiers". Là où les agents de change ont conservé le monopole des opérations boursières, comme en France ou en Belgique, les établissements bancaires s'élèvent toujours davantage contre leur interdiction d'accès direct à la bourse alors qu'ils se chargent de familiariser leur clientèle avec le commerce de titres.

La "dérégulation" londonienne a résolu le problème sur un mode libéral au Royaume-Uni ainsi qu'en Irlande pour les bourses affiliées à Londres; dans d'autres pays, la pression exercée contre le monopole des courtiers ira aussi en augmentant.

Un secteur en expansion accentuée pour les intermédiaires financiers est celui des fonds communs de placement. Le Groupement des Caisses d'Épargne de la CEE a rédigé cet été un mémorandum dont il ressort que les fonds d'investissement des réseaux des caisses d'épargne des 12 pays de la Communauté gèrent un patrimoine total de plus de 15 milliards d'ECU. Les leaders en Europe de l'épargne-investissement sont de loin les Français, suivis des Britanniques et des Allemands, alors que par tête, les Néerlandais occupent le second rang. Mais c'est en Italie que l'on connaît aujourd'hui l'essor le plus éclatant, où les fonds communs de placement n'ont droit de cité que depuis deux ans; ce succès entraîne toutefois des résultats négatifs dans l'épargne sur comptes. Les nouvelles directives communautaires donneront un nouvel élan à cette forme d'épargne bien qu'elles ne s'appliquent qu'aux organismes de placement collectif de valeurs mobilières; les fonds de créances monétaires, immobiliers ou mixtes du type ROBEKO, continueront encore temporairement à suivre des voies autonomes. L'on mentionnera enfin, outre ces fonds ouverts au public, les fonds spéciaux réservés aux investisseurs institutionnels qui jouent un rôle non négligeable en Allemagne fédérale.

Autres branches du secteur financier : les agents de change, les conseils en placement et les gérants de fortunes. Les statuts des courtiers de change

diffèrent sensiblement dans les pays de la Communauté, puisque dans certains pays ils bénéficient du monopole boursier et que dans d'autres, ils sont concurrencés par les services "titres et émissions" des établissements bancaires. Le conseil en placement et la gestion de fortunes sont également des professions libérales concurrençant les établissements de crédit et les agents de change, en particulier dans la conquête d'une clientèle aisée. Le rôle de ces branches hétérogènes est à mon avis d'aiguillonner les établissements financiers par l'exploitation de certains créneaux du marché. Il faut dès lors saluer dans l'intérêt de la protection de l'investisseur la démarche de la Commission des CE qui entend édicter une directive régissant les conseils en investissement et les placements atypiques.

Les sociétés de crédit-bail, d'affacturage et de participation au capital, et plus particulièrement au capital-risque, sont des entreprises financières spécialisées que l'on rencontre aujourd'hui dans tous les Etats membres. Qu'elles soient indépendantes ou filiales d'établissements de crédit, elles constituent toujours un complément indispensable à leur service à la clientèle. Leur propagation dans les Etats de la Communauté varie en fonction du degré de développement du secteur financier.

Comme dernier groupe, également très hétérogène, je citerai les émetteurs de cartes, à savoir tant les cartes de crédit que les cartes de guichets automatiques et les cartes de garantie. Sur ce terrain, la concurrence joue entre les établissements bancaires et les "quasi-banques". En Europe tout particulièrement, les établissements de crédit ne ménagent pas leurs efforts pour aligner leur stratégie face aux sociétés exclusivement émettrices de cartes. Et l'on a déjà parcouru un bon bout de chemin avec l'Eurochèque à large acceptation et dont la carte de garantie s'adjoint progressivement la fonction d'accès aux distributeurs automatiques de billets de banque et un jour aux terminaux de points de vente. La situation est toute différente pour les cartes de crédit du fait qu'Eurocard-Mastercard, VISA, AMEXCO et Diner's Club sont régis par des systèmes à structures dissemblables, dans lesquelles les banques, les quasi-banques et les non-banques exercent des fonctions différentes. Il faut encore mentionner les cartes-clients des non-banques telles les grandes surfaces et les sociétés de vente de carburant qui tentent pour certaines fonctions de paiement de se substituer aux établissements de crédit. Ce qui est inquiétant, c'est que les quasi-banques et les non-banques ne sont pas assujetties au contrôle rigoureux des établissements de crédit, ce qui fausse la concurrence. J'en appelle à la Commission des CE pour qu'elle accélère ses travaux préparatoires de réglementations appropriées dans ce domaine.

Pour résumer, je dirais que le tableau des acteurs du secteur financier est encore très dissemblable d'un pays à l'autre de la Communauté. Mais on peut s'attendre au cours des prochaines années à ce que par l'effet de l'interdépendance internationale croissante du marché intérieur, le secteur financier progressera également jusqu'à combler les dernières lacunes existant encore dans les Etats membres.

### **Les produits**

Ce n'est pas que pour les acteurs du secteur financier qu'il faut noter des écarts entre les Etats membres, mais également pour les services offerts. L'on trouve presque partout les produits de base tels que dépôts, crédits, titres, garanties ainsi que diverses formes de paiement en espèces, scripturales et électroniques, les différentiels étant plutôt graduels.

Dans la foulée de la baisse généralisée des taux d'intérêt par exemple, la pression sur les marges s'est accentuée ces deux dernières années. Parallèlement a fléchi la propension des investisseurs à s'engager à long terme. La réaction des clientèles et des établissements financiers fut on ne peut plus divergente. C'est ainsi qu'au Royaume-Uni les caisses d'épargne-construction ont rémunéré des dépôts pratiquement à vue à des taux proches de ceux du marché monétaire. En France, où la rémunération des dépôts en compte courant est interdite, le crédit agricole recommanda à ses déposants de se tourner vers des fonds investissant dans le marché monétaire. En Italie, où les dépôts à vue ont de longue date bénéficié de taux d'intérêt proches de ceux des dépôts d'épargne, l'on a néanmoins enregistré des arbitrages massifs de dépôts vers les fonds d'investissement afin de bénéficier au surplus de la hausse des cours boursiers. En Belgique et en Allemagne fédérale en revanche, les établissements de crédit se montrèrent plutôt conservateurs, laissant le soin à la clientèle de solliciter des placements à haute rémunération. Mais il existe une différence capitale entre ces pays, à savoir que les comptes-chèques ne donnent pratiquement pas encore lieu à des commissions en Belgique, alors qu'en Allemagne la pratique du prix du service est déjà largement répandue.

J'ai voulu vous montrer à quel point la stratégie des établissements bancaires et les réactions de la clientèle divergent d'un pays à l'autre. Les diverses habitudes d'investissement, d'endettement et de paiement sont trop enracinées dans les populations des Etats membres pour espérer une transformation radicale ou même un rapprochement européen au cours d'une seule génération. Mais l'essentiel me paraît être la mise en place de l'infrastructure nécessaire à des développements modernes équilibrés. J'entends par exemple par là que les touristes devraient pouvoir accéder dans tous les Etats partenaires aux distributeurs automatiques de billets. J'entends également que pour la clientèle européenne la souscription de valeurs mobilières espagnoles ou danoises ne devrait pas être plus compliquée ou plus coûteuse que pour l'achat de titres américains ou japonais. En matière de services financiers, on doit pouvoir à l'avenir bénéficier de plus en plus d'une commodité qui fera accepter par la clientèle la nécessité du paiement de commissions. Plutôt que de faire la queue au guichet pour être servi gratuitement, le client accepte sans difficulté de payer la redevance d'une carte d'accès aux distributeurs automatiques. La diffusion de distributeurs automatiques de billets et d'imprimantes de relevés de compte ainsi que dans plusieurs pays de terminaux de vente de carburant a connu un succès rapide. La réduction des opérations de routine augmente la capacité de conseil dans les agences, pourvu que le personnel reçoive une formation appropriée. La phase suivante pour les ménages sera le "home-banking" ou service bancaire à domicile, dont la propagation dépendra d'un tarif acceptable des télécommunications.

Bien évidemment, les particuliers ne sont pas seuls à bénéficier du développement des produits, cela vaut aussi pour les entreprises et les pouvoirs publics. D'une part je citerai le "cash management" ou gestion de la liquidité qui permet une disposition financière quotidienne optimale. D'autre part, je relèverai que sur les marchés financiers internationaux, l'on noue aujourd'hui des "colis" de crédits flexibles car les différentiels de taux monétaires permettent d'offrir des conditions individuelles adaptées. L'on voit ainsi sans cesse apparaître de nouvelles combinaisons.

Les autorités de surveillance ont bien du mal avec les nouveaux produits, mais aussi avec les outsiders qui les offrent. La tendance à la "reréglementation" dont je parlais au début est une suite de la désintermédiation croissante des établissements financiers. Certaines places financières ten-

tent simultanément de créer des facilités bancaires internationales afin de lutter contre les traditionnels centres off-shore. Une conséquence tout à fait typique des nouveaux instruments financiers sur le marché des rentes fut la suppression du calendrier mensuel d'émission des emprunts en DM au profit de notifications bimensuelles.

### Les places financières

Que la présence physique des établissements financiers demeure encore indispensable en dépit des plus modernes télécommunications est démontré par l'augmentation du nombre d'implantations à l'étranger. Si de-ci de-là le nombre d'agences domestiques fléchit, en particulier à la suite de fusions bancaires, la nécessité d'une présence à l'extérieur sous forme de bureaux de représentation, de succursales ou de filiales se fait sentir toujours davantage. Et la compétition entre places financières ne fait que croître pour gagner les faveurs de banques étrangères en leur offrant de nouvelles facilités ou, comme dans les pays refermés sur eux-mêmes qu'étaient par exemple le Portugal et le Danemark, en rendant leurs territoires graduellement accessibles aux établissements étrangers.

Pour l'Europe des Dix, la liste déjà citée des établissements de crédit agréés est l'unique inventaire officiel des implantations des banques étrangères. Mais cette liste n'énumère avec précision que les succursales bancaires étrangères et non pas les banques filiales majoritairement ou partiellement aux mains d'instituts étrangers. Il ressort toutefois clairement de ce répertoire que Londres demeure la première place bancaire de la Communauté. Les implantations étrangères à Francfort et à Paris ne représentent qu'un quart de ce que renferme Londres. L'Allemagne fédérale présente la particularité qu'un cinquième des succursales étrangères ont choisi non pas Francfort, mais Hambourg, et un dixième Dusseldorf. Vous vous étonnerez de ne pas trouver Luxembourg dans ce groupe de tête, mais l'étranger y est principalement représenté par des banques de droit luxembourgeois; concernant les succursales étrangères, le groupe moyen est constitué de Milan, Bruxelles, Amsterdam et Athènes. Il faut remarquer que, à en croire l'inventaire, Athènes héberge plus d'établissements de crédit étrangers que domestiques. Au bas de l'échelle des Dix se classent Copenhague et Dublin. En ce qui concerne les deux nouveaux Etats membres, Madrid devrait appartenir au groupe central et Lisbonne au groupe inférieur. Pour établir un classement, il faudrait également compter les bureaux de représentation, puisqu'au bout de quelques années ceux-ci sont souvent transformés en succursales. L'importance d'une place internationale ne se mesure pas uniquement à la quantité d'implantations, mais également à certaines spécialisations. Luxembourg est par exemple devenue la plaque tournante des financements en ECU. Francfort a récemment fait un saut qualitatif en ouvrant aux établissements bancaires étrangers opérant en Allemagne fédérale un quota de 20 % dans le consortium d'émission pour le compte de l'Etat fédéral.

Hormis la classification des places bancaires, celle des places boursières est évidemment aussi très instructive. Mais là, il faut distinguer en deux sous-groupes en fonction de l'importance comme bourse d'action et de l'importance comme bourse de titres à revenu fixe. L'on dispose pour les transactions en actions de données relatives à l'exercice 1985. D'après celles-ci, les huit bourses allemandes groupées dépassent pour la première fois le London Stock Exchange, qui constitue également une association des bourses nationales à laquelle s'est aussi affiliée celle de Dublin. Après les places financières d'Allemagne fédérale et du Royaume-Uni, on trouve, mais à distance respectable, Paris, Amsterdam et Milan formant la catégorie moyenne. Le volume d'opérations sur actions traitées à Paris représente le quart



de celui de Londres. Le troisième groupe est mené par les bourses espagnoles talonnées par Bruxelles et s'achève par Copenhague et Luxembourg. Mais, toujours pour 1985, les bourses espagnoles n'atteignirent qu'un quart du volume réalisé par Milan.

Le classement des bourses apparaît tout différent lorsqu'on se base sur la valeur nominale des titres à revenu fixe inscrits à la cote. Selon les données de 1985, c'est Luxembourg qui occupe les sommets avec plusieurs longueurs d'avance. Suivent de loin les bourses allemandes et Londres. Et à bonne distance de celles-ci se situent ensuite Milan devant Paris. L'ordre est également différent de celui des bourses d'actions pour le troisième groupe, puisqu'ici Copenhague se classe largement devant Amsterdam, Bruxelles et Madrid/Barcelone.

L'on peut imaginer d'autres critères encore de classement des places financières, notamment les volumes d'opérations monétaires entre les établissements de crédit ou les sommes des quotas consortiaux. Les places financières de la Communauté rivalisent encore de spécialités qui ne disparaîtront pas très rapidement. L'importance de la localisation des places risque toutefois de diminuer lentement si les transferts électroniques de valeurs permettant leur traitement 24 heures sur 24 devaient à l'avenir se faire une place au soleil.

### **Conclusions**

Vouloir, après ces quelques exemples, tirer des conclusions de valeur générale sur l'avenir des branches des services financiers en Europe me paraît une entreprise malaisée. Aussi, permettez-moi d'avancer simplement quelques thèses dont j'espère qu'elles pourront être jaugées par des experts dans les groupes de travail du colloque :

1. Les structures figées du secteur financier se sont assouplies ces dernières années, notamment à la suite de concentrations, mais elles ont également permis l'émergence de nombreux outsiders.
2. Les multiples innovations financières et les progrès techniques accélérés dans l'automatisation des paiements et dans les télécommunications ont engendré de nouveaux produits et donc de nouveaux positionnements sur le marché. Ici également, l'évolution va bon train.
3. Les organes de surveillance du secteur financier ne peuvent que suivre ces développements en y réagissant avec vigilance. Confrontées à une stratégie dominante de dérégulation, les autorités de contrôle tentent à l'aide de mesures de "rerégulation" de protéger la système financier contre les déconfitures.
4. La concurrence entre les acteurs des marchés financiers se développe dans plusieurs directions. Dans certains Etats membres, le démantèlement des cartels de taux d'intérêt devrait ouvrir la voie à une concurrence sur les prix, alors que dans d'autres qui ont déjà brûlé cette étape, l'on est en train de vivre une intensification de la concurrence sur les services. D'importantes différences se maintiendront donc encore longtemps en matière de rendement dans les pondérations entre marges d'intérêts et excédents de commissions.

ANNEXE

**Nombre de succursales d'établissements bancaires  
étrangers dans les pays de la CE**

**au 31.12.1984**

B	28
DK	6
D	62
GR	19
F	59
IRL	6
I	34
L	18
NL	20
GB	241
<hr/>	
CE (10)	493

Source : JOCE N° C 346 du 31.12.1985.

ANNEXE

Volumes d'affaires en actions des principales bourses  
des pays de la CE en 1985

- mrd\$ dollars US -

Bourses allemandes	94
Londres	76
Amsterdam	20
Paris	20
Milan	14
Madrid/Barcelone	4
Bruxelles	4
Copenhague	0,3
Luxembourg	0,07

---

Source : Fédération Internationale des Bourses de Valeurs

ANNEXE

**Valeur nominale des titres à revenu fixe  
cotés aux principales bourses des pays de la CE fin 1985**

- mrd\$ dollars US -

Luxembourg	539
Bourses allemandes	423
Londres	329
Milan	173
Paris	172
Copenhague	103
Amsterdam	66
Bruxelles	51
Madrid/Barcelone	42

---

Source : Fédération Internationale des Bourses de Valeurs.

# **Structures économiques et innovations financières**

**M. Aglietta**

*Université de Paris-Nanterre, Nanterre*



## S O M M A I R E

### I. L'INNOVATION FINANCIERE SOUS L'EMPIRE DES TRANSFORMATIONS DE L'ECONOMIE MONDIALE.

I.1. Interdépendances macroéconomiques, déséquilibres financiers et intégration financière.

I.2. Financiarisation des économies ou financement des investissements productifs ?

I.3. Une intermédiation financière plus fragile ?

### II. UN APERCU DES TENDANCES MAJEURES DE L'INNOVATION FINANCIERE DANS LES QUATRE GRANDS PAYS EUROPEENS.

II.1. Allemagne : une sérénité imperturbable.

II.2. France : une réforme globale au service de la concurrence.

II.3. Italie : maîtriser le financement de la dette publique.

II.4. Royaume-Uni : tout pour que la City garde son rang.

CONCLUSION. Les obstacles à une intégration financière de l'Europe

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

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

La première raison pour laquelle on voit des innovations partout est que dans les milieux financiers on a une vue courte. Le dynamisme récent des obligations internationales n'est une innovation que si l'on a oublié que c'était la technique usuelle du financement international à la fin du XIXe siècle. La fièvre boursière, stimulée par les arbitrages sur options et le carrousel des acquisitions sauvages d'actions financées par dette, n'est qu'un piètre "remake" de la spéculation des années vingt, jouée à cette époque avec les mêmes instruments et avec les résultats que l'on sait. Les crédits à taux variables ne sont que



la procédure évidente devant une inflation rapide et volatile. Elle était bien connue des marchands-banquiers du XVIIe siècle, qui poussaient le raffinement plus loin en dissimulant les taux d'intérêt dans les taux de change.

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

La non prise en compte de la dimension "systémique" de la finance est à l'origine de l'indigence des théories microéconomiques de l'innovation. Qu'elles s'appellent théorie de la contrainte ou de la demande de caractéristiques, elles souffrent, outre de ne s'appuyer que sur l'expérience des pays anglo-

saxons, d'une formulation abstraite qui permet d'appeler innovation n'importe quelle adaptation d'un agent à la modification de son environnement. Comme de telles adaptations sont présumées obéir à un comportement rationnel, ou en conclut, en oubliant allègrement les externalités, que la situation pour cet agent, et donc pour le système, est meilleure après l'adaptation qu'avant. Tous les changements qui se produisent dans le marché sont ipso facto des progrès.

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

Il est plus facile de poses ces questions que d'y répondre. Néanmoins le fait de les poser, si on les croit pertinentes, plaide pour une démarche structurelle et globale dans l'analyse des innovations financières. On se contentera d'évoquer quelques points dans une perspective européenne. D'abord les principaux facteurs d'innovations financières des années quatre vingt viennent des transformations dans les relations internationales. Que de techniques et produits financiers sophistiqués qui ne sont que des palliatifs imparfaits aux carences du système monétaire

international ! Ensuite les pays européens subissent différemment ces influences, car leurs structures économiques sont hétérogènes, ainsi que les soucis principaux de leurs dirigeants. Enfin, on soulignera en conclusion que les transformations en cours dans les systèmes financiers sont pour l'Europe des enjeux qui ne peuvent être relevés que par des politiques compatibles au sein de la Communauté.

## I L'INNOVATION FINANCIERE SOUS L'EMPIRE DES TRANSFORMATIONS DE L'ECONOMIE MONDIALE.

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

Aussi séduisante soit-elle et flatteuse pour les innovations financières récentes, cette argumentation ne tient pas. Remarquons incidemment que dans les années soixante dix, on avait une explication pour justifier l'expansion du crédit bancaire international. La brutale augmentation de l'épargne mondiale, consécutive à la hausse du prix du pétrole, et la forme liquide que les nouveaux épargnants désiraient lui donner, ne pouvaient être satisfaites que si les banques trouvaient des agents prêts à s'endetter pour les montants correspondants. La concurrence bancaire pour des prêts qui permettaient au système

bancaire international de capter à coup sûr les dépôts pétroliers et de les redistribuer par le marché interbancaire, suffisait à faire descendre les taux d'intérêt réels à des niveaux voisins de zéro, voire négatifs. On trouvait alors très efficace ce "recyclage", sans se soucier de l'accumulation des dettes et de l'usage des prêts.

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

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

I - 1 Interdépendances macroéconomiques, déséquilibres financiers et intégration financière.

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

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

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

- A partir de 1983, la force dominante sur les marchés financiers en dollars fut le remodelage complet de la structure de l'équilibre épargne-investissement dans le monde, sans que la politique monétaire américaine ait complètement cessé d'être restrictive. La floraison de nouveaux instruments financiers, dont ont bénéficié les marchés du dollar après 1982, trouve sa raison d'être dans les nouvelles conditions d'équilibrage de ces

marchés. Du côté de l'émission des dettes, le Trésor et les sociétés privées des Etats-Unis sont devenus les seuls pôles débiteurs dynamiques à la place des emprunteurs publics ou à garantie publique du Tiers Monde. Du côté de la détention des actifs, les investisseurs institutionnels japonais et les institutions financières européennes (principalement allemandes) ont remplacé les organismes gouvernementaux de l'OPEP.

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

Les changements de la structure financière internationale n'ont pas manqué de modifier en retour les canaux de l'interdépendance macroéconomique, en développant ce qu'il est convenu

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

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

Ces dernières observations sont d'une grande portée. La corrélation entre les courbes de rendement dans leur totalité, non plus seulement entre les taux à court terme des marchés financiers de différentes devises, signifie que les profils des

anticipations de taux de change, implicites dans la comparaison des courbes de rendement, deviennent cohérents dans les différents marchés et l'emportent sur les facteurs propres à chaque pays dans l'évolution des taux d'intérêt. Une corrélation étroite des courbes de rendement veut dire que les marchés, lorsqu'ils anticipent une variation durable dans le même sens des taux de change par rapport au dollar, s'attendent que les politiques monétaires ne puissent durablement diverger. En outre, les courbes de rendement se positionnent de manière telle que les

niveaux des taux d'intérêt réels convergent dans tous les pays qui mènent les mêmes politiques budgétaires restrictives, l'écart avec les Etats-Unis résultant de la polarisation des politiques budgétaires et permettant le transfert massif aux Etats-Unis de la richesse financière privée étrangère. Cette tendance à l'alignement des niveaux de taux d'intérêt réels à long terme est une contrainte de l'intégration financière qui n'était observée ni dans le système de Bretton Woods ni dans l'économie d'endettement international des années soixante dix. Elle signifie que l'ajustement des portefeuilles financiers tend à réduire les écarts de rendements réels entre les marchés, quel que soit le régime des changes. L'autonomie des politiques économiques nationales est drastiquement limitée.

## I - 2 Financiarisation des économies ou financement des investissements productifs ?

L'élévation générale des taux d'intérêt réels à long terme, provoquée par les déséquilibres financiers entre les grands pays, ne laisse pas d'être inquiétante devant les besoins de financement du progrès technique. Car l'investissement industriel s'est orienté de plus en plus vers l'innovation de produits, la conquête de marchés nouveaux et la rationalisation des procédés techniques pour répondre au durcissement de la concurrence internationale. Or les investissements d'innovation, qui



changent la structure du capital productif d'une économie, requièrent de toutes autres stratégies financières que les investissements de routine, qui reproduisent et élargissent une structure productive disposant d'un ensemble donné de techniques. Il faut entreprendre des investissements plus risqués, dont les horizons sont plus longs et où les ressources immatérielles (main d'oeuvre qualifiée, dispositifs de R et D, implantations commerciales, capacité de prospective et d'organisation, etc...) jouent un rôle décisif. Formellement les investissements immatériels des entreprises sont homologues aux services financiers hors bilan des institutions financières, les uns et les autres n'étant pas traités comptablement comme des actifs mais comme des éléments d'exploitation courante. Cependant cette identité de conception comptable ne présage pas une adéquation de comportement économique. Car les investissements d'innovation ne sont pas adaptés au financement anonyme par les marchés des capitaux.

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

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

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

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

### I - 3 Une intermédiation financière plus fragile ?

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

Les nouveaux instruments des années quatre vingt ne sont pas en rupture avec le passé. Pour l'essentiel ils prolongent et généralisent un principe qui s'est développé depuis plus de

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

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

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

## II - UN APERCU DES TENDANCES MAJEURES DE L'INNOVATION FINANCIERE DANS LES QUATRE GRANDS PAYS EUROPEENS.

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

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

vers des systèmes financiers plus concurrentiels. Il faut se demander de quelle manière cette évolution pourrait être infléchie dans le sens de la formation d'un espace financier européen.

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

## II - 1 Allemagne : une sérénité imperturbable.

L'Allemagne est certainement le pays le moins perméable aux modes qui agitent la finance internationale. C'est pourtant un pays totalement ouvert sur l'extérieur. Mais la forte cohérence de ses structures financières lui permet de se protéger des perturbations intempestives. Cette cohérence est assurée par la prépondérance écrasante de l'intermédiation bancaire. Les périls

de la désintermédiation sont écartés ; les vagues d'innovations déstabilisantes n'ont pas de point faible pour prendre racine ; mais les changements sont absorbés par le système bancaire après des phases d'ajustements courtes ( la libération des taux d'intérêt créditeurs entre 1965 et 1967 le développement du marché de l'euro-mark dans les années soixante dix, l'émission de titres à court terme par les banques au début des années quatre vingt). Aucune de ces innovations ne perturba durablement le contrôle monétaire et les comportements financiers. Les seules perturbations sérieuses vinrent, à plusieurs reprises, des mouvements erratiques de capitaux lorsque, pour différentes raisons, l'amplitude des variations du taux de change était contrainte.

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

Les banques ont des liens organiques étroits avec les entreprises. Elles participent à l'élaboration et au suivi de leurs politiques financières et leur fournissent toute la gamme possible des services financiers personnalisés. Jointes aux investisseurs institutionnels, elles sont les premiers émetteurs et les principaux souscripteurs du marché obligataire ; ce qui rend sans signification le clivage entre intermédiation et marché des capitaux. Aussi les entreprises acquièrent l'essentiel de leurs ressources (environ 90%) par autofinancement et emprunts auprès des institutions financières. Les ménages placent de 80 à 85% de leur abondante épargne financière auprès de ces

institutions. Depuis le début des années quatre vingt, pour limiter la monétisation du besoin de financement des collectivités publiques, ces dernières sont devenues des emetteurs dynamiques sur le marché obligataire. Les caisses de retraites et les compagnies d'assurances sont les principaux souscripteurs.

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

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

Les banques allemandes n'en exercent pas moins des demandes pressantes être autorisées à introduire de nouveaux instruments financiers pour affronter la concurrence des autres places financières, en développant les financements internationaux en deutschemarks. la banque centrale a été récemment réceptive à



ces demandes, bien qu'elles accentuent l'internationalisation du mark. Les certificats de dépôts, les nouvelles formes d'effets négociables ont été autorisés, les émissions d'obligations étrangères en deutschemarks ont été libéralisées en 1985. Mais la banque centrale a renforcé parallèlement son contrôle sur les banques (réforme des réserves obligatoires pour y englober les certificats de dépôt, durcissement du contrôle des risques bancaires). L'essentiel est que les traits fondamentaux du système financier allemand ne soient pas altérés : précision et fiabilité du contrôle monétaire, liens organiques des banques et de leurs clients dans la gestion des risques financiers.

## II - 2 France : une réforme globale au service de la concurrence

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

Il est vrai que le changement radical des conditions de crédit au début des années quatre vingt ouvrait la voie à une réforme d'envergure, souvent souhaitée depuis vingt ans (différents rapports officiels en font foi) mais jamais réalisée. La France connut en même temps l'augmentation rapide du déficit public et la hausse des taux d'intérêt. Ces tensions apparurent dans un système financier caractérisé par la réglementation stricte des taux de créditeurs, le cloisonnement des circuits de

financement, l'encadrement du crédit, la prolifération des aides sélectives, la dépendance des entreprises à l'égard du crédit bancaire à court terme, bénéficiant d'un effet de levier favorable tant que les taux d'intérêt réels étaient bas. A partir de 1980, la hausse des taux d'intérêt a opéré comme un révélateur de toutes les distorsions, maintenues latentes jusque là : les entreprises cherchèrent à accroître leur autofinancement, puis à consolider leurs dettes dès qu'elles perçurent le plafonnement puis le lent déclin des taux d'intérêt à long terme après leur hausse brutale ; l'Etat développa la couverture obligataire de ses besoins de financement ; les épargnants délaissèrent les dépôts à terme pour l'acquisition des titres financiers ; les banques durent emprunter des titres à long terme pour financer leurs actifs.

Le système financier français était devenu hybride ; la politique monétaire avait perdu sa cohérence. En développant le seul compartiment à long terme des marchés financiers, on plaçait les banques dans une situation où le coût marginal de leurs ressources était un taux que la banque centrale n'influencait pas directement. Malgré l'élargissement du marché obligataire, la priorité de l'Etat et le souci de gérer au plus juste le coût de la dette publique provoquaient un rationnement des emprunteurs privés, donc leur report sur le crédit bancaire. L'augmentation du coût des ressources des banques rendait l'encadrement du crédit difficile à maîtriser, parce que les contraintes se manifestaient de deux manières mal reliées, par les normes d'encadrement et par le coût des ressources empruntées à long terme. En conséquence, l'encadrement du crédit fut débordé par l'expansion des crédits désencadrés sur ressources obligataires ; l'agrégat monétaire large devint une variable de bouclage dans le bilan du système bancaire et perdit toute signification comme objectif intermédiaire ; le taux de base bancaire ne fut plus le taux pivot unique de tout le système de crédit, un système mixte de taux administrés et de taux de marché, propice à la désintermédiation, se mit en place.

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

Les exemples britannique et canadien ne plaident guère pour l'optimisme sur les capacités du contrôle monétaire dans un tel système. Car la diversification des marchés va élargir énormément les possibilités des institutions financières de recourir à la gestion des passifs par émission de dettes négociables. L'expérience a montré que, dans ce contexte, la banque centrale ne pouvait influencer l'expansion des actifs des intermédiaires financiers par la seule manipulation du niveau général des taux d'intérêt. Dès lors que les banques ont des occasions profitables de crédit, elles vont se porter emprunteuses sur les marchés de capitaux ouverts pour se procurer les fonds nécessaires. Pour le contrôler, il faudrait pouvoir influencer avec précision les taux d'intérêt relatifs ; ce qui est rendu illusoire par l'interdépendance des marchés et par le recours aux instruments de crédit à taux d'intérêt variables, sauf à provoquer brutalement des variations extrêmes des taux d'intérêt courts qui auraient des effets désastreux sur la stabilité des structures

financières. En outre, la France a des contraintes de taux de change particulièrement fortes, d'autant plus que les obstacles aux mouvements de capitaux seront levés. Le niveau général des taux d'intérêt doit donc être affecté à la défense du taux de change, il ne peut manifestement pas satisfaire deux objectifs à la fois. Les réserves obligatoires proportionnelles ne suffisent pas à être le second instrument dans un système où la substitution entre dépôts et autres formes de passif bancaire devrait être d'autant plus intense que les taux d'intérêt sur les dépôts resteront réglementés. Le maintien du contrôle quantitatif de la liquidité bancaire s'impose, donc de la dépendance des banques à l'égard du refinancement de la banque centrale.

En outre, les banques françaises sont sous-capitalisées et ont une structure d'exploitation qui rend les coûts de leurs ressources très inertes, à cause de coûts fixes opératoires plus élevés qu'ailleurs. La faiblesse de leurs revenus tirés de services financiers hors bilans a entraîné une dégradation de leurs marges nettes dans la désinflation des années quatre vingt. Elles ne peuvent donc soutenir la concurrence de marchés des capitaux complètement ouverts sans une adaptation de leurs activités qui demande du temps. Or cette adaptation est d'autant plus précaire que la réforme globale du système financier français ne leur accorde plus une position centrale.

## II - 3 Italie : maitriser le financement de la dette publique

La transformation du système financier en Italie a sa logique dans la position prestigieuse de la Banque d'Italie, décidée à faire front pour briser un cercle vicieux inflationniste. Dès le début des années soixante dix, une inflation salariale très vive (entraînant les charges sociales) et une crise des paiements extérieurs (provoquant la dépréciation de la monnaie) avaient fait monter en flèche les taux d'intérêt à court terme. Il en résulta un déplacement brutal de la préférence pour la

liquidité en faveur des dépôts à vue, qui détruisit complètement les marchés des titres à long terme. La Banque d'Italie se trouva à la tête d'un système financier complètement centralisé, où les dépôts bancaires étaient la seule forme de passif des agents non financiers et où les activités des intermédiaires financiers spécialisés dépendaient complètement du financement bancaire. En présence d'un déficit budgétaire atteignant rapidement les 10% du PIB et d'une énorme épargne des ménages autour de 15% du PIB, le système centralisé découvrait son talon d'Achille : le danger hyperinflationniste d'une monétisation systématique du déficit public. Un cercle infernal menaçait de s'installer entre l'injection de monnaie par les avances à l'Etat, la hausse nominale des revenus et des prix intérieurs, le déficit des paiements extérieurs, la baisse de la lire, l'accélération des hausses de prix, le gonflement du déficit public, etc...

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

Plusieurs raisons expliquent que ces innovations ne déstabilisèrent pas le système financier. En premier lieu, les banques subirent effectivement une perte de dépôts à cause de l'attraction des titres publics. Mais cette perte fut limitée par la liberté des taux d'intérêt créditeurs. Leurs activités habituelles de crédit furent également entravées par la conjonction de l'encadrement du crédit, de contraintes de bilan et de réserves obligatoires élevées. Mais les banques se reconvertirent dans l'acquisition des titres publics, le courtage et l'animation du marché secondaire, les prêts en devises ; aussi

leurs profits ne furent-ils pas affectés. En second lieu, les autorités monétaires diversifièrent les marchés des titres publics vers des échéances plus longues et permirent l'émission de titres par les institutions de crédit spécialisées. Ces dernières purent ainsi faire le crédit à moyen et long terme au secteur privé qui était interdit aux banques par la rigueur des contraintes réglementaires. En troisième lieu et surtout, la structure industrielle évolua dans les années soixante dix en faveur des petites et moyennes entreprises, qui ont recours à l'autofinancement pour une part plus importante de leurs ressources que les grandes entreprises. La demande de crédit du secteur privé fut freinée par ce changement de structure de la production, au point que le ratio du crédit à la valeur ajoutée dans le secteur privé passa de 1,10 en 1973 à 0,90 en moyenne sur la période 1982-84.

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

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

II - 4 Royaume-Uni : tout pour que la City garde son rang

Le Royaume-Uni livre une expérience différente de celle des trois grands pays de l'Europe continentale. L'impulsion dominante dans les innovations financières est venue des marchés, déclenchant les influences réciproques de la concurrence et des changements de réglementation. Dès 1971, une dérèglementation drastique s'était produite avec la suppression de l'encadrement du crédit et le démantèlement du cartel bancaire qui fixait les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs en relation avec les taux d'escompte de la Banque d'Angleterre. L'imitation des marchés d'euro-devises installés à Londres fut immédiate : les banques étendirent le crédit à moyen terme et à taux variable, liée au taux interbancaire. La demande de crédit explosa et sa faible élasticité aux taux d'intérêt put être constatée. Les banques anglaises et étrangères, de dépôts et d'affaires, les institutions de crédit immobilier (building societies) se firent une concurrence acharnée pour emprunter des liquidités et nourrir une spéculation effrénée sur les propriétés commerciales. Aussi cette tentative de l'allocation rationnelle du crédit par les coûts et du contrôle de l'offre de monnaie par la variation du niveau général des taux d'intérêt fut-elle un fiasco total. La crise des banques secondaires en 1973-74 ébranla le système financier et démontra que la concurrence n'était pas une garantie d'évaluation correcte des risques, dès lors que la rapidité des

innovations avait fait voler en éclat les arrangements pruden-  
tiels éprouvés. On imposa le corset et on chercha à limiter le  
financement monétaire de la dette publique pour contrebalancer  
le dynamisme du crédit privé.

La deuxième vague d'innovations fut lancée par l'abolition  
du contrôle des changes en 1979. Cette décision a une immense  
portée. Elle laisse irrésolu jusqu'ici le problème du contrôle  
monétaire et conduit à réorganiser la place de Londres pour ré-  
guler la concurrence financière.

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



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

**CONCLUSION : LES OBSTACLES A UNE INTEGRATION FINANCIERE DE L'EUROPE.**

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

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

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

S'il n'y a pas de modèle européen pour l'organisation interne des systèmes financiers, il n'y a pas non plus, à l'heure

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

REFERENCES

- AGLIETTA M, Europe : la décennie de tous les dangers  
Doc.travail CEPII n° 85-05, septembre 1985.
- AKTHAR M.A, Financial innovations and their implications for  
monetary policy : an international perspective, Bis  
Economic Papers, n°9, décembre 1983.
- BINGHAM T.R.G, le secteur bancaire et la politique monétaire,  
OCDE, 1985.
- BRI, Département économique et monétaire, Financial Innova-  
tion and monetary policy, Bâle, mars 1984.
- BRI, groupe d'étude des banques centrales, recent innova-  
tions in international banking, avril 1986.
- CARANZA C. et COTTARELLI C, financial innovation in Italy : a  
lop-sided process, Banque d'Italie, décembre 1985.
- COTULA F, financial innovation and monetary control in Italy,  
Banca Nazionale del LAVORO, n°150, septembre 1984.
- DALAVECURAS T, Italie : un vent irresistible de changement,  
Banque et Management, EFMA, mars 1985.
- DE BOISSIEU C, innovations financières et contrôle monétaire,  
Banque, janvier 1982.
- DUDLER H.J, financial innovations in Germany, EUI colloquum  
Papers, Badia Fiesolana, octobre 1985.
- ETHIER W.J et MARSTON R.C, eds, international financial mar-  
kets and capital movements, Essays in international  
finance, International Finance Section, Princeton,  
n°157, septembre 1985.

- FFORDE J.S, competition, innovation and regulation in the UK banking system, Bank of England Quaterly Bulletin, septembre 1983.
- FRANCKE H.H et HUDSON M, eds, banking and finance in West Germany, St Martin's Press, 1984.
- GERMANY J.D et MORTON J.E, financial innovation and deregulation in foreign industrial countries, Federal Reserve Bulletin, octobre 1985.
- GÖNENC R, changing investment structure and capital markets, OCDE, ronéo, novembre 1985.
- GOODHART A.E, monetary theory and practice : the UK experience, Mac Millan, 1984.
- HEDLEY R, monetary stability and industrial adaptation in West Germany, in Joint Economic Committee Congress of the US, study on monetary policy, selective credit policy and industrial policy, 1981.
- JAFFRE P, l'unification du marché des capitaux, Banque, n°460, avril 1986.
- KNEESHAW J.T et VAN DEN BERGH P, international interest rate relationships : policy choices and constraints, BIS Economic Papers, n°13, janvier 1985.
- LAMFALUSSY A, innovations financières, politique monétaire et stabilité des marchés, Revue de Presse de la BRI, 26 nov. 1985.
- LLEWELLYN T.S, the changing structure of the UK financial system, the three banks review, n°145, mars 1985.
- METAIS J et SCYMCZAK P, le processus d'innovation financière en France et ses implications, doc. de travail N°85-14, Direction de la Prévision, 1985.

- NAOURI J.C, la réforme du financement de l'économie, Banque, n°459, mars 1986.
- OCDE, Comité des marchés financiers, l'évolution des activités bancaires dans les pays de l'OCDE, Paris, 1985.
- OUDIZ G, la réforme des marchés financiers : le temps de la concurrence, in Rapport Ramses, 1986.
- PASTRE O, la modernisation des banques françaises, Documentation Française, 1985.
- RYBCZYNSKI R, thr UK financial system in transition, National Westminster Bank Quaterly Review, novembre 1984.
- SILBER W, the process of financial innovation, American Economic Review, mai 1983.
- STIGLITZ J. et WEISS A, credit rationing in markets with imperfect information, American Economic Review, juin 1981.

# **Financial innovation and the development of a European financial market**

**A. Desiata**

*Assicurazioni Generali, Trieste*





We are witnessing a revolution in the financial system which is deeply affecting the markets, the types of financial instruments available and the institutions and intermediaries involved. These large structural and organizational changes stemmed from the increased awareness of both individual and institutional investors of the economic risks to which their outstanding stock of financial assets as well as their flow of new wealth are exposed: not only the volatility of interest rates and exchange rates but also changes in the fiscal and legal systems as well as in the degree of security offered.

Financial innovation is usually explained by the structural changes arising from three main causes: the 1973-74 and 1978-79 oil shocks, the need to restore the real value of the stock of financial wealth wiped out during the Seventies and the impact of technological innovation.

1. The size of the increase in oil prices and the short time span in which they were carried out caused exceptional and huge financial disequilibria, both domestic and international, such as the unprecedented balance of payments imbalances, the rise in public sector budget deficits and in the financial deficits of the corporate sector. These imbalances led to a net increase in the financial wealth of the

household sector in the main industrialized countries and of the oil producing countries at a rate much higher than their own gross domestic product growth rate.

The size of the balance of payments imbalances and the consequent shifts in world trade patterns increased the financial risk related to the international capital flows necessary to redistribute resources from the surplus to the deficit countries.

The international banks enacted this massive redistribution of financial wealth both through direct bank lending and by underwriting new issues of international securities. In the first instance they have to carry a relevant risk of maturity mismatching whereas in the latter they have underwritten short term issues or floating rate notes.

Since borrowers with lower credit rating cannot easily tap the international capital market, we have witnessed an adverse selection process which left the banks lending to the lowest rated borrowers whereas the borrowers whose creditworthiness could more easily be assessed resorted to the marketplace. Developing countries have only very limited access to the international capital markets: since 1982 international banks have refrained from increasing their lending to these countries and instead have started to finance the US deficit. The USA have in fact since become the largest net importer of capital at the expense of the developing countries. This structural change highlights a new determinant of the international capital flows: current account imbalances do not induce offsetting capital flows any more but rather it is the net balance of the capital account that determines the current account surplus or deficit. This new approach is confirmed at a more general level by the observation that exchange rate parities have increasingly more been affected by capital flows than by imports and exports of goods and services.

The presence of the US as a borrower in the international capital markets has increased the share of market financing as opposed to bank lending: in 1980-83 the international capital market was providing 25% of the total volume of financings and bank lending accounted for 75% whereas in 1985 the former rose to 55% and the latter declined to 45%. The increased reliance on the international capital market as a source of financing has also affected the structure of the banks' assets and liabilities, which are increasingly linked to the interest rate and maturity structure available in the financial markets. Banks therefore introduced innovative techniques, such as the roll-over loan, and - to guarantee the stability of their funding base - have issued floating rate notes. Unfortunately these innovations are overshadowed by the likelihood of defaults on loans to overindebted countries that endangers the stability of the banking system itself and compels international banks to increase the quality of their loan portfolios and to enhance the flexibility of their assets and liabilities.

Also relevant are the structural changes which took place within each country. In financial markets which were largely dominated by fixed interest long-term securities, the sudden increase in inflation and subsequently in interest rates that followed the two oil shocks of the Seventies, led to a substantial fall in the value of the financial assets held by households, banks, institutional investors and corporations. Both private investors and institutions needed therefore to restore the stock of financial wealth that had been wiped out in the Seventies: to achieve this aim fast accumulation was needed, both with regard to the outstanding stock of assets and to the growth rate of new domestic wealth.

Almost all the Western countries experienced, together with huge balance of payment deficits, a substantial increase in the public sector borrowing requirement. Bank lending could not always, and anyway

not in all countries, satisfy the financing needs of the increased public sector deficits. It was therefore necessary to resort to the financial markets that since 1980 have clearly played an increasingly important role in funding the public sector borrowing requirements. In some countries the financial needs of the Governments not only created a monetary and financial market but even led to the development of innovative financing techniques. This was the case in Italy, France and Sweden, where the Government contributed to the development of the financial market issuing a number of securities whose maturity, coupon, options or warrants attached represented substantially innovative features. Thus the share of bank lending on the total of domestic credit has been declining in all countries - except in those where the economy picked up at the beginning of the Eighties - whereas the share of financing undertaken by other non banking financial intermediaries and by the market has been steadily growing.

In 1984 and 1985 we also witnessed an improvement in the financial position of the corporate sector in the Group of Ten countries. Productivity increased; investment grew slowly in line with the sluggishly-expanding economy and the equity markets of the main financial centres showed impressive gains. New equity issue activity has been substantial in all countries, thus providing an increase in the capital base that had been called for almost everywhere but that was actively encouraged in only a few countries, like Belgium, France and Sweden.

2. The financial and economic troubles of the Seventies deeply changed the behaviour of the economic agents and of the savers, such as the corporate and the household sector. The non-financial companies have been facing difficult years, often a long stream of losses due to the weakness in the demand both for durable and nondurable goods and needed

to increase their reliance upon external sources of financings, both bank loans and the capital market. As the corporate sector was experiencing this greater uncertainty also the individual investor was facing an increase in financial markets' volatility and risk. The structure of households' wealth was in fact deeply changed by the inflationary outbursts of the Seventies, by the sudden increase in nominal and real interest rates and by the unprecedented volatility in exchange rates: the nominal value of real assets such as property or durable goods posted substantial gains whereas large losses were incurred by holders of all types of financial assets, from cash balances to long term bonds and equities, from shares in pension funds to insurance policies. Obviously the damage was greater in those countries where financial assets made up the largest share of households' marketable wealth: the American investor was hit harder than the European and the English more than the Italian.

This experience led to a substantial change in attitudes. First of all investors' awareness of the risks involved in sudden changes in interest rates increased. New methods for managing the higher degree of risk to which financial portfolios are exposed have been devised. Banks are not any more willing to carry certain types of risks: we therefore witnessed the most important financial innovation of the last decade, i.e. the shift from fixed interest to adjustable rate loans, which completely removed the risks of a sudden increase in the cost of funding. The rise in public sector borrowing requirements far exceeded the financing capabilities of the banking sector and were met by the financial markets. The competition among banks, financial institutions and the capital market in the allocation of financial resources substantially increased, and the latter two have been gaining market share.

Even the balance sheet structure of the banking sector underwent big changes: assets and liabilities are in fact increasingly reflecting market returns. Non-interest bearing current accounts were first switched into deposit accounts and then into other short-term financial instruments whose returns quickly adjust to reflect changes in market conditions. J

Japan introduced the so-called "WIDE" accounts and the United States the money market deposit accounts (MMDA) that followed the widespread growth of the Certificate of Deposit (CD). In France we can find the CODEVI accounts for industrial development, the Investment Certificates introduced in 1983 by the Delors Bill as well as the savings accounts for the purchase of equities (compte d'épargne par action).

Obviously since nowadays a greater share of the liabilities is market-related, the banking sector has also turned to the capital markets to meet its funding requirements and has become a major issuer of bonds and other types of securities. This also allows banks to by-pass some reserve requirements and other detrimental administrative controls regulating their funding through retail deposits. Moreover the banking sector has met its funding requirements not only on the domestic capital markets, but also by heavily resorting to the international capital markets, thereby substantially increasing its liabilities in foreign currencies.

In summary, since 1970 the share of current account deposits on banks' total liabilities has been shrinking steadily whereas the weight of fixed term deposits, of other money market instruments and of liabilities denominated in foreign currencies has increased. From 1970 to 1984 the share of current account deposits decreased from 34.8% to 19% in France, from 11% to 8.6% in Germany, from 18.8% to 6.6% in Great Britain, from 33.9% to 18.4% in the US and from 25.6% to 17.7% in Japan. Fixed term deposits and other money market instruments grew from 45.2% to 62.9% in the US and from 3.1% to 8.4% in Japan.

The households' increased awareness of financial risks has implied not only their refusal of fixed interest securities but also has led to the reduction in direct ownership of financial assets and to the growth of indirect ownership, especially through life insurance companies, pension funds and mutual funds. Aside from the fiscal advantages sometimes granted to contractual savings, the management of a pool of financial assets is often seen as a way to reduce risk by diversifying it away and therefore to increase expected returns.

As on one hand banks had to develop new types of securities to meet the changing needs of their customers, life insurance companies on the other had to update their products to meet the assureds' requirement of increased flexibility. Life insurance companies have traditionally updated their products in line with changes in the money and financial markets: when the latter were basically offering only fixed interest rate securities life insurance companies attracted long-term savings only by offering fixed rates of return on their products.

When the financial markets started to offer somewhat more flexible instruments, life insurance companies added to the traditional policies profit sharing and several other types of additional bonuses. And eventually after the introduction of floating rate securities, indexed life assurance policies have been offered, where the value of the policy depends on the return and the performance of the investments of the company.

In the Seventies the sudden and widespread rise in inflation rates and the following increase in nominal and real interest rates produced devastating effects also on non-life insurance companies: a sudden fall in the real value of their financial assets, a reduction in the real value of the cash-flow generated by insurance portfolios - that had not yet undergone the necessary structural changes - the insufficiency of

oustanding claims reserves for long run-off branches and finally an explosion in administrative and marketing costs as well as of claim amounts both in absolute value and as a proportion of premiums earned. Insurance companies, like other institutional investors, urged the introduction of more flexible monetary and financial instruments. Even if the volatility of the economic and financial system is reduced we should not "ipso facto" turn back to the old instruments: in the United States, Japan and Germany, where the fight against inflation has been highly successful, the market has not abandoned the new flexible financial instruments nor obviously will their use decrease in those countries where inflation is not yet dead.

The recovery in the real value of insurance cash-flows has been slow since changes in insurance portfolios are necessarily long and difficult: those countries where inflation has been higher and more difficult to fight have even introduced indexed insurance policies. Technological innovation and the new information processing techniques have made it easier to restore insurance portfolios and to reduce administrative and marketing cost.

During the Seventies the rise in financial risk was followed by an increased awareness of the relevance of economic risk that has indeed helped the return to profitability and healthy balance sheets of non-life insurance companies. Moreover, the higher level of uncertainty has induced households to prefer short-term financial instruments or securities with attached warrants, options or other features that shorten the average life of the investment. This shortening of maturities has relevant effects at different levels. For instance, the differences between banks, other financial intermediaries and the capital market have recently abated. Since the financial market has become a reference point for the structure of banks' assets and liabilities, the distinct features of commercial banks, investment



banks and of other financial institutions - leasing, factoring and trading companies - have necessarily been fading away. Even the differences between banks and the financial markets are shrinking and almost completely disappearing. Although the margins in banking activity are still high since the markets are not capable of evaluating the credit risks of every borrower the spread between lending rate, borrowing rate and the cost of covering these risks allows broad room for new financial intermediaries, the so-called non-bank banks, to develop. For instance some corporations that could not obtain bank loans at the prime rate started to issue commercial paper in the money market. In the United States the commercial paper market has been growing rapidly: from 1977 to 1984 it increased fivefold.

Moreover even the differences among various financial contracts have been fading away. The obligations need not be kept to maturity, but some constituent parts of the contract can be taken separately and each can be assigned to different institutions. For instance, nowadays farmers do not any more sell wheat by the pound but according to its content of starch and gluten and the price of corn is based on the content of protein, glucide and xanthophyll. Accordingly, the financial markets have introduced the stripping of principal and coupon (in France, for instance, the certificat d'investissement), currency and interest rate swaps, financial futures and credit insurance.

Finally we must take into account the instability deriving from exchange rate fluctuations. At the beginning of the Seventies the fixed exchange rate system was substituted by a system of floating exchange rates. We have since been experiencing a high volatility of foreign exchange markets coupled with unusually wide balance of payment surplus or deficits and substantial changes in world trade patterns. The increased exchange rate volatility required both the financial and the non-financial corporations to cover the currency risk by transferring

it to specific institutions. A marketplace therefore developed for the exchange of standardized futures contracts for exchange rates (financial futures). Even though the risks related to future foreign currency positions can be offset in the spot foreign exchange market the success of financial futures is mainly due to their lower costs since trading is based on standardized contracts and buyers and sellers settle with a clearing house, not with each other; that is, the clearing house, and not another investor, is actually on the other side of every transaction.

3. The new data processing technologies played a major role in the development of financial innovation, both in terms of new instruments and of new institutions. The spreading of information, their instantaneous processing by computer and the automatic updating of the financial positions of stock-broking houses and of institutional investors, the evaluation - in real time - of the results of past or future decisions, the immediate comparison of returns on alternative investment opportunities, all represented big innovations in the financial markets.

The international financial markets became thus integrated - we talk now of a "global" financial market - and new types of securities have been issued. The efficiency in the allocation of financial flows has therefore increased, thanks to the higher volume, the lower costs of the new instruments and their higher expected returns. The widespread use of the new technologies also boosted institutional changes within the financial sector, strengthening the system of non-bank banks and of old and new financial intermediaries. We therefore witnessed the development of leasing, factoring and trading companies as well as of institutions whose purpose is to manage households' savings: life insurance companies, pension funds, unit trust, money market mutual

funds - that collect short-term as well as pension savings - and various other forms of managing pools of savings, such as the investment partnerships and the portfolio management services offered by financial institutions, investment banks and commercial banks.

\* \* \*

The previous sections have been devoted to a brief and necessarily incomplete outline of the trends in the domestic and international financial markets, of financial deregulation and innovation, of the new institutional players and of the qualitative and quantitative changes both with respect to past experience and with a view to the future. Let me stress the two main conclusions: the widespread of financial wealth and its weight on households' total assets in the Group of Ten countries and the increasing relevance of indirect - as opposed to direct - ownership of financial assets that leaves investment management to institutional investors such as pension funds, insurance companies, banks, unit trusts and money market mutual funds.

The individual investor has recently been giving up direct ownership of bonds and equities and substituting them with shares of portfolios managed by institutional investors, such as unit trusts or mutual funds, the new "fast-food" of investment. In the United States the number of mutual funds has increased from 170 in 1965 to 1,530 in 1985 and the assets under management grew from less than 50 billions to over 500 billions. Similar developments can be found in the United Kingdom, Germany, Japan, France and Italy. Also impressive has been the growth of assets managed by pension funds and life insurance companies: in the United States both manage around 1,000 billion dollars each.

From the growth of financial wealth and the shift to professional investment management stem the two new features of today's financial

systems: the securitization of financial assets and the trend towards "global" money and financial markets. The former feature is highlighted by the composition of households' wealth in the Group of Ten countries, where securities represent a growing share of households' total assets. The latter arises from the need of institutional investors to develop their activities not only in the domestic market but also internationally: only by having an international approach can we seize all the favourable investment opportunities, adequately spreading investment risk both geographically and by sector, thus maximizing expected returns.

Given the trends in the allocation of savings and the basic needs of old and new financial institutions outlined above, the organization of the European capital markets appears to be grossly inadequate. Whereas the trend is towards reducing national barriers, each European country is still trying to reorganize and rationalize its own domestic market from a ptolemaic viewpoint of the modern financial system: the domestic market still remains the core of the system with the European and the international markets revolving around it. This approach should instead be reversed, leaving the centremost position to the international capital market, followed by the European market and finally, in a marginal position, by the domestic market. The Treaty of Rome appears to reflect this ptolemaic approach when, in stating the four fundamental principles of freedom of movement for goods, services and people and freedom of establishment, it makes no explicit reference to freedom of capital movement, that is only mentioned later under the heading "balance of payment".

It is indeed too early to ask for a fully integrated European financial market, since many conditions have still to be met and many problems have yet to be solved. On the other hand the strong pressures from the European savers and institutional investors envisage the feasibility of meaningful intermediate steps toward the establishment of such a market. At present

the following three steps could easily be implemented: first, reorganization of the European Stock Exchanges; second, development of a European bond market for ECUs, limited to institutional investors and long-term savings and restricted to prime issuers, and finally development of a European market for shares of top quality European companies.

The first step requires only organizational enhancements and does not tackle the thorny issues concerning the development of a common financial market. It would simply be aimed at exploiting the present organization of the European equity markets applying to them the new information processing technologies. The European Stock Exchanges could agree on common trading hours and should be electronically linked with each other and with the dealers' and institutional investors' desks so as to improve the efficiency of brokerage and to meet the operative requirements of institutional investors.

The second step should aim at establishing a common financial market in bond issues. Such a market could be devised as follows: a European central authority overseeing the establishment and the functioning of the market; only bond issues in ECUs would be allowed; ownership would be represented by bearer certificates and should be freely transferrable within the EEC; Member countries should agree on a common fiscal treatment of dividend income avoiding the imposition of double taxation; the demand would arise from contractual and long-term savings, usually managed by institutional investors such as banks, pension funds, life insurance companies and unit trusts, and the supply would be provided by prime issuers, such as EEC Member countries, or other Government guaranteed borrowers, financial institutions backed by EEC guarantee, such as EIB, ECSC, Euratom, and top quality European multinational corporations. Finally a link should be established between such a market and the free eurocurrency markets so as to allow for some interaction with non-European borrowers and lenders.

This second proposal could be strongly supported by the recent E.E.C. directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (u.c.i.t.s.). The issue of further bond loans - in ECUs or in national currencies - by institutions such as EIB, ECSC, EURATOM or by member Governments and large corporations could represent an input to the u.c.i.t.s. that, according to the directive, will be allowed to trade their shares in all member States.

The mutual funds activity could increase the demand for insurance especially in the life branch. E.E.C. mutual funds in the different countries could, for instance, be linked to a local insurance company in order to offer death coverage to their subscribers.

Moreover life companies could invest their mathematical reserves in European common funds, creating either a special administration or a fund of their own: the insured sums would thus be represented by an appropriate number of shares. Life policies linked to European mutual funds - in ECUs or based on a convenient mix of bonds in various currencies - would offer sums and premiums varying both with the value of the fund and the exchange rate between the national currencies and the ECU (or a different currency basket).

The separate administration or the company's own fund (composed by E.E.C. funds shares) would allow to smooth any fluctuations caused by possible negative trend in some financial markets. The policy would guarantee a sum payable at death or an annuity in shares of the fund. The guarantees should be extended to the risks ex art. 37 and 52 of the directive: i.e. the protection of the contracting party against the risk of the loss of refund due to action of the u.c.i.t.s. or of the Authority. It could also be possible to assure that payments will never be lower than the value of the shares at subscription.

A first real European life policy would so be created: a contract that could follow the insured in every country.

Insurance companies will find in this context a further useful financial instrument to widen the range of their products, with advantages in security and profitability for the policyholders.

The third step is to develop, on the side of the European bond market, a common market for equities appealing to the European entrepreneurial forces. It is indeed too early to envisage a European Stock Exchange listing companies under common company bylaws. The only feasible common market for equities has to be linked to the main domestic market, as is already the case of those stocks listed on several Exchanges and traded outside their domestic market in form of "certificates traded to foreign investors" such as the American Depository Receipts (ADRS). Provisions should be made for dealing with the exchange of certificates representing the underlying securities and the applicable fiscal treatment, on the lines of those introduced by those countries where the "receipts" are already traded. In particular it is important to provide for a common fiscal treatment for all owners of European securities traded in the envisaged Stock Exchange. The essential features of this market - as opposed to the domestic markets and the eurocurrency markets - would therefore be the common dealing procedures, the common fiscal treatment and the quotation in ECUs.

Let me finally stress that these proposals are only a partial and insufficient answer to the strong pressures pointing toward the development of a European financial market. In any case a partial answer is better than no answer at all.





## **Guest Lecture**

**M. Howard, Q.C. M.P.**

*Under Secretary of State for Corporate & Consumer Affairs, United Kingdom,  
Presidency of the Council of the European Communities*



## ALLOCUTION OF

*M. Howard*

*Under Secretary of State for Corporate & Consumer Affairs,*

*United Kingdom,*

*Presidency of the Council of the European Communities*

Ladies and Gentlemen, it is a pleasure to be here today. I am particularly glad to be away from the British Parliament today. The fifth of November marks the anniversary of an attempt to blow up the houses of Parliament, nearly four hundred years ago. So it is a day I am always happy to spend away from London. Just in case !

My responsibilities in the U.K. include the financial sector. So, I welcome the Commission's decision to hold this colloquium on Europe and the future of financial services - a timely subject. Financial services are growing fast, both in terms of their size and the number of products available. And it is vitally important that Europe should remain at the forefront of developments in a rapidly growing and increasingly international sector of the world economy.

I am certain that I do not have to persuade you that completing the Community's internal market matters. Although we have succeeded in dealing with tariff and quota restrictions, there still remain technical and physical barriers to the free movement of goods, and we should not underestimate the task of removing these barriers.

But even less progress has been made in creating a free market for services. Our attention has in the past perhaps focussed too narrowly on trade in goods. Services must also be a major priority. Financial services are of course an important area, and I will say something more about this in a few moments. Transport is another area where a great deal remains to be done, in liberalising road haulage: in establishing a fair and liberal shipping regime, and in liberalising air services where progress has been disappointingly slow. The European air traveller has suffered for too long the present restrictive regime. My colleague John Moore is determined to secure agreement in all these areas during our presidency.

Of course, no-one can deny that substantial results have already been achieved to reduce barriers to trade in goods, but we are now looking more optimistically for an acceleration in the rate of progress, for a number of reasons. One is the Commission's "White Paper" on completing the internal market, behind which Lord Cockfield has exerted his inimitable driving force. Nearly a year has passed since the heads of government, meeting in Luxembourg, agreed that the objective of completing the internal market by 1992 should be incorporated in the Treaty of Rome. They also agreed, in the single European Act, a major package of treaty reforms which, subject to national

ratification, will help us to speed up the rate of decision making by increased use of majority voting in matters concerning the free movement of goods and services.

Completion of the internal market nevertheless remains a formidable practical task. How in practice are we setting about it? Together with our predecessors and successors in the presidency - the Netherlands and Belgium - we have established a detailed action programme of specific measures. The presidency programme contains very nearly 150 individual proposals for consideration by the Council by the middle of next year. Our central objective is to make maximum progress across the full range of areas covered by this programme.

But equally we want to achieve results in areas which will have a substantial impact on completing the internal market, and one of the key areas is the financial sector. So, we particularly welcome the Commission's recent initiative towards liberalisation of capital movements; an essential precondition for the creation of a genuine internal market.

To establish a community-wide home market for our financial firms it is absolutely essential that capital should be free to move throughout the Community. The single greatest obstacle in the way of achieving this is the restriction imposed by the continuing exchange controls, still maintained by several member states.

I can say from our own experience that the British Government has had no regrets whatsoever about the decision to abolish our own former exchange controls immediately we took office in 1979. We believe that the strength of the British financial sector derives in part from that decision.

And I am pleased to have the opportunity to acknowledge the important reforms recently made by the French Government in French financial markets. The abolition of the foreign currency premium and other steps towards the abolition of exchange controls are welcome. So, too, are the changes in the Commission structure in the Paris Bourse and other innovations. Our colleagues in Italy have also relaxed their exchange controls recently. All such steps are welcome. I hope to see more member states follow suit.

So we are moving forward nationally. At a Community level, I welcome the progress which has been made on the proposed directive on liberalisation of capital movements. This is a limited but important step on the road to the Commission's objective of complete liberalisation by 1992. Although discussions are not yet completed, I am hopeful that we shall see the adoption of this directive during the course of the U.K. presidency. I, and my colleagues in the British Treasury look forward to further constructive proposals from the Commission in this field next year, to maintain the momentum.

There are great benefits for Europe from an integrated capital market. For European industry there is the opportunity of using even more competitive financial services in order to raise capital. Why, in our Community, should a firm based in one member state not be free to borrow from a bank in any other member state? Why should such a firm not be able to raise capital on any member state's stock exchange without restriction?

All European manufacturers stand to benefit from such liberalisation, not only industrial giants, but also small and medium size enterprises, who will gain from this in addition to any progress that can be made on the deregulation initiative.

Individuals, too, have much to gain from the increased competition that an integrated market will bring. They should see greater efficiency and perhaps a wider range of services, although we must not lose sight of the need to provide for adequate levels of investor protection.

There is a great prize to be won for our European financial services. The opportunity to grow large enough to compete even more effectively in world financial markets. They will have to achieve it in the face of a great deal of competition. In financial services, as in manufacture, we have to cope with Japanese and American firms. Both countries have been able to develop huge financial firms on the basis of the very large domestic markets they enjoy. The Japanese have by far the world's largest banks and securities houses, and are increasing their presence in Europe all the time. The longer we deny to our domestic firms the opportunity to take advantage of a community-wide home market, the greater the competitive disadvantage which we impose upon them.

And it seems to me that there is a real risk that this disadvantage may grow greater in the future, as a result of the increasing internationalisation of financial business. Only those who are strong enough will be able to take full advantage of the opportunities offered by internationalisation, for they will have to compete everywhere against the world's largest financial firms. I know that in London, Europe's largest financial centre, British financial houses have been busy restructuring and recapitalising themselves so that they can compete to the greatest effect in our own markets against the Japanese and the Americans. I hope that others, in Europe's other financial centres, have been doing the same.

Perhaps, however, the greatest force for progress in this field will come from not from the politicians, but from the markets themselves. First, the irresistible rise of technology is turning all markets into international markets. Indeed, as we have so recently seen in London, there is no longer any need for markets to be based in one location - on an exchange floor for example - they can now operate from the offices of the firms involved, wherever they are in the world. Provided the technology actually works, of course, and, as the world knows, London has had its teething problems. But there can be no doubt that this is the way that financial markets are going, and it will put enormous pressure on attempts by government artificially to restrict the flow of capital. So too will the continuing growth of competition, between firms, between markets, and between countries.

Faced with a tight timetable for completion of the internal market, I think that many of us have now come to recognise that the pursuit of detailed harmonisation of national rules for all financial services is undesirable - because it takes a long time to achieve (and may end up being based on the least strict regime) and because it is unnecessary. The U.K. presidency agrees with the commission that the key to the necessary acceleration of progress in completing the internal market in financial services is the minimum of detailed harmonisation.

Instead our aim should be to achieve, as far as possible, mutual acceptance within all member states of financial products from other member states, as long as they are subject to generally satisfactory "home country control". Of course the application of this principle will vary from case to case, but the collective investments (UCITS) directive has already been adopted broadly on this basis. The proposed mortgage credit directive currently before the Ecofin Council is another example, although I must confess that we have somewhat disappointed at the rate of progress being made in this case.

Insurance is another disappointing area. We now have a community insurance regime under which our insurers can and do, establish themselves in each others' countries and reinsurance enjoys freedom of services as well as establishment and is carried on over national frontiers in the community.

But this is not true of direct insurance. Despite more than ten years of discussions, we have not yet been able to take the next vital step in the creation of a common market in insurance - that of freedom of non-life insurance services.

Goods circulate reasonably freely in the community. Manufacturers do not have to set up factories in each market in which they sell their goods. But in most community countries insurers have to set up offices to sell their insurance there. So, for example, a company with factories in a number of community countries cannot buy one insurance to cover all its activities in the Community. It has to buy them separately in each state.

This is a deplorable state of affairs. The United Kingdom offers an open market both for insurance and goods; others should do the same. Let us hope that the long-awaited judgements from the European Court will provide the Council with the necessary material to resume its discussions rapidly and fruitfully.

Insurance is a regulated industry everywhere, for obvious reasons. This may make it more difficult to agree on a set of rules for freedom of insurance services. It does not make it impossible. There is in place a community system of insurance supervision which should deal with any genuine worries and domestic regulation, too.

To conclude, the U.K. presidency is determined to carry forward the work still needed to create a free internal market, not least in financial services, by 1992. We established with our successors and our predecessors a detailed action programme of specific measures to help us to make progress. We are confident that we will have the continuing vigorous assistance of the Commission.

It is a formidable task, and I know that there are concerns that we may be falling behind. Of course, we would like to move faster, but I believe - and I do not think I am being complacent - that we are on course to achieve our objectives by 1992.

I would like to thank the Commission for organising this Colloquium. I hope that all who attend it will have a clearer understanding of the changes through which the financial services sector is going, changes which are likely, if anything to accelerate in the years ahead. These changes bring great opportunities to our European financial industry, but require all of us in Europe to play our part in creating the climate for success.

# **Financial innovation and economic growth**

**J.P. Abraham**

*Facultés Universitaires Notre Dame de la Paix, Namur*





FINANCIAL INNOVATION AND ECONOMIC GROWTH

---

CONTENTS

1. INTRODUCTION

2. FINANCIAL INNOVATION IN A GROWTH-THROUGH-INNOVATION ANALYSIS

2.1. DEFINITIONS

2.2. ISSUES IN INNOVATION THEORY AND THEIR RELEVANCE TO THE FINANCIAL SECTOR

2.21. The importance of technological change as a factor of economic growth

2.22. Exogenous or endogenous T.C.

2.23. The "embodied" or "disembodied" nature of T.C.

2.24. Continuous or disruptive nature of T.C.

2.25. Importance of "demand-pull" and "supply-push" in originating T.C.

2.26. Labor saving or capital saving biases in T.C.

2.27. Process of diffusion of T.C.

2.28. Role of private agents in the process of T.C.

2.29. Interaction between market structure, size of the firms and T.C.

2.30. The role of government in T.C.

3. AN EXAMPLE OF FINANCIAL INNOVATION INDUCED BY GOVERNMENT INTERVENTION :  
THE BELGIAN LEGISLATION

3.1. A LEGISLATION IN TWO PARTS

3.2. THE PART I EXPERIENCE

3.3. THE PART II EXPERIENCE

3.4. LESSONS FROM THE BELGIAN EXPERIENCE 1982-1985

4. CONCLUDING REMARKS

REFERENCES

LIST OF TABLES

TABLE 1 : INDICATORS OF MACRO-ECONOMIC IMPORTANCE OF FINANCIAL SERVICES

TABLE 2 : INNOVATIONS FINANCIERES EN GRANDE BRETAGNE

LIST OF GRAPHS

GRAPH 1 : SCHEMATIC PRESENTATION OF THE INNOVATION PROCESS

GRAPH 2 : ORIGIN AND DIFFUSION OF TECHNOLOGICAL CHANGE

GRAPH 3 : EFFECTS OF TAX FAVORED (AFV) INCREASES IN EQUITY

GRAPH 4 : EFFECTS OF TAX FAVORED PURCHASE OF EQUITY

GRAPH 5 : STOCK EXCHANGE MOVEMENTS 1980-1985

FINANCIAL INNOVATION AND ECONOMIC GROWTH (1)

---

"It is not unfair to characterize virtually all of the statements on the causal relationship, if any, between financial development and economic growth as impressionistic" (R.W. GOLDSMITH, 1969).

1. INTRODUCTION

In the analysis of innovation and growth, financial innovation is somewhat of a newcomer. In SCHUMPETER's original theory of development (1934), the banker is an important protagonist, but he does not innovate; he is not the dynamic entrepreneur who imagines and pushes through new combinations. He only finances, making resources available to the entrepreneur by subtracting them from other market participants. In this way, he has to take risks, thus performing a risk-taking function. But SCHUMPETER does not examine how the banker tries to find (new) combinations to reduce costs or diminish, share or transfer risks, which is the quintessence of a large number of recent financial innovations.

Nor is the link between financial innovation and economic growth straightforward. In traditional economic analysis, innovation fits into growth theory via R and D and technical progress, "embodied" or not in the various factors of production. This presentation is largely based on experiences in industry and most of all in large, research-based firms. It does not directly fit in with developments in the financial sector. In the same way as theory, observation of economic life does not suggest a direct link between financial innovation and economic growth, except in the financial centers themselves. There, financial innovation stimulates growth of the financial sector, which largely coincides with the growth of the regional product. But cases like Luxemburg, where the banking industry has replaced the steel industry as "engine number 1" of economic growth, remain exceptions which do not allow generalization.

---

(1) Many thanks to Hilde BOON, Bernard SERGANT and Frank LIERMAN for their substantial contribution to the material, stylistic and statistical presentation of this paper. All imperfections remain mine.

The present paper tries to bring financial innovation and economic growth through innovation one step nearer to each other by examining

- (i) how some aspects of financial innovation can be analyzed in the framework of "growth through innovation" analysis,
- (ii) how and under which conditions, financial innovations to promote equity capital can induce effects upon economic growth. In this respect, conclusions will be drawn from a case study of the effects of the 1982 Belgian AFV (Avantages Fiscaux, Fiskale Voordelen) legislation on equity capital.

## 2. FINANCIAL INNOVATION IN A GROWTH-THROUGH-INNOVATION ANALYSIS

### 2.1. DEFINITIONS

It is striking how well the old Schumpeterian definition of "development" applies to financial innovation. In SCHUMPETER's terms (1934), it is the carrying out of new combinations as far as

- (i) new products,
  - (ii) new methods of production,
  - (iii) new markets,
  - (iv) new sources of supply,
  - (v) new forms of organization of an industry
- are concerned (1).

In this respect, recent analysis of financial innovation has stressed the importance of the following factors and processes :

- (i) the creation of new financial products by bundling or unbundling a limited number of characteristics of existing financial products, in other words, by making new combinations,
- (ii) the production and the distribution of money by new methods, based on computer and telecommunication technology,
- (iii) the creation of new markets, like the Euromarkets, but also the global integration of national and foreign markets, of international and domestic financial markets,
- (iv) the development of new forms of organization of the financial sector under the pressure of market competition, either in a given regulatory context, or as a reaction to measures of deregulation.

---

(1) The Theory of Economic Development, p. 66.

Consequently, the traditional terminology and definitions of innovation theory can be applied to financial innovations.

However, two specific remarks are in order. First, the original Schumpeterian categories seem to fit financial innovation phenomena better than those found in later work, e.g. by SCHMOOKLER (1966). This author examines the innovative process along its whole length, with emphasis being given to the "invention" and the "development phase" of new products. But in many new financial products outside the sphere of electronic banking, this "upstream" aspect of innovation does not require heavy resources, nor a long time span. It is often relatively unimportant as in SCHUMPETER's analysis. WIDMER (1986) derives this point from the "unmaterial" nature of financial services, which require less inputs of human and material resources than industrial activity.

Secondly, the very fact that in most countries the financial sector is much more regulated and in general much more subject to government intervention and supervision than the industrial sector, confers a special importance to the effects of regulation changes on the market structure of the financial sector and on the behavior of financial institutions.

Changes in market structure (broadly speaking "new forms" of organization of an industry) in SCHUMPETER's classification are often induced by government regulation.

In this respect, traditional theory was centered on the controversy as to whether innovation is favored by monopoly, oligopoly or competition. This controversy is not absent in financial innovation discussions, but it is broadened into an analysis of the dialectic process (KANE, 1981) : regulation --> circumvention by financial innovation --> deregulation --> increased competition among financial institutions --> financial instability through cut-throat competition --> reregulation to secure stability and prevent monopoly of the fittest.

## 2.2. ISSUES IN INNOVATION THEORY AND THEIR RELEVANCE TO THE FINANCIAL SECTOR

As already mentioned in the introduction to the present paper, innovation links up with economic growth through technological progress which, in this context, means either :

- (i) more output with the same quantities of inputs,
- (ii) the same output with smaller quantities of inputs,
- (iii) qualitative improvement of existing outputs,
- (iv) totally new products (JONES, 1975).

It is beyond the scope of this paper to give an extensive survey of the literature on innovation and technological change in order to test its relevance for the economics of the financial sector. I shall limit myself to sketching the main issues which have been raised by this literature. In my opinion, a survey of this kind is sufficient to shed some light on financial innovation. I consider the following ten issues in innovation theory as the most important ones with respect to economic growth (1) :

- the importance of technological change (T.C.) as a determining factor of economic growth,
- the exogenous or endogenous nature of T.C.,
- the "embodied" (embodied in capital, labor, etc.) or "disembodied" nature of T.C.,
- the instantaneous, disruptive or continuous nature of T.C.,
- the relative importance of "demand pull" versus "supply push" in originating T.C.,
- the possible labor-saving or capital-saving biases in T.C.,
- the process of diffusion of T.C. in the economy,
- the role of primary private agents (the entrepreneur, the technological leaders) in this process,
- the interaction between market structure (monopoly, oligopoly, competition), size of the firms and T.C.,
- the role of government in the process of T.C.

Of course, some of these issues overlap. Nevertheless, they should, in my opinion, be analyzed separately because of some of their distinctive features and their relevance for financial innovation.

---

(1) This list has been established starting from JONES (1975) and from the analytical work done by my students : MASSAUT, FOSSIGNON and VAN BUNNEN (1986).

## 2.21. The importance of technological change as a factor of economic growth

The most divergent conclusions have been drawn from analytical and empirical research. Quite a lot of historical studies point out that growth in capital output in most industrialized countries since the latter half of the nineteenth century cannot be explained by increases in the stock of physical capital or the supply of labour services. It has been statistically attributed to a residual factor which, in a rather adventurous jump to conclusions, has been identified with T.C. (JONES, 1975). Apart from the measurement problem, the heart of the matter is whether T.C. occurs independently of capital and labor accumulation, like "manna from heaven".

The present prevailing answer to that question is "no". T.C. is more specifically "embodied" in capital. In SOLOW's words : "Capital formation is a vehicle for carrying technical change into effect" (quoted in JONES, p. 190). In the analysis of the last twenty years "capital" in this context comprises not only material but also human capital : highly skilled labor. In this "embodied" interpretation, T.C. is usually considered as the most important factor in determining the growth rate of an economy.

When trying to apply these conclusions to financial innovation, we have to distinguish between the effects of financial T.C.

- on the micro-economic level of an individual financial institution,
- on the meso-level of the financial sector and the financial markets,
- on the macro-level of the economy as a whole.

To my knowledge, no comprehensive study of this kind has yet been made. But by putting bits and pieces of information together, my "impressionistic" view of the subject is the following :

- (i) the effects on the micro and more recently on the meso-level are now beyond dispute. T.C. has been used in the financial sector first to "contain" the cost explosion of the seventies and early eighties, and afterwards to open up new profit opportunities in a context of constraining government regulations, more sophisticated customer demand, new development in the computer and telecommunications industry and, last but not least, increased competition and dwindling intermediation margins in an overbanked economy.



(ii) the macro-economic effects of financial T.C. are much more uncertain because of

- the limited importance of financial services in the economy as a whole : 3 to 5 % of GDP in the EEC countries;

Table 1 : Indicators of macro-economic importance of financial services

	Estimated production of banking services (1983) (in % of GDP)	Gross saving of banks (1983) (in % of GDP)	Net interest payments by companies (1983) (in % of value added)
	-----	-----	-----
Belgium	3,6	1,1*	--
Germany F.R.	5,3	1,3*	--
France	3,9	1,9	7,4
Italy	4,6	2,7	13,3*
The Netherlands	4,2	1,5	--
U.K.	3,9	1,7	4,8
EUR 6	4,4	1,5*	--
U.S.A.	2,6	--	--
JAPAN	4,9	--	--

Note : \* 1982.

Source : EUROSTAT : Europe, Etats-Unis, Japon 1970-1986.

Principaux indicateurs des comptes économiques, Luxembourg, 1986.

- the limited importance of "upstream" linkages with sectors other than the computer and telecommunications industry;
- the very fact that many recent financial innovations have been "bottled up" in the financial sector itself without much repercussion on downstream economic sectors. It is an undisputed fact that T.C. has advanced much faster in interbank than in customer relations;

- the fact that some product innovations e.g. on the Eurobond market (Tigres, Zebras, partially paid, etc.) are to be considered as "gadgets" or "bubbles" in a small sophisticated circle of professionals, without much impact on the real economy;

Nevertheless, some macro-economists stress at present the significance of greater operational efficiency (financial services at lower costs) and greater allocative efficiency (savings flowing to the user with the highest expected real rates of return) for economic growth and employment at large (MODIGLIANI F., MONTI M., DREZE J., GIERSCH H., LAYARD R., 1986). Their argument runs as follows :

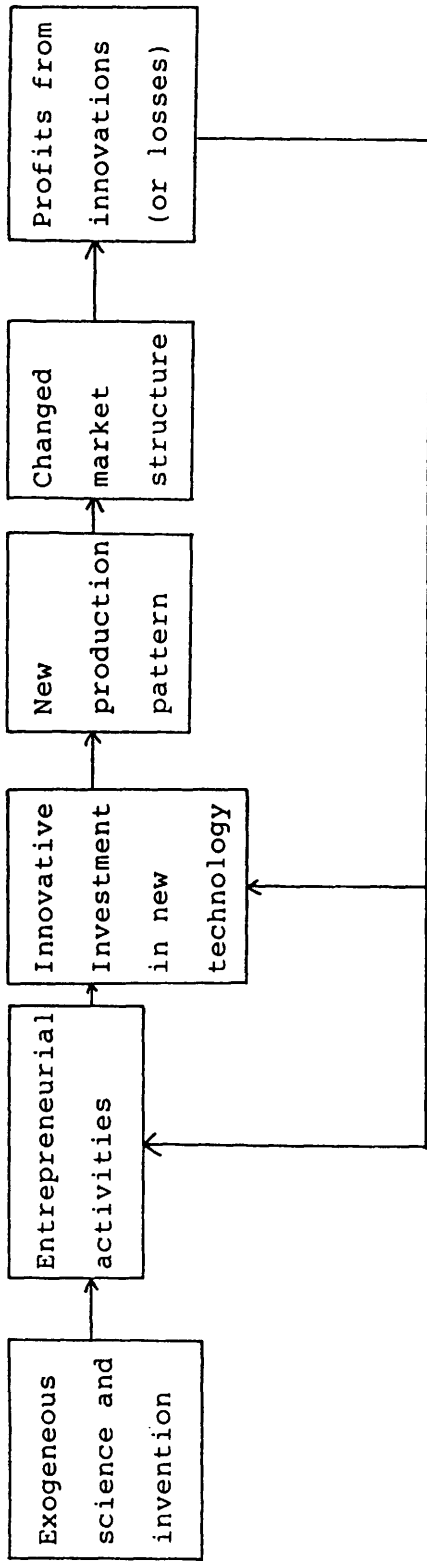
Growth in Europe in the next few years will depend on capital formation and capital formation cannot be stimulated by expansionary demand management only. It has to rely increasingly on supply side factors and, among others, improvement of the financial system. Relaxing the capital constraint, allowing a larger capital formation through a more efficient financial system is also a positive contribution to employment policy (p. 30-31). The very point to be discussed in this respect is whether this positive contribution can be significant in the present state and orientation of T.C. in the financial sector. Our case study (see section 3 of this paper) suggests that even government-induced innovations lose much of their impact outside the financial sector itself and contribute significantly only to growth when general economic and financial conditions, at home and abroad, are favorable.

## 2.22. Exogenous or endogenous T.C.

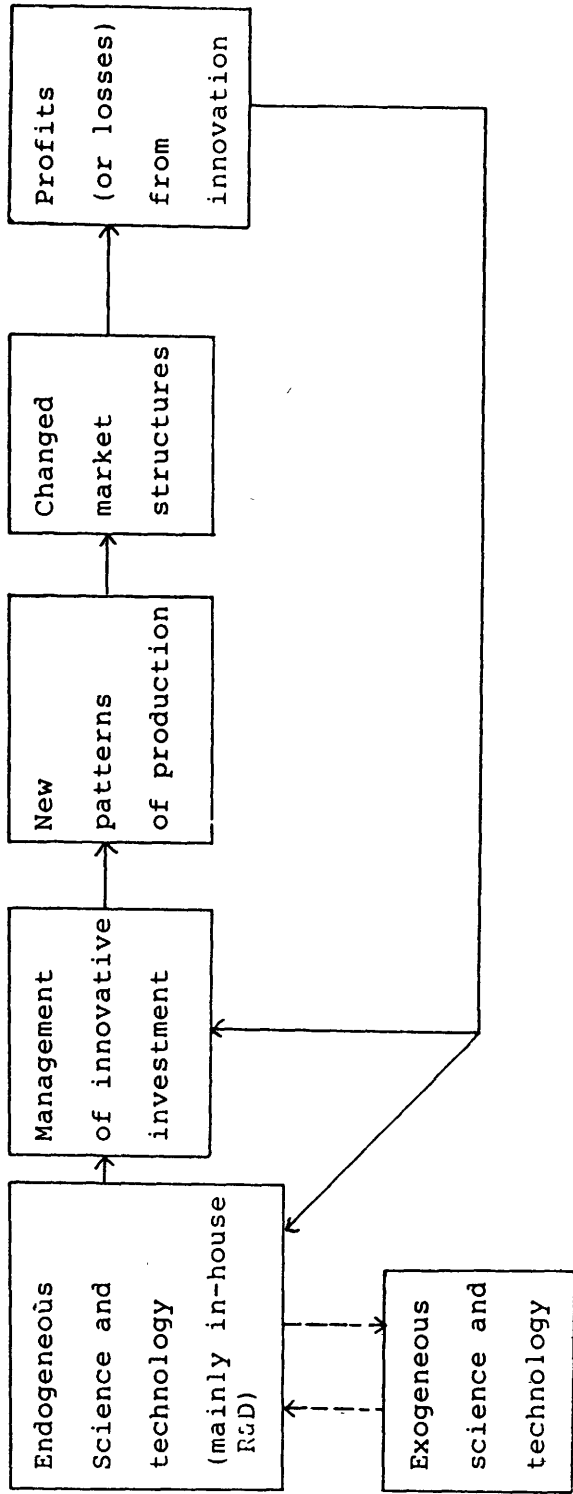
Originally, T.C. was mainly considered as an exogenous variable in the process of economic growth, either as a matter of principle or as an easy methodological device. This was the basic philosophy of the early Schumpeterian work on the subject. But the main trend, even in the (later) work of SCHUMPETER, has been towards "endogenization" of technology. FREEMAN, CLARK and SOETE (1982) have compared the SCHUMPETER I of the Theory of Development (1934) with the SCHUMPETER II of Capitalism, Socialism and Democracy (1943). Graph 1 shows graphically the basic elements of their analysis.

GRAPH 1 : SCHEMATIC PRESENTATION OF THE INNOVATION PROCESS

1. SCHUMPETER 1



2. SCHUMPETER 2



Source : Freeman, Clark et Soete (1982), "Unemployment and technical innovation", p.39 & 40.

Then, the endogenous nature of many technological changes with heavy emphasis on the impact of R and D by industry or government itself, became one of the main topics of innovation studies of the sixties and the early seventies (e.g. SCHMOOKLER, 1966; PARKER, 1974).

The concept of endogenisation of T.C. is particularly relevant for financial innovation. First, the experience of automation in the financial sector shows that the basic hardware was developed by the computer and the telecommunications industry, mostly in a totally exogenous way with respect to financial institutions. On the contrary, the software was often conceived by teams of banking people, alone or in cooperation with specialized software firms. And, as automation progressed, banking people also influenced the producers of hardware, e.g. for the design of ATM and POS terminals. The importance of automation and "telematization" has induced strong upstream linkages between banks on the one hand and computer and/or telecommunications firms on the other.

Moreover, the development of many new customer-oriented financial products (e.g. money accounts with market oriented interest) has occurred completely by trial and error inside the financial sector. All this information points in one and the same direction : a very strong trend toward endogenization of financial innovation.

### 2.23. The "embodied" or "disembodied" nature of T.C.

Our discussion under 2.21 has already underlined that T.C. is no longer considered as independent from accumulation of material and human capital. In analytical terms, technical progress is not only to be represented as a mere shift upwards in the production function but as a joint movement along and upwards of this function.

This is certainly the case in the financial sector. The distinctive feature in this process has been that the nature and the composition of the labor and capital factor in the production function of the financial sector has been drastically changed by technical progress. The importance of computer and telecommunications equipment in the investment budgets of banks has dramatically increased in comparison to investment in buildings and traditional office equipment. As far as personnel is concerned,

the trend has been towards the increase, on the one hand of highly skilled practitioners ("MIT-engineers no longer build bridges but portfolio models"), and on the other hand of extensive computer and organization departments. As in industry, unskilled labor is eliminated by automation. But unlike in industry, large R and D teams remain an exception in the financial sector (ABRAHAM, 1984).

#### 2.24. Continuous or disruptive nature of T.C.

In the original Schumpeterian view, innovation is a discontinuous, unprogrammed process. The action of the entrepreneur is disruptive; existing equilibria are dismantled (ROSSIGNON, 1986).

In more recent views where innovation is considered as part of an integrated process beginning with invention and turning into innovation and its diffusion, T.C. is much more continuous, planned and organized. Something of a regular flow of T.C. exists.

Both aspects are reflected in financial activity. Automation and "telematization" are of the continuous type; on the contrary, the launching of the new financial products is more accidental, depending on circumstances, opportunities and imagination.

Specific problems arise with respect to innovations induced by public (de)regulation. Recent experience shows the difference between the Anglo-Saxon approach of "Big Bangs" versus the Continental practice of "small steps". In our view, this opposition reflects different degrees of priority given to, on the one hand, "efficiency through competition" and "stability through gradualism".

#### 2.25. Importance of "demand-pull" and "supply-push" in originating T.C.

Early industrial innovation theory but also early financial innovation theory puts supply-push first. SCHUMPETER's "entrepreneur" pushes through new combinations of production means : "Development consists primarily in employing existing resources in a different way, in doing new things with them, irrespective of whether those resources increase or not (1).

---

(1) The Theory of Economic Development, Galaxy Paperback, New York, 1961, p. 68.

SILBER's (1975 and 1983) banking firm tries to relax or adjust to changes in the external or internal constraints imposed on it by external regulation, market conditions or internal rules.

The importance of demand factors has emerged at a subsequent stage. In industrial innovation this shift can be mainly attributed to the theorists of the sixties. The upshot of SCHMOOKLER's statistical analysis of industrial patents over longer periods is that market demand determines the pattern of industrial inventions and hence of innovation. "...The principal determinant of the volume of invention in a field is not its cost but its value..." (1). MANSFIELD's analysis (1968) introduces market demand in the diffusion process of innovation. The market can adopt or refuse a new product or a new process and this determines ultimately the rate of penetration and diffusion of this product or process.

Since the seventies, some kind of consensus has been established which has also been reflected in an OECD publication (PAVITT and WALD, 1971). The success of an innovation depends at the same time on

- (i) a scientific and technological potential,
- (ii) a market demand,
- (iii) an economic agent who transforms this potential into products and services which meet market demand.

On the financial innovation front, the origin of new products or processes has been associated with market needs linked to

- (i) inflation,
- (ii) volatility of interest rates,
- (iii) volatility of exchange rates,
- (iv) portfolio preferences of customers,
- (v) financing requirements of public authorities.

In her compilation of 37 financial innovations in Great Britain in the last 15 years, VAN BUNNEN (1986) considers demand factors (interest rates, inflation, exchange rates, public deficits) as pre-eminent in at least 15 cases (see table 2).

---

(1) Invention and Economic Growth, p. 204. See also MASSAUT, 1986, p. 14.

TABLE 2 : INNOVATIONS FINANCIERES EN GRANDE BRETAGNE (Source : VAN BUNNEN)

INNOVATIONS	Facteurs de demande	Facteurs d'offre	Taux int- rêt. infla- tion, chan- ge	Ré- gula- tion	Tech- nolo- gie pu- blic	Con- cur- rence	Année d'in- troduc- tion	Par qui ?	Avance par rap- port à la moyenne internationale
1. <u>Systèmes de paiement</u>									
.Guichets automati- ques	créative	défensive			X		1970	Institutions fi- nancières	
. Paiements automati- ques aux points de vente	créative	défensive					1980	Banques de dépôt	
. Compensation et li- quidation électro- niques interban- ques (CHAPS)	défensive	défensive			X		1984	Institutions fi- nancières	
.Système de clearing du crédit (BACS)	défensive	défensive			X		1972	Banques de clearing Nottingham building Society	X
.Banque à domicile (Homeline)	créative				X		1983		
.Cartes de crédit émises par des so- ciétés non bancaires	responsive créative	défensive			X	X			
. Paiement giro élec- tronique					X				
2. <u>Gestion de trésorerie</u>									
.Techniques de "cash management	responsive	défensive	X	X			1980	Banques de clearing	
.Gestion des ressour- ces		défensive	X		X	X	1970	Banques	
.Comptes courants avec rémunération à des taux du marché		défensive	X	X			1975	Institutions fi- nancières	
.Comptes d'épargne avec avantages fis- caux	créative	défensive				X	1975	Institutions fin.	
.Comptes d'épargne avec possibilités de paiement par chèques	responsive créative					X	1975	institutions fi- nancières Soc. de crédit immobilier	
.Compte "épargne-em- prunt"	responsive					X	1975	inst. financières	
.Certificats de dé- pôt pour particu- liers	créative	défensive	X	X			1975	inst. financières	
.Certificats de mar- ché monétaire	créative						1975	inst. financières	
.Fonds de placement avec possibilité de paiements par chèque	responsive	protectri- ce défens.		X		X	1975	inst. financières	
.Activités "hors bi- lan"				X			1980	banques	
.Swaps d'intérêt	responsive	protectr.	X				1970	inst. financières	X

TABLE 2 (continued)

3. Opérations financières et opérations de crédit .Crédits à moyen terme à taux variable .Prêts hypothécaires à taux flottants .Obligations à taux variables .Obligations à options ou warrants .Obligations à coupon zéro .Fonds de placement du marché monétaire .Futures sur devises intérêt actions .Options sur futures .Financement du capital à risque et du leasing	responsive	défensive	X				1975	banques de dépôt		
	responsive	défensive	X				1975	Soc. de crédit im.		
	responsive	défensive	X			X	1975	Gouvernement		
	responsive	défensive	X				1975	inst. financières		
	responsive	défensive	X				1975	Soc. de Gestion de portefeuille		
	créative	défensive	X			X	1980	inst. financières	X	
		défensive	X				1983	inst. financières	X	
		défensive	X				1975	inst. financières		
		protectrice								
	4. Structures de marchés & organisations institutionnelles .Accès des non-banques aux opérations bancaires .Organisation de marchés de futures & d'options .Organisation de marchés secondaires pour nouveaux instruments .Marché des prêts d'accès à la propriété par les banques de dépôt .Accès de soc. de crédits immob. sur les marchés de gros .Supermarchés fin. "Big Bang" .Unlisted Securities Market Bulldog Market	défensive	défensive	X				1975	non-banques	X
protectrice		protectrice	X				1975	banques	X	
défensive		défensive	X				1982	inst. financières	X	
défensive		défensive	X				1970	inst. financières	X	
défensive		défensive	X				1980	banques de dépôt	X	
défensive		défensive	X				1981	soc. de créd. im.	X	
défensive		défensive	X			X	1980	Bourse	X	
défensive		défensive	X				1986	Bourse	X	
défensive		défensive	X				1980	Bourse	X	
défensive		défensive	X				1980	inst. financières	X	

Sources : Abraham J.-P. : Notes économiques de la Periban, Novembre 1984  
Llewellyn D. : The Institute of Bankers, 1985



The importance of market-oriented factors has even been overstressed in the classification of the BIS-report on "Recent Innovations in International Banking". This excellent report refers only to market requirements by distinguishing :

- (i) risk-transferring innovations,
- (ii) liquidity-enhancing innovations,
- (iii) credit- or debt-generating innovations,
- (iv) equity-generating innovations.

In order not to neglect supply determined factors, I would add to this classification :

- (v) innovations induced by "technological progress in industry",
- (vi) innovations induced by spontaneous changes in market structure and competition,
- (vii) innovations induced by government (de)regulation.

## 2.26. Labor saving or capital saving biases in T.C.

The question whether T.C. is neutral or biased towards the saving of labor or of capital is a classic in the theory of economic growth. Our case study in section 3 indicates that in Belgium, like in most European countries, T.C. in industry has been heavily biased towards labor saving and capital deepening.

In the field of financial innovations, our discussion sub 2.23 suggests that financial innovation is

- labor saving, as far as unskilled labor is concerned,
- labor increasing, as far as skilled labor in operational computer and organization departments is concerned,
- capital deepening, through the impact of computer and telecommunications equipment.

In pure quantitative terms, the saving of unskilled labor outweighs the increase of skilled labor and the increase in computer and telecommunications equipment outweighs the decline of traditional investment in building and conventional banking equipment.

## 2.27. Process of diffusion of I.C.

The recent economic literature has concentrated on two dimensions of the process of diffusion :

- the dimension of time : the study of time lags between the various stages of the process, especially the lags between invention, development and imitation. Graph 2 shows the different stages where time lags may occur;
- the dimension of space : the study of diffusion of I.C. over continents, countries and regions. A brilliant example of this approach is given in MIGNOLET's doctoral dissertation on technological innovation and regional industrial reconversion (1986). Three aspects of industrial innovation are distinguished :
  - (i) the access to creative ideas,
  - (ii) the access to investment,
  - (iii) the access to the region.

For each of these dimensions, the probability of access is considered to be dependent upon :

- (i) the accessibility, the economic conditions of access to ideas, investments or regions,
- (ii) the receptiveness of the economic unit to new ideas, new investments or new locations.

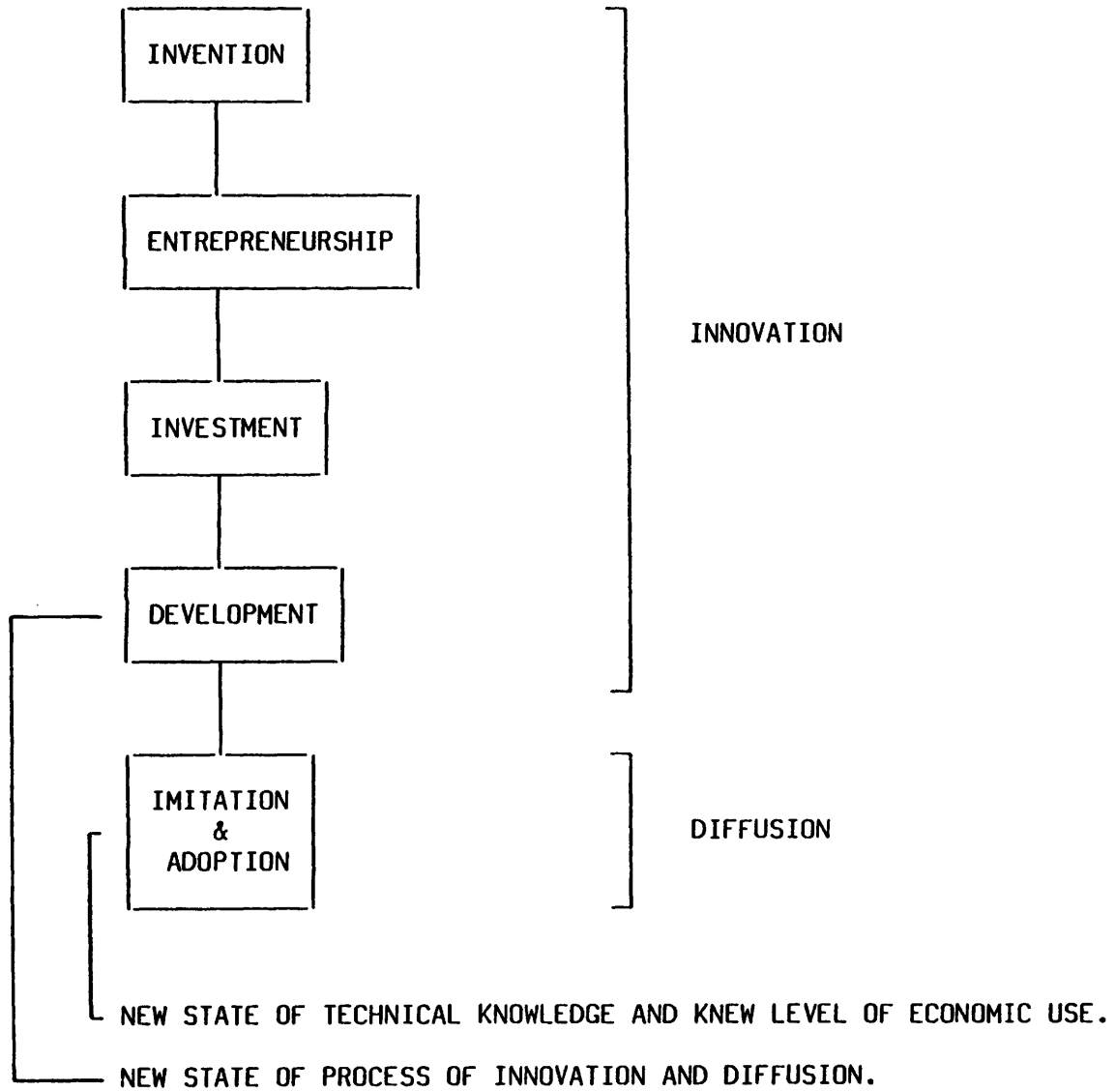
The author sets up quantitative indicators for each of these aspects and undertakes measurements for three different regions in Belgium.

When trying to apply these distinctions to financial innovation, one has to introduce various shifts in emphasis.

As far as the dimension of time is concerned, time lags are usually much shorter in finance than in industry for two reasons :

- market-oriented financial innovations do not require much R and D; they are conceived by practitioners who have direct market access and are used to react almost instantaneously;
- in order to grow, new financial products need a market, not only a primary market but also, especially for capital market instruments, a secondary market. Setting up such markets without much delay is a "must" for most market-oriented financial products. This contributes to reducing time lags between the different stages of financial invention, innovation and diffusion.

GRAPH 2 : ORIGIN AND DIFFUSION OF TECHNOLOGICAL CHANGE



Source : PARKER J.E.S. (1974) and MASSAUT S. (1986).

For the dimension of space, another important remark has to be made. Geographical distance becomes less and less important as an obstacle to diffusion of T.C. in the financial sector. Communication technology has been extremely effective in reducing the impact of geographical distance on financial operations.

On the contrary, institutional frontiers between a domestic market and the corresponding Euromarket and between different domestic markets, remain important as brakes to the process of diffusion of financial innovation.

This means that European financial integration - removing obstacles between the various domestic markets of the EEC-countries - must have a significant impact on the rate of diffusion of financial innovations in the EEC. It is the absence of integration which explains the different pace at which financial innovations are introduced in the various Member States : this pace is slow in countries like Germany and Belgium, moderately active in countries like France and Italy and extremely fast in Great Britain.

## 2.28. Role of private agents in the process of T.C.

The role of the entrepreneur in SCHUMPETER's analysis is widely known. But a few quotations from his Theory of Economic Development can be helpful to illustrate this idea of the (industrial) entrepreneur and his relation to the banker : "The carrying out of new combinations we call "enterprise"; the individual whose function is to carry them out we call "entrepreneur"... (p. 74). "...Economic leadership must be distinguished from 'invention'. As long as they are not carried into practice, inventions are economically irrelevant... Although entrepreneurs of course may be inventors as they may be capitalists, they are inventors not by nature of their function but by coincidence and vice versa..." (p. 88-89). "...The only man he (the entrepreneur) has to convince or to impress is the banker who is to finance him..." (p. 89). "... (The banker) stands between those who wish to form new combinations and the possessors of productive means. ...He makes possible the carrying out of new combinations, authorises people, in the name of society as it were, to form them. He is the ephor of the exchange economy." (p. 74).

When industrial innovation has been considered as a more continuous, regular, collective process, the notions of "innovation manager" and "technological leader" have emerged. The counterpart of SCHUMPETER's entrepreneur is nowadays a class of professional managers using sophisticated techniques of organization and control for making decisions (MASSAUT, 1986). Technological leaders are (big) firms which invest important amounts of resources in R and D, which focus on new technology and new markets, which attract the most qualified scientific and technical people, which are in constant relation with the external sources of invention like Universities, private independent laboratories, etc. (Same source).

I do not find many examples of SCHUMPETER's entrepreneur in the financial world of today but I do consider the concept of technological leader as highly relevant for the analysis of financial innovation.

Financial innovations are being introduced by a limited number of large banks, which attract the best people by the highest salaries, which are well connected within industrial, administrative and political circles, which enjoy an extensive placement capacity for new issues, which are heavily involved in secondary markets and which are able to favor new products and new processes merely by attaching their name and reputation to them. Indeed, DUFEY and GIDDY (1981) have emphasized that services, including complex financial services, are "experience goods" which must be consumed before their qualities can be determined. In these circumstances, "customers will tend to purchase new financial instruments and services only from firms that have a reputation for providing instruments and techniques of sound legality and "predictable" riskiness." (p. 4). This explains for instance the role of the European Investment Bank and of a few number of leading European private banks in promoting and diffusing new ECU-denominated financial instruments (ABRAHAM J.P., ABRAHAM F., LACROIX-DESTREE Y., 1984).

2.29. Interaction between market structure, size of the firms and T.C.

Much conventional wisdom on industrial innovation has a bias towards monopoly and big firms as the appropriate market structure and firm size to stimulate invention and innovation. According to this point of view, big monopolistic firms are more able to face the costs and the risks of innovation. Profits from monopolistic positions can be used to finance R and D and the marketing of new products (MASSAUT, 1986).

This traditional position has been challenged in the last two decades. MANSFIELD (1968) states : "Contrary to the allegation of GALBRAITH, SCHUMPETER and others, there is little evidence that industrial giants are needed in all or even most industries to insure rapid technology change and rapid utilization of new techniques. Moreover, there is no statistically significant relation between the extent of concentration in an industry and the industry's rate of technical change..." (p. 139). PARKER (1974) favors "competitive oligopoly", i.e. competition among the (big) few and considers this intermediate market form as "the most propitious to innovative activity" on the basis of "benefits of size, market influence, the availability of financial resources and the incentive to undertake research and development" (p. 66).

Although financial innovation does not require much R and D, except in electronic banking, recent experience shows the relevance of PARKER's intermediate position for the financial sector.

Competition, the struggle for increased shares of the various financial markets, the ambition to be first in timing, amounts and ratings has induced big international banks to launch new products on new markets. Recent financial innovations show emphatically the effectiveness but also the risk of bandwagon effects in the competition among the big few.

### 2.30. The role of government in T.C.

The traditional discussion about the role of government in T.C. concentrates on the question whether and to what degree public authorities should favor and stimulate T.C. in industry

- either by generating a climate of economic and financial stability conducive to innovative activity,
- or by stimulating T.C. in private industry through fiscal policy, removing or reducing taxation and/or subsidizing inventive and innovative activities of private firms,
- or by themselves engaging directly in this kind of activity, e.g. in R and D, done by government laboratories.

The setting of the problem is quite different in the financial sector. Public authorities as such are seldom directly involved in financial innovation; when nationalized banks are active in financial innovation, they act as private units and not as instruments of public policy. Authorities are also reluctant to provide for tax relief or subsidies to financial institutions which, on the whole, enjoy an attractive cash flow. But, on the other hand, the financial sector being very strictly regulated, changes in government regulations have a significant impact on financial activity and financial innovation. And finally, public authorities can induce customer-oriented financial innovations by providing fiscal stimuli to customers instead of financial institutions. In this way, banks become sometimes the private agents of public policy aiming at macroeconomic effects.

As recent experience shows, changes in government regulations concerning the financial sector can affect innovation in two ways :

- (i) more restrictive regulation increases the incentives for circumventing this regulation. The shift from domestic to Euromarkets in Europe is the textbook example of this part of the dialectic process;
- (ii) less regulation increases competition, pushes to higher efficiency, but can also be a source of financial instability and crisis. EEC governments have divergent preferences when facing this dilemma.

Financial innovations induced by government measures which provide fiscal stimuli to customers raise another kind of question. They generally pursue

- intermediate objectives in the financial sector : more intensive financial activity, new financial products,
- final objectives in the real economy : more investment, more production, more employment.

At present, most EEC governments are involved in both types of intervention :

- changes in regulations, aiming at more competition,
- measures to induce real effects through financial innovation, in particular equity-generating innovations.

The following section brings a case study of measures of the second type during the period 1982-1985.



### 3. AN EXAMPLE OF FINANCIAL INNOVATION INDUCED BY GOVERNMENT INTERVENTION : THE BELGIAN 1982 LEGISLATION (1)

#### 3.1. A LEGISLATION IN TWO PARTS

The Belgian 1982 legislation introduced two categories of financial incentives which are usually referred to by the name of their main promotor :

- (i) fiscal incentives for corporations raising equity in the years 1982 and 1983 (COOREMAN part). We will call it Part I;
- (ii) fiscal incentives for purchases of shares of Belgian firms by the private taxpayer during the four year period 1982-1985 (DE CLERCQ part). This will be Part II.

#### 3.2. THE PART I EXPERIENCE

As indicated in the flow chart of graph 3, the intended and partially realized effects of the COOREMAN part can be broken down into six stages :

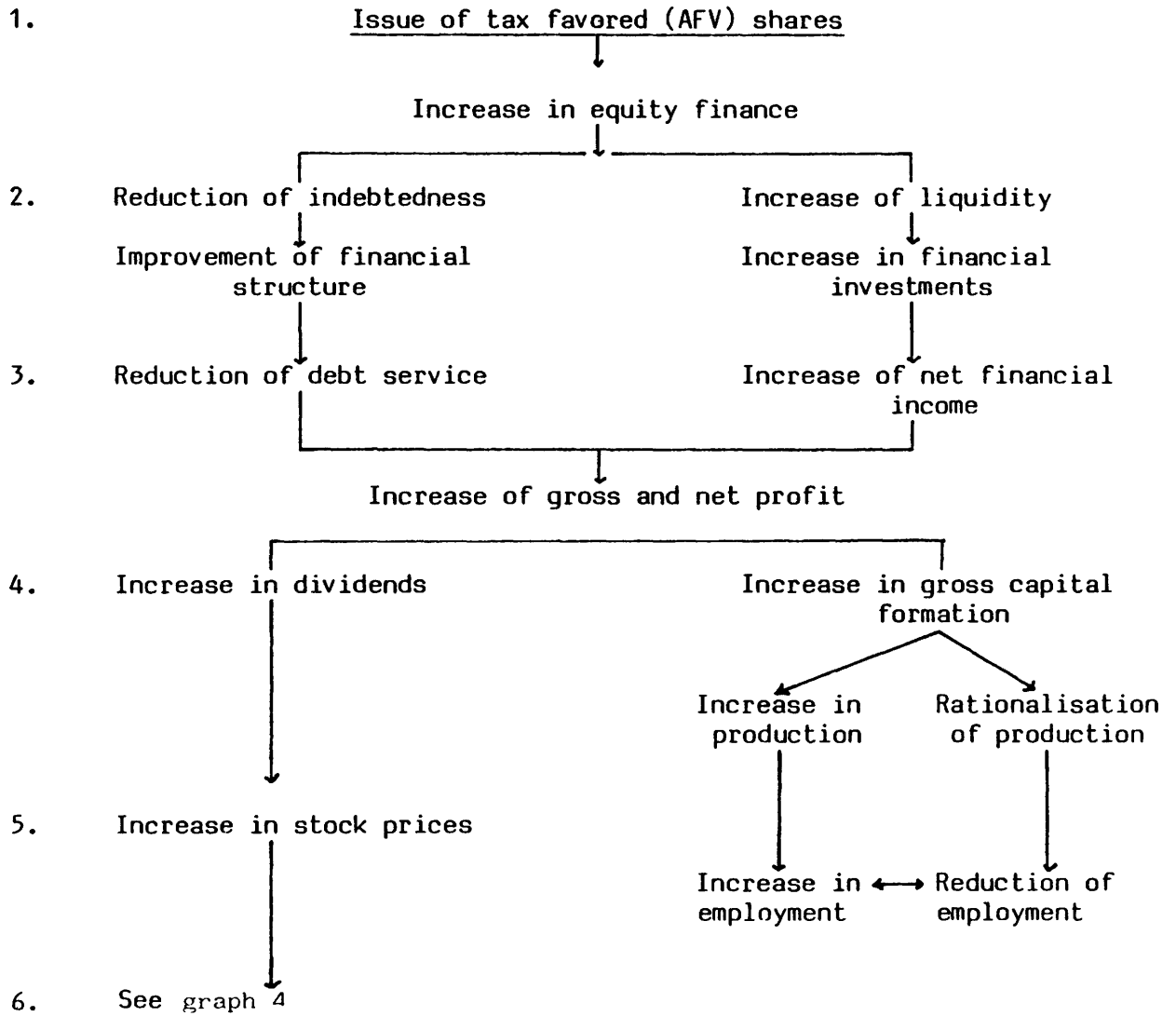
- . stage 1 : a financial innovation : raising equity by issuing a new kind of share : AFV shares (Avantages fiscaux - Fiskale Voordelen).
- . stage 2 : the first use of the newly raised funds :
  - reimbursement of debts,
  - financial investment of liquidity.
- . stage 3 : positive repercussions of stage 2 on the income statement : additional profits through :
  - reduction of debt service,
  - increase in net financial income.
- . stage 4 : repercussions of stage 3 on pay-out and gross capital formation
  - increase in gross capital formation,
  - increase in dividends to the shareholders.
- . stage 5 : repercussions of previous stages on stock prices and on production.
- . stage 6 : repercussions of stage 5 on stock exchange activity and on employment.

---

(1) This section summarizes and updates my paper for the 1986 Meeting of the European Association of University Teachers in Banking and Finance (ABRAHAM, 1986).

GRAPH 3

EFFECTS OF TAX FAVORED (AFV) INCREASES IN EQUITY



On this basis, our evaluation of the COOREMAN part stands as follows :

Stage 1 : a financial innovation

Success after a slow start, leading to an explosion in 1983.

Figures are given in (F. LIERMAN, 1986, p. 8-9) :

- 25.750 increases in capital or creation of new firms.
- Concentration of new issues on a not too important part of the total number of industrial and commercial corporations :
  - . 17 % of "sociétés anonymes",
  - . 5 % of "sociétés de personnes à responsabilité limitée".
- Out of the gross amount of 350 billion BF raised under the legislation, 84 billion, i.e. about one fourth, were raised by firms quoted on the Stock Exchange.
- More than 30 % of the total funds resulting from public issues was raised by holding companies and 12 % by banks.
- About one third of the firms quoted on the Stock Exchange raised equity under this legislation.

Stage 2 : the first use of the new funds

The funds were quite often used for the reimbursement of debt instead of new investments. More than 25 % of the total amount was used to improve corporate financial structures. The improvement of the financial structure of AFV companies quoted at the Stock Exchange was impressive.

<u>Ratios AFV corporations</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
Total debt/Equity	206,0	193,0	165,0	154,0	140,2
Long term debt/Equity	90,0	83,0	60,0	61,0	55,5
Equity/Permanent funds	50,9	52,1	59,6	61,8	64,3

Source : Paribas Belgique.

In "quoted" AFV corporations equity finance rose by 46 % from 1981 to 1985.

Stage 3 : positive repercussions on the income statement

Profit ratios increased not primarily because of tax incentives for equity finance but rather as a result of the improved competitiveness of the Belgian economy after the 1982 devaluation, the temporary non-indexation of wages, the reduction of corporate tax rates etc. The impact of tax incentives on equity finance should not be overrated.

<u>Ratios AFV corporations</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
Net profit/Equity	6,9	7,9	8,0	9,1	10,7

Source : Paribas Belgique.

Stage 4 : repercussions on pay-out and gross capital formation

Two important points should be stressed :

- . Dividends increased by nearly 120 % in four years (1981-1985), without an increase in the pay-out ratio.

<u>Dividends paid out by AFV firms</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
Index	100	116	149	192	218
Pay out ratio (%)	86,2	72,0	77,2	80,1	77,5

Source : Paribas Belgique.

The increase in dividends was mainly determined by the improvement in general profitability but was also influenced by the tax incentives (more tax relief achieved when a corporation pays out a "superdividend").

- . There was a sharper increase in financial investments than in material capital formation, especially in the early years of the legislation when general business conditions were still grim, interest rates high and interesting investment projects scarce.

Development of investment in AFV corporations

<u>Index</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
Financial Investment	100	368	285	208	208
Material Capital formation	100	81	78	129	133

Source : Paribas Belgique.

Stage 5 : repercussions on stock prices and on production

Increase in stock prices : The AFV shares are priced at a premium vis-à-vis the ordinary shares because of their tax advantage. As this advantage is only granted for a maximum of ten years, this premium decreases and finally disappears. Until mid 1985, the premium was higher than 10 %, but afterwards it decreased substantially and in October 1986 amounted to about 8 % for shares outside the electricity sector and to less than 0,5 % in this latter sector. Apart from this premium, the AFV shares benefited from the general increase of the stock exchange index without realizing a larger increase than the general index.

Most investments were aimed at rationalizing instead of expanding productive capacity. Industrial activity remained sluggish and was, in our opinion, not influenced very much by the legislation.

Stage 6 : repercussions on stock exchange activity and on employment

The AFV shares contributed significantly to the increase in the capital value of the Brussels stock exchange (16,4 % at the end of 1985) and to the total volume of shares transacted on that exchange (25 % in 1985).

Brussels stock exchange data 1985

	<u>AFV shares</u>	<u>All shares</u>	<u>%</u>
	1	2	3
Capital value billion BEF	172	1.051	16,4
Transactions on stock market (billion BEF)	10	41	25,0

Source : Paribas Belgique.

- . No significant positive influence on employment was noticed, because investment was primarily directed to rationalization and capital deepening and not to expansion.

3.3. THE PART II EXPERIENCE

As indicated in the flow chart of graph 4, the effects of the DE CLERCQ part can be broken down into 4 stages :

stage 1 : the initial impact : the tax favored purchase of shares of Belgian "quoted" corporations by the private tax payer.

At this stage, a significant financial innovation occurred : the creation of Belgian mutual funds, explicitly approved by the government.

stage 2 : the repercussions on the stock exchange : increase in business and prices.

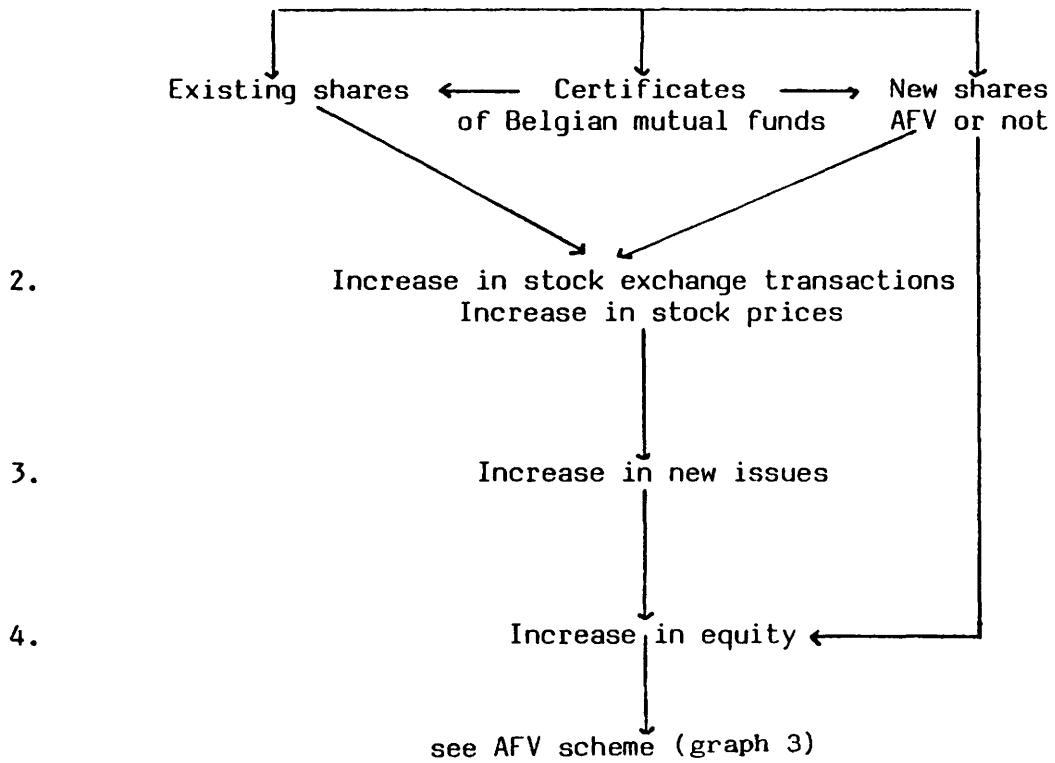
stage 3 : the repercussions on the primary capital market : increases in new public or private issues of shares.

stage 4 : the repercussion on equity finance in industrial and commercial corporations : at this stage, the process is the same as for AFV shares (graph 3).

GRAPH 4

EFFECTS OF TAX FAVORED PURCHASE OF EQUITY

1. Tax favored purchase of shares of Belgian firms



We evaluate the performance of this part of the legislation as follows :

stage 1 : the initial impact : as in the case of the AFV shares, there was success after a slow start.

Tax favored purchase of shares 1982-1985 (in billion BEF)

<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>Total</u>
10,5	17	23	20-25	70-75

Source : Kredietbank.

More than 500.000 Belgian households, i.e. roughly 1 out of 6, own a portfolio of shares or of certificates of mutual funds. Seven special mutual funds were set up by financial institutions. At the end of 1985 the global inventory value of their assets amounted to 83 billion BEF, i.e. 6 % of the total capital value of the shares quoted on the stock exchange. These mutual funds have been heavy buyers of AFV shares which has built a link between the two parts of the legislation.

stage 2 : the repercussions on the stock exchange

Just like the COOREMAN part, the DE CLERCQ part contributed substantially to the revival of the Brussels stock exchange and stimulated transactions in Belgian shares on this market.

Transactions on the Brussels stock exchange

	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
Total volume (bonds and shares) (in billion BEF)	173	220	257	275	309
Belgian shares in % of total	14 %	21 %	27 %	33 %	36 %

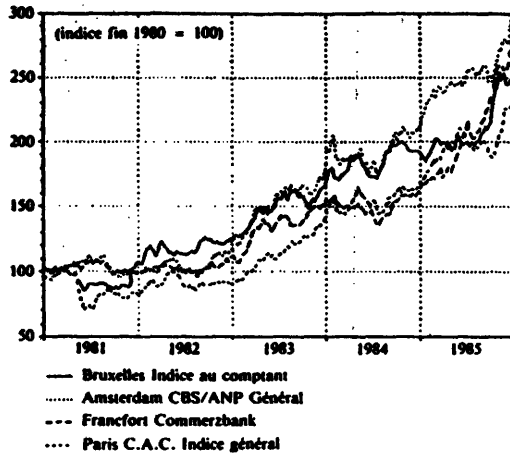
Source : Paribas Belgique.



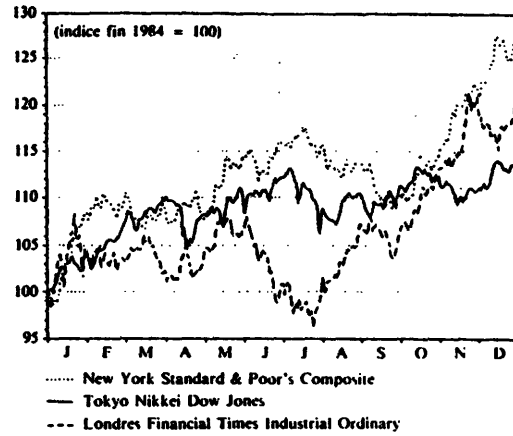
GRAPH 5

STOCK EXCHANGE MOVEMENTS 1980-1985

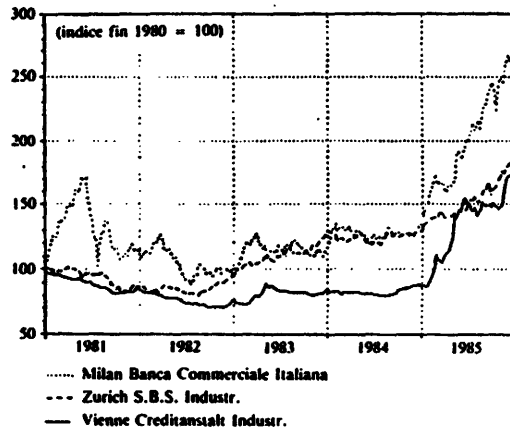
**Graphique 3: Bourses d'Europe occidentale (1)**



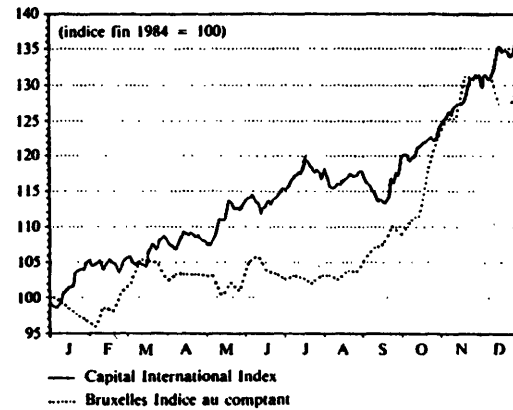
**Graphique 6A: Evolution boursière en 1985**



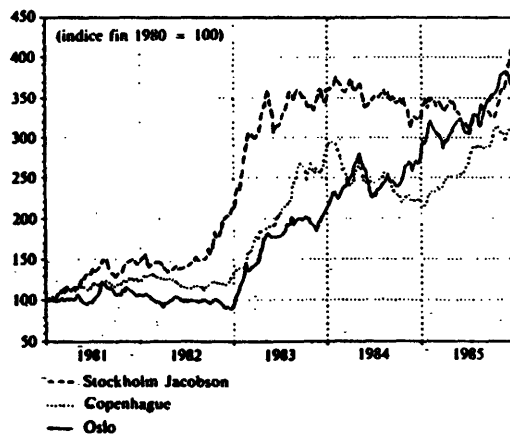
**Graphique 4: Bourses d'Europe occidentale (2)**



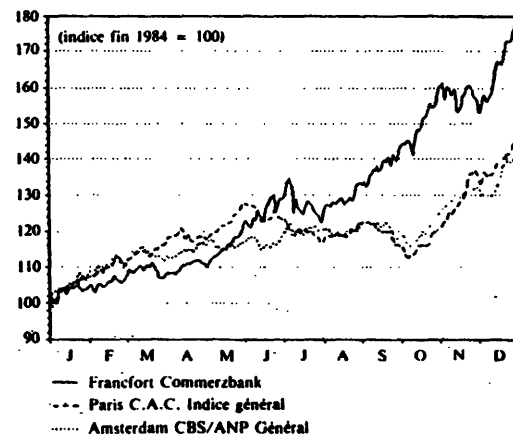
**Graphique 6B: Evolution boursière en 1985**



**Graphique 5: Bourses scandinaves**



**Graphique 6C: Evolution boursière en 1985**



This increase was not completely and perhaps not primarily determined by the tax measures but by the general stock market boom in Western Europe. In fact, the Brussels stock exchange index did not increase faster than in neighboring countries except in the latter part of 1985. Tax measures alone cannot trigger a stock market boom.

stage 3 : the repercussions on the primary capital market : increase in new issues.

Issues of new shares did not stop at the end of the COOREMAN part. The access to equity finance has been broadened in a permanent way.

Annual amount of new public issues of shares on the Brussels exchange market (in billion BEF)

<u>1975-1981</u>	<u>1982-1983</u> (COOREMAN)	<u>1984</u>	<u>1985</u>
4,5	42	13,6	18

Source : Kredietbank.

The shares of 12 corporations were newly introduced on the Brussels exchange market. The amounts put on the market (mostly 10 to 20 % of the total number of shares) were oversubscribed several times. This led to an overvaluation at the first quotations on the exchange. This phenomenon is similar to the high premium on AFV shares in the immediate post-COOREMAN period, and is mainly explained by the heavy purchases of the "DE CLERCQ" mutual funds.

stage 4 : the repercussion on equity finance in industrial and commercial corporations.

The impacts of the COOREMAN and the DE CLERCQ parts were mutually reinforcing in promoting equity finance for corporations. As a consequence, credit demand has been very sluggish in recent years and this has been a significant factor behind desintermediation in the clearing bank sector.

### 3.4. LESSONS FROM THE BELGIAN EXPERIENCE 1982-1985

(i) Equity generating innovations induced by government intervention can be an important component of financial innovation. But with this type of innovation, the creative contribution of the financial institutions is usually smaller than in other areas. Financial institutions act, to a certain degree, as agents of government policy under strictly determined conditions and usually only after explicit approval by the authorities. The scope for independent creativity is often limited to technical details.

(ii) As could be expected, the financial effects of equity generating innovations are less ambiguous than their effects on demand, investment, production and employment.

(iii) The Belgian experience shows that equity generating innovations, which are induced by government intervention, can significantly stimulate the primary and secondary capital markets. But this result is only reached when general economic and financial conditions, at home and abroad, are favorable. Equity finance is not increased by tax measures and related innovation when economic prospects are grim, when the economic performance is weak and when profits are low. For the same reason, the domestic stock market will not take off when business is sluggish and stock indexes are going down in the main financial centers.

#### 4. CONCLUDING REMARKS

This impressionistic review of the (possible) relation between financial innovation and economic growth does not show a clear-cut interaction between the two variables. This is the outcome of many analyses of innovation and growth in individual industries. One sector, one industry alone is seldom the locomotive of the whole economy, the other sectors being implicitly downgraded to passive first and second class wagons. Growth results from the interplay of many factors - technical, economic, social -, some being internal to the sector under review and some taking the form of backward and forward linkages.

The analysis of the relation between financial innovation and economic growth is only meaningful when it is carried out in such a context of "interplay". In this respect, six concluding statements emerge from this paper :

- (i) Inside the financial sector, innovation is quite significant for growth and change of the sector. It is not "manna from heaven"; it is embodied in (skilled) people, in human and material capital. It upsets the production function of the financial institutions.
- (ii) Inside the financial sector, competition among the (big) few banks is a driving force to innovation.
- (iii) In such a regulated industry as the banking industry, both regulation and deregulation affect financial innovation in a significant way.
- (iv) Outside the financial sector, upstream linkages are largely restricted to the computer and telecommunication industries. But in this particular field, the linkage is very strong. The banking industry is playing more and more the role of a locomotive for new applications of computer and telecommunication science in the whole sector of service industries.
- (v) Downstream of the financial sector, the values or costs of financial services alone are not very often a determining factor for improving the efficiency of an individual (non-financial) firm, industry or economic sector. But added to improvements in the use of material inputs and/or of non-financial services, improvement of financial services through innovation can be a significant source of increased efficiency.

(vi) The effects of financial innovation, both inside and outside the financial sector, depend largely on general political, economic, and financial conditions at home and abroad. The nature and the intensity of these effects are being determined by developments in society at large. In the other direction, financial innovation only contributes, in a modest way, to progress in the society as a whole. As it is the case in many industries, the former aspect outweighs the later.

On this basis, my advice to policy makers is quite simple : Do not rely on financial innovation alone to accelerate growth in Europe in the next few years; do not consider financial innovation as the miraculous medicine against economic stagnation; do not take financial innovation for the high-powered locomotive of the Orient Express drawing us from here to prosperity.

Rather, assemble a set of mutually reinforcing engines of economic growth, including high tech industries, well differentiated consumer goods of high quality and a bunch of financial and non-financial services. You will end up with a train which is not likely to take off like a TGV, but which will not run off the tracks at the slightest accident either.

J.P. ABRAHAM  
October 22, 1986.

REFERENCES

ABRAHAM J.P., ABRAHAM F., LACROIX-DESTREE Y., EMS, ECU and Commercial Banking, Revue de la Banque, February 1984.

ABRAHAM J.P., Innovation financière et progrès économique, Notes Economiques Paribas, November 1984.

ABRAHAM J.P., Financial Innovations on Capital Markets induced by Government Intervention. The Belgian Experience 1982-1986, mimeo, August 1986 (forthcoming in Bangor Research Papers).

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Recent Innovations in International Banking, Basle, 1986.

DUFEY G. and GIDDY I.H., The Evolution of Instruments and Techniques in International Financial Markets, SUERF Series 35A, 1981.

FREEMAN C., CLARK J. and SOETE L., Unemployment and Technical Innovation, London, Frances, Printer, 1982.

GOLDSCHMIDT R.W., Financial Structure and Development, New Haven, London, Yale University Press, 1969.

JONES H., An Introduction to Modern Theories of Economic Growth, London, Nelson, 1975.

KANE E.J., Impact of Regulation on Economic Behavior, in Journal of Finance, May 1981.

LIERMAN F., Les Actions AFV, Une Innovation Financière aux multiples facettes, Notes Economiques Paribas Belgique, numéro spécial, 2e trimestre 1986.

LIERMAN F., The recent Financial Innovations in Belgium, mimeo, August 1986 (forthcoming in papers of the NEW FIN Meeting on Financial Innovation, September 1986).

MANSFIELD E., Technological Change, New York, Norton, 1968.

MASSAUT S., Les effets économiques des innovations technologiques dans le secteur financier, Mémoire de Maîtrise, Namur, 1986.

MIGNOLET M., Innovation Technologique et Redéploiement Industriel Régional. Un outil d'évaluation et d'analyse, Namur, Presses Universitaires; Genève, Editions Régionales Européennes, 1986.

MODIGLIANI M., MONTI M., DREZE J., GIERSCH H., LAYARD R., Reducing Unemployment in Europe : The Role of Capital Formation, Economic Papers, EEC Commission, n° 47, July 1986. Published as CEPS Papers n° 28, 1986.

PARKER J.E.S., The Economics of Innovation. The national and multinational enterprises technological change, London, Longman, 1974.

PAVITT K. and WALD S., The condition for success in technological innovation. Paris, OCDE, 1971.

ROSSIGNON Ch., Les innovations financières sur les Euromarchés, Mémoire de Maîtrise, Namur, 1986.

SCHMOOKLER J., Invention and Economic Growth, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1966.

SCHUMPETER J.A., The Theory of Economic Development, Galaxy Book, New York, 1961.

VAN BUNNEN Y., Les innovations financières en Grande Bretagne, Mémoire de Maîtrise, Namur, 1986.

WIDMER A., Innovationsmanagement in Banken, Dissertation nr 965 der Hochschule St. Gallen, difo Druck Bamberg, 1986.





# **Role of innovation in the development of financial institutions**

**L. Schuster**

*Institut für Bankwirtschaft, Hochschule St. Gallen*



## 1. CHANGE IN THE ATTITUDE OF FINANCIAL INSTITUTIONS TOWARDS THE THEME "INNOVATION"

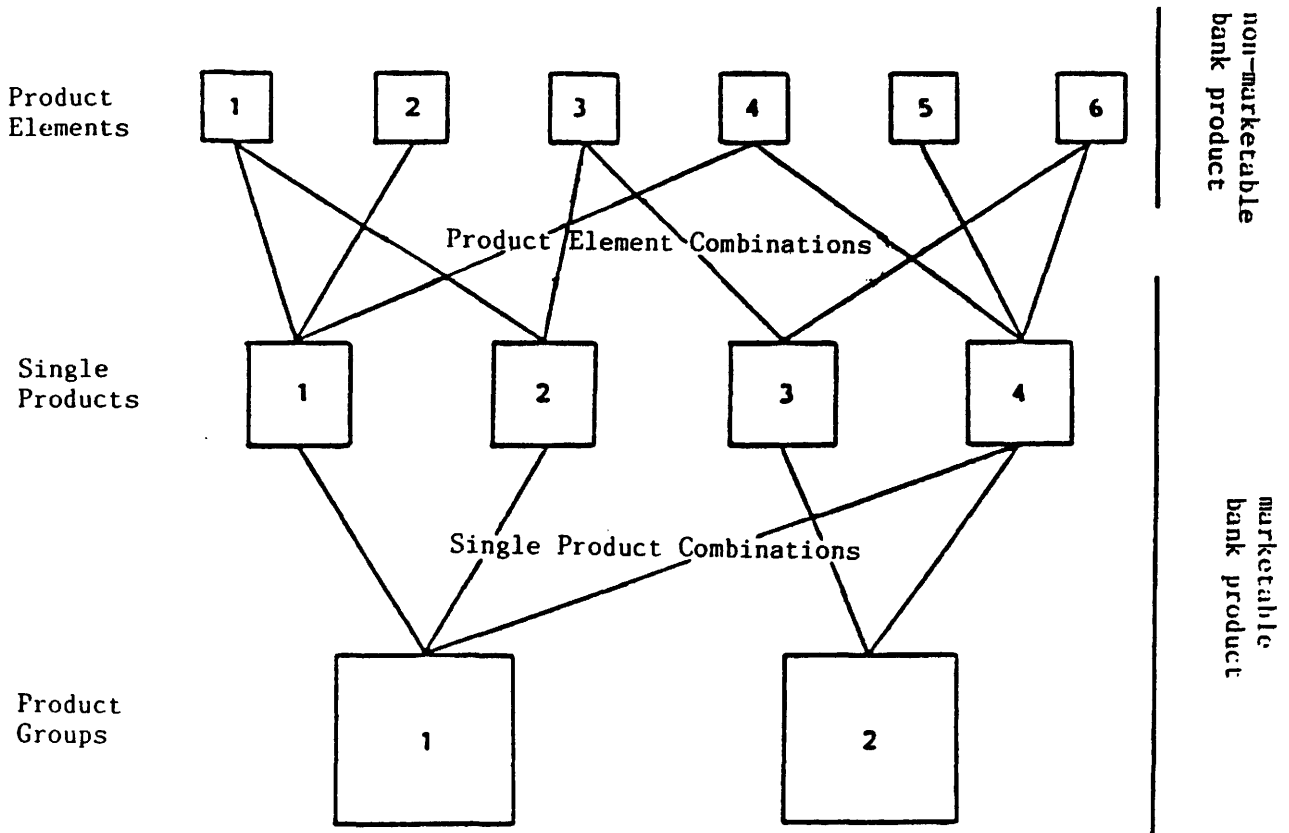
As known, the motto of many banks during the 1960's was: "The best bank is the bank least talked about". This meant that banks rarely engaged in marketing activities; their strategies were reactive strategies and innovations in banking were few and far between. The reasons for this did not lie so much in a possible inertia on the part of bankers, but rather in favorable market conditions, fixed exchange rates, a more domestic orientation of business, clearly defined customer target groups, and closer government control. Much of this changed within a relatively short period of time. The change was fairly substantial, so substantial, in fact, that Professor James van Horne of Stanford University felt obliged to make the following statement in July 1985: "The last six years have witnessed the greatest number of financial innovations in our nation's history, reflecting vitality and the forces of competition". While this statement refers to the situation within the American market itself, it is clear that a similar trend towards innovation also exists in Europe today. European banks, in particular, have become increasingly receptive to change and innovation.<sup>2)</sup> The reasons for this increased receptivity to innovation, as well as an analysis of the innovation process itself, are the subjects of this paper. First, however, the term "innovation" needs to be defined and illustrated in the case of banks.

## 2. WHAT IS INNOVATION ?

In accordance with the market-oriented nature of our approach, we wish to define the term innovation as follows: "Products which provide a new and original experience for the bank customer, including the procedures and instruments which make these products possible". The "hierarchy of bank products", as developed in the theory of banking, provides a more conceptual view of innovation (see Diagram 1)3). Here each single marketable product consists of the combination of a smaller or greater number of single product elements. A mortgage, for instance, consists of the credit application, the credit check, the land registra-

Diagram 1

Hierarchy of Bank Products



tion formalities, etc. Typical for the sale of bank products is that single products are combined into product groups. Thus the sale of a mortgage includes the payment transactions, and possibly the sale of a life insurance policy and the creation of a savings account, the account being used for the collection of funds used for the amortization and interest payments.

Innovations are created by varying the individual elements which make up a single product or by varying the individual products which make up a group. A partial innovation occurs when one or more (but not all) elements of a single product are altered. A partial innovation also occurs when one or more (but not all) products within a product group are changed. A total innovation occurs when all of the elements which make up a product (or all of the products which make up a group) are changed simultaneously. Using this concept we can explain why, for example, the automatic cash machine "Sesam" of the St. Gallen Cantonal Bank was seen by customers, and to some extent by the banking community, as an innovation, although ATM technology was already well known in Switzerland and had already been introduced in many other countries. What the SGCBC did was to put together the various product elements which make up the ATM service in a new and different way. The name "Sesam", plus two to three additional functions (such as the ability to make deposits, determine the current account balance, and receive a print-out of recent transactions) helped to make this ATM an innovation in the eyes of the customers.

Although this example from the interface bank/customer is actually an "operational innovation", Sesam can also be considered a product innovation, as the bank transaction is no longer bound to the teller and is thus "de-personalized" and independent of the bank's opening hours.

In addition to product and operation innovations there is a third type of innovation: innovation in bank management. These include in a broad sense all those innovations which have occurred in management in general, such as overhead value analysis, management development methods and quality circles. In a narrower, and more meaningful sense, innovation in bank management consists

of those innovations in management specifically applicable to the banking industry: asset and liability management, relationship management, opportunity cost methods in calculations, et alia (see Diagram 2).

An important question at this point is whether the expansion of a bank into new geographic markets (such as China, Japan or Australia) or into new customer markets (senior citizens, social clubs) should be considered an innovation as those discussed above. In the product/market matrix,<sup>4)</sup> developed by Ansoff, the introduction of current products into new markets is defined as market development, whereas the introduction of new products into new markets is defined as 'diversification'. Thus from the perspective of a single bank, an expansion into a new region or market may seem to be an innovation. From the perspective of the market as a whole, and from the perspective of the customer, however, that is certainly not the case. Instead, the most these parties might perceive is increased competition in the affected market.

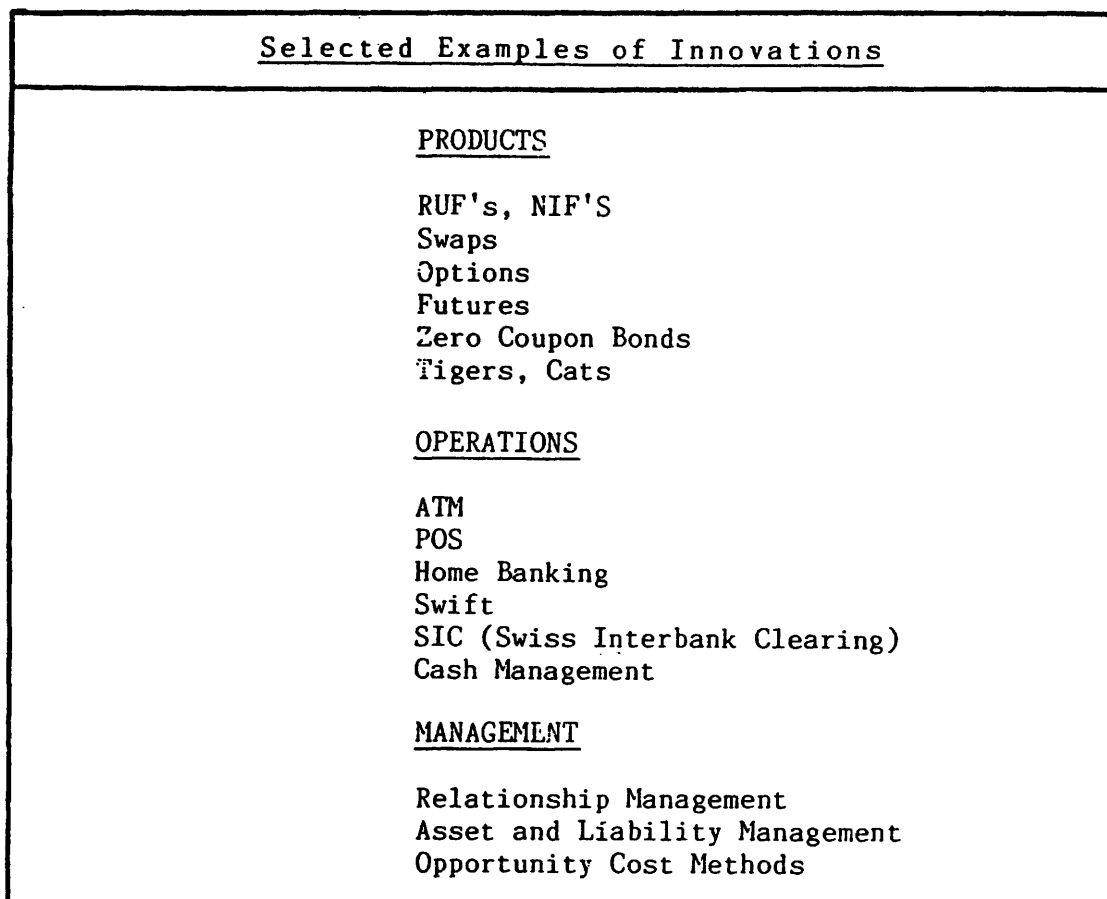
### 3. MOTIVES FOR INNOVATION

We have defined innovation and examined the various types of innovations which appear in the banking industry.<sup>5)</sup> What factors, however, have been responsible for the current trend towards innovation? Globally considered, we can see that there are four fundamental developments which have been primarily responsible for the current "push" towards innovation in the banking industry.

#### a. Globalization

Through the use of computers and modern data transfer systems (such as satellites), the finance centers of the world have become closely interconnected, so much so that a global credit and capital market is in the process of emerging, and to some extent already exists: the world's finance market has become "globalized". In this age of "informatization",<sup>6)</sup> extensive information is available to all who seek it. This information needs to be acquired inexpensively as possible, needs to be sorted, be saved, be made available to users, and most importantly of

Diagram 2



all, this information needs to be put at management's disposal for use in management decisions. The computer has made this globalization possible and has helped to foster it; the consequence of this globalization will be further innovation, particularly in the operations sector.

#### b. Securitization

The increasing number of worldwide risks with which banks have been faced in recent years, especially those associated with the Latin American countries, has ushered in a new era of risk consciousness in banking. Instead of making traditional loans, which must appear in the balance sheets, banks today prefer to arrange financing through securities, which do not involve the same credit risks as do the traditional loans. This trend towards the use of securities for financing is responsible for the development of RUF's, NIF's and other similar instruments. Securitization has also initiated another development: disintermediation. Disintermediation is defined as the turning away by banks from their traditional function, the transformation of deposits into loans, and towards off-balance sheet transactions between borrowers and lenders. 7)

#### c. Deregulation

Due to pressure from changing markets, banking and stock market laws have been forced to change in many countries. These changes can be seen most clearly in the United States and in Great Britain, where there is a trend towards a "universal banking system", in which all banks are active in the same business areas, and in which even non-banks, such as insurance companies and pension funds, provide a wide range of banking services. The stock markets of Japan and the Federal Republic of Germany are likewise being liberalized. In the Netherlands, Australia, New Zealand, as well as in the Scandinavian countries, the entry of foreign banks into the domestic market is being encouraged.

This trend towards deregulation has led to a broad selection of innovations. Some examples, in this case from the United States, are: money market investment



accounts, super NOW accounts, municipal bond mutual funds, adjustable rate preferred stock, adjustable rate mortgages, securitization of pass-through and other mortgages, and bonds with put-options.

d. Computerization

Although we discussed the role of the computer in the development of globalization, we have not fully covered the role of the computer in the banking industry. The triumphal advance of the computer in the banking industry has had a tremendous impact both on the banking industry in general and on the drive towards innovation in banking in particular. The computer does not only change the techniques and interfaces, as well as the bank business areas themselves, but it changes all those who use the computer, as well as those who refuse to use it. The members of this last group, those who turn away from the computer, are affected, ironically, perhaps most of all, as they are condemned to become outsiders in a computer-oriented society. This is especially true for employees of banks and insurance companies who refuse the computer.

The innovations which have already been introduced through the use of the computer are innumerable. Some examples are electronic banking, computerized balance sheet assessment, SWIFT, home banking, and POS EFTS. Innumerable, too, are the innovations which the computer is expected to introduce, such as expert systems, far more comprehensive data banks, and fully electronic stock markets.

The developments just discussed (globalization, securitization, deregulation, and computerization) are international in nature. They are, however, of varying intensities in different countries, due to differences in law and regulations between these countries. In the USA, for example, deregulation, securitization and computerization have played a decisive role in the increase in financial innovations. In addition to these influences, macroeconomic destabilizers, such as fluctuating interest and inflation rates, and frequent changes in the dollar exchange rate, have also provided a need for innovation in that country. Futures, options and swaps, in fact, owe their existence to these macroeconomic destabilizers.

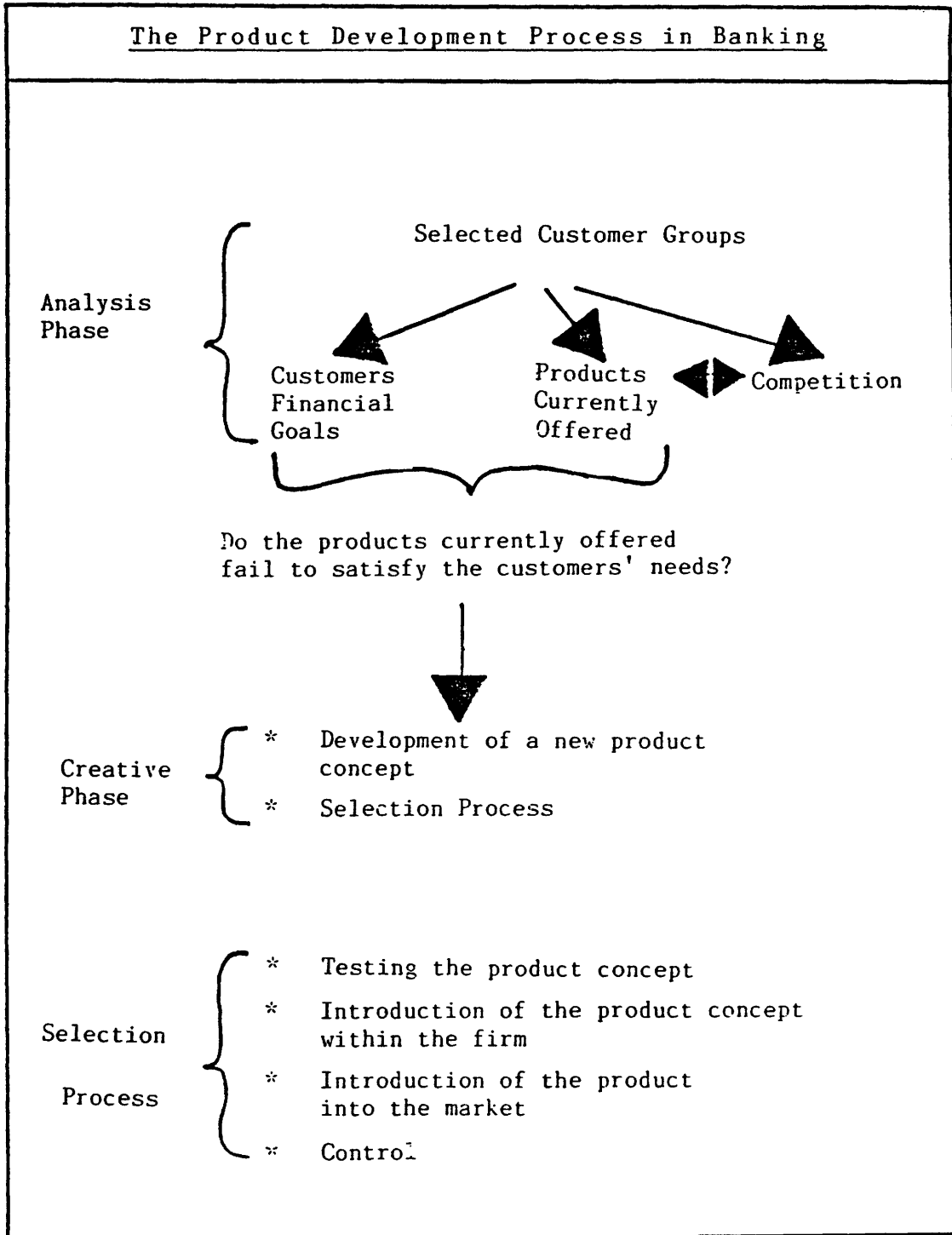
By contrast, deregulation has not played so great a role in Switzerland. Far more important for the development of innovations in this country has been the competition between banks and insurance companies, especially in the field of pension fund investment, and between Swiss banks and foreign brokers in the field of property administration. This competition has led to new savings and mortgage products on the one hand and to new techniques (such as performance comparison) in property administration on the other. Often one innovation has led to the development of another. Thus, for example, new techniques in property administration required the development of new security forms and new computer software.

#### 4. THE PRODUCT DEVELOPMENT PROCESS

Having discussed some of the causes for <sup>the</sup> increasing number of innovations, we now examine the process by which an innovation is brought into being. From the three categories of innovation we have mentioned (product, operational, and management innovation) we will examine product innovation more closely, that is, we will examine the development of a new banking product. The product developer, who may belong to a special staff or the line, or who may be a member of a brain tank, (i.e. an internal product development group or an external consulting firm), must put himself in the customer's place if he wishes his product to be successful in the marketplace. This is true of innovation in wholesale banking, where one single product must be created, such as tax-privileged financing through a specific new corporate form in an offshore banking center. It is equally true of mass-business in retail banking, where new types of mutual funds must be developed.

The product development process has three phases: the phase of analysis, creativity, and implementation (see Diagram 3). In the first phase, the analysis phase, one must segment the customer market and identify their needs. If there is a gap in the market, especially vis-a-vis the product offer of the competition, ideas for a new product concept should be generated. The most promising of

Diagram 3



these ideas should then be selected. This selection process is certainly the most demanding part of the development phase, but there are many special techniques which can be employed to make the process easier. Of great importance in this phase is the instinct and experience of the banker.

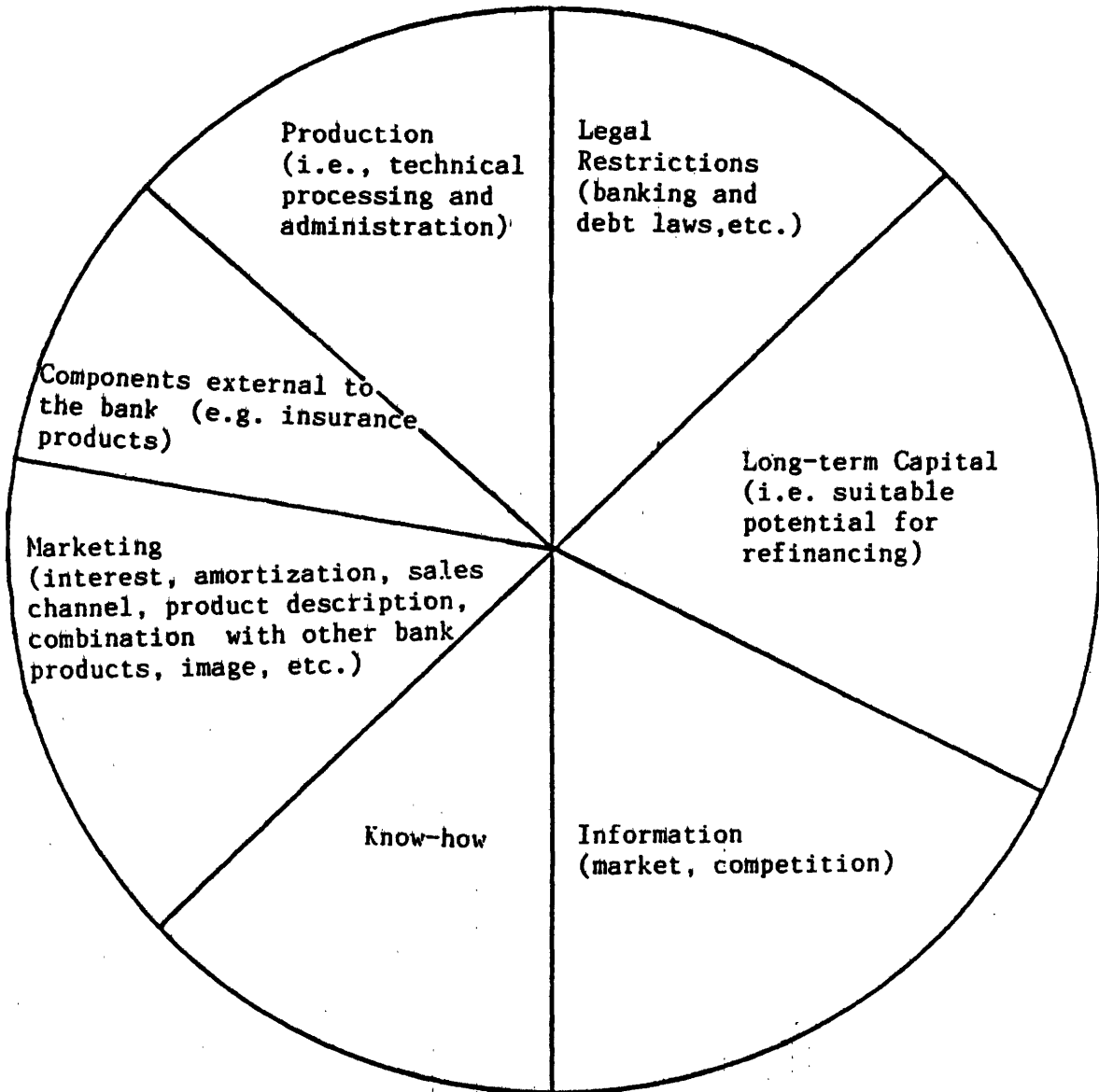
In the next phase, the implementation phase, the new concept must be tested. Thus, for example, a major Swiss bank did not set up a fully automated bank in the center of Zurich, where it would have been of most immediate use. Rather they recognized the value of testing, and placed this new bank in the outskirts of the city, in order to be able to test the new facility more fully and more freely. There the bank could make both fundamental decisions concerning the basic concept, as well as detailed changes, without losing face in front of the competitors or the customers.

The introduction of a new product within the firm and within the market are equally important steps. Important, too, is that each new product be closely controlled and monitored throughout its life-cycle. This, like so many things, is easier said in theory than done in practice. In most banks there is a large number of "sleeping products", which are known neither to the customers nor to the employees, and which are remembered, often with displeasure, only by the management.

Total innovations in banking are quite rare, and many of the so-called "total innovations" today are merely slightly altered versions of past products. Partial innovations, i.e. qualitatively improved or adapted products appear, by contrast, far more frequently. A good method for producing these partial innovations is the "element variation method". This method begins by dividing each product into its elements, or, respectively, each product group into its individual products. Once this is done, one can change or eliminate individual elements (in the case of product groups, the products themselves) at will, and/or introduce new ones. In Diagram 4 the division of a mortgage into its individual elements is depicted. The development of many new products which have been introduced into the Swiss mortgage market can be explained by the element variation

Diagram 4

Elements of a Mortgage



8)

method.

5. CONCLUSION: FIVE ASSERTIONS ABOUT INNOVATION

a. The Necessity of an "Innovation Friendly" Corporate Structure and Culture.

A bank which wishes to have success in the marketplace with its innovations must have a suitable corporate structure as well as relevant innovation strategies. So, too, must it have an "innovation friendly" corporate culture, one which cultivates and rewards innovation.<sup>9)</sup> These qualities cannot, however, simply be appended or grafted to the institution at will. Rather they must slowly ripen and grow, and if they are present they must be carefully fostered. The addition of two or three "innovators" to an army of repetitive, un-creative employees will do little to bring innovation to the firm.

b. The Purpose of Each and Every Innovation is to Increase Profit and/or Reduce Risk.

Innovations should never be undertaken for their own sake or solely for the purpose of "public relations". Innovations which are undertaken for these reasons (and there are many examples of banks doing just that) usually cause the bank severe difficulties and can even threaten the bank with failure. The goal of every innovation is to increase profit and/or reduce risk. It is not clear, however, that every innovation can fulfill both objectives at once, and it seems that, given the choice, bankers have preferred to use innovations to increase profits rather than to reduce risks.

c. Ideas for Innovations Come Mainly from Contact with the Market and the Customers.

In order to achieve the already mentioned goals, each bank must be prepared to put forth its highest efforts, for the bank must produce products which truly fulfill the needs of the customer; in today's world that is an almost Herculean task. Sensitivity to the market, observation of the customer, and observation of the competition all play a decisive role here.

d. Barriers to Innovation in Banks are More Often of Emotional Than Rational Nature.

The credo of many bankers was for a long time "Never do something the first time". The basic outlook of the banks was influenced to too great an extent by imitators and "curators". Slowly, but with increasing speed, there has been a change, and today there are quite a few innovative bankers whose innovative outlook has been rewarded with success.

e. Innovations: A Necessity for the Bank of the Future.

As the previous assertions have indicated, innovations, necessary today, will also be a necessity in the future, if for no other reason than that they are an essential reaction to changes in both national and international banking markets. Thus it would be wrong to view innovations merely as passing fads. The market usually puts a quick end to fashionable adventures.

## Footnotes:

- 1) James C. van Horne: Of Financial Innovations and Excesses, in: The Journal of Finance, No. 3, July 1985, S. 621
- 2) Vgl. Oswald Hahn: Die Führung des Bankbetriebes, Stuttgart 1977, S. 43, 240, 245
- 3) Alex Widmer: Innovationsmanagement in Banken, Diss. St. Gallen 1986, vgl. auch Beiträge zur Bankbetriebslehre aus dem Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen, Band 8, November 1985: Innovationsmanagement in Banken Herausforderung der 90er Jahre
- 4) H.I. Ansoff: A Model for Diversification, in: Management Science, 1958
- 5) Wilfried Guth: Im Spannungsfeld alter und neuer Risiken, in: FAZ vom 18.1.1986, S. 15
- 6) D.G. Altenpohl (Hrsg.): Informatization: The Growth of Limits, Düsseldorf 1985, inbes. M.A. Murbach: Electronic Banking, S. 86 ff.
- 7) Wilhelm Bühler: Innovative Ressourcen von Wertpapier und Börse, in: Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 2 ff.
- 8) Vgl. Leo Schuster: Produktinnovation und Strategisches Management im Bankbetrieb, in: Die Unternehmung, Nr. 1/1985, S. 77
- 9) Leo Schuster, Alex Widmer: Theorie und Praxis der Unternehmungskultur, in: Zeitschrift Führung und Organisation, 8/1984, S. 489 ff.



**Rôle et place des établissements financiers européens  
dans les marchés internationaux**

**A. Dondelinger**

*Banque Internationale, Luxembourg*

## Introduction

### 1. Emergence de l'euromarché

1.1. Causes directes

1.2. Causes fondamentales

### 2. Evolution récente (1982-1986)

2.1. Décloisonnement et déréglementation des marchés nationaux

2.2. Tendances vers la banque de type universel

2.3. Nouveaux instruments financiers et nouvelles techniques

2.4. Raisons de l'évolution récente

### 3. Essai d'appréciation et conclusions

## Introduction

Mon exposé comporte trois parties d'importance inégale.

Dans la première, je relève que l'explication fondamentale du développement des activités internationales des établissements financiers européens réside non pas dans les effets de diverses mesures réglementaires mais plutôt dans l'interpénétration croissante des économies nationales et d'une façon générale dans l'émergence au cours de ces trente dernières années d'une économie mondiale et d'une économie européenne.

Dans la deuxième partie, j'analyse l'évolution récente des marchés financiers, à savoir la déréglementation des marchés nationaux, les tendances vers la banque de type universel et le développement extrêmement rapide de nouveaux instruments financiers et de nouvelles techniques.

Dans une troisième et dernière partie, je me hasarde à apprécier les récentes innovations financières, plus particulièrement la tendance à la "sécuritisation" des activités de crédit, pour insister enfin sur la nécessité impérative de renforcer le Système Monétaire Européen.

## 1. Emergence de l'euromarché

### 1.1. Causes directes

Jusque vers le milieu des années soixante, l'activité bancaire internationale des établissements financiers européens se limitait généralement à des transactions effectuées à partir du pays où la banque a son siège. Ces transactions étaient en outre principalement des opérations sur devises et de nature essentiellement commerciale.

Depuis lors, le paysage s'est radicalement transformé et l'on a assisté à une véritable explosion des activités internationales des institutions financières européennes préfigurant elle-même une internationalisation accrue de leur capital et de leurs structures.

Ce développement sans précédent est très intimement lié à l'émergence et au développement de ce vaste marché financier transnational qu'est l'euromarché.

Il est dès lors incontestable que les diverses mesures réglementaires traditionnellement invoquées pour expliquer le développement au cours des années soixante de l'euromarché expliquent également l'internationalisation croissante des activités des banques européennes.

L'on peut relever notamment l'assouplissement graduel du contrôle des changes et le retour progressif à la libre convertibilité de la plupart des monnaies européennes l'atténuation de dispositions discriminatoires à l'égard d'établissements bancaires étrangers et surtout les mesures du gouvernement américain prises en vue de réduire le déficit de la balance des paiements américains (il n'y a rien de nouveau sous le soleil!). Il est ainsi traditionnellement admis que la "Regulation Q", qui a limité la rémunération des dépôts à vue des résidents américains, a donné une impulsion décisive au marché des eurodevises, l'"Interest Equalization Tax" étant quant à elle à l'origine de l'expansion du marché des euro-obligations. Mais, si ces diverses dispositions réglementaires ont incontestablement favorisé le développement rapide des activités sur l'euromarché ainsi que le processus d'internationalisation des institutions financières européennes, elles ne sauraient

cependant de fournir l'explication fondamentale de ces phénomènes.

## 1.2. Causes fondamentales

La dynamique de l'internationalisation des banques ne semble en effet pas relever avant tout des effets de ces dispositions réglementaires (sans négliger pour autant leur impact) mais bien plutôt de l'apparition de nouveaux besoins de financement qui découlent d'une interpénétration et d'une interdépendance sans cesse croissantes des économies nationales et d'une façon générale, de l'émergence au cours de ces trente dernières années d'une "économie européenne" et d'une "économie mondiale".

La croissance vigoureuse des activités bancaires internationales, que l'on enregistre à partir de 1973, s'explique en outre par les modifications structurelles importantes de l'environnement économique, monétaire et financier.

L'on assiste en effet en 1973 à la généralisation de taux de change flottants et à l'apparition de déséquilibres de paiements d'une ampleur jusqu'alors jamais vue.

Cette situation nouvelle amène de plus en plus de banques privées à accorder des prêts à des emprunteurs souverains qui ont par ailleurs tendance à différer dans le temps les mesures de politique économique nécessaires à l'ajustement de leur balance des paiements (ce qui contribue à expliquer l'actuel problème de surendettement international). Mais, c'est surtout le premier choc pétrolier de 1973-1974 qui va donner un coup de fouet à l'euromarché et aux activités internationales des banques européennes en engageant encore davantage ces dernières dans une vaste opération de collecte et de redistribution des capitaux à l'échelle planétaire.

A la suite de l'envolée des prix pétroliers, on assiste en effet:

- à un accroissement massif de l'offre de fonds émanant des pays exportateurs de pétrole (les fameux euro-dollars),
- à un accroissement concomitant de la demande de financement des pays importateurs de pétrole,
- à l'apparition d'un grand nombre de nouveaux emprunteurs dans les pays en voie

de développement

- et, en conséquence, à une séparation de plus en plus nette entre l'endroit où l'épargne est collectée et celui où elle est "investie".

Parallèlement, on assiste au développement rapide du marché interbancaire international, à l'élargissement des réseaux internationaux des banques et à la croissance au sein du bilan de ces dernières des postes libellés en monnaies étrangères.

Un nombre croissant de banques va dès lors tenter de s'assurer une position sur les places financières européennes où se concentrent tant les opérations en euro-devises que le marché des euro-obligations ou des euro-crédits, à savoir essentiellement Londres et Luxembourg.

L'importance prise par l'euromarché et le rôle "public" que les institutions et les centres financiers européens vont acquérir dans le processus de recyclage des "pétro-dollars" ont été plus d'une fois incriminés comme ayant des répercussions macroéconomiques indésirables, voire néfastes. Il a été souvent avancé que ces mouvements de capitaux bancaires en multipliant et en "privatisant" la liquidité internationale auraient soutenu l'inflation mondiale, perturbé les politiques monétaires nationales de même que le marché des changes ou n'auraient fait que différer dans le temps (et par voie de conséquence, aggraver) les nécessaires politiques d'ajustement que les pays débiteurs doivent entreprendre afin de restaurer l'équilibre de leur balance de paiements.

S'il reste difficile de se prononcer sur la validité de ces critiques, qui restent d'ailleurs largement débattues, il faut cependant admettre, d'une part que ces capitaux se sont dans leur ensemble orientés dans la bonne direction, à savoir dans le sens inverse des déséquilibres des paiements courants, et d'autre part qu'il n'existait pas de véritable alternative à ces flux de capitaux privés. Sans aller jusqu'à prétendre qu'ils aient offert une solution optimale aux profonds déséquilibres mondiaux des paiements, ils ont eu l'incontestable mérite d'avoir évité un ajustement trop brutal de l'économie mondiale aux nouvelles données

énergétiques. Il y a en effet gros à parier que les deux chocs pétroliers des années soixante-dix auraient eu, sans l'intermédiation financière des banques, un effet déflationniste encore plus accentué sur l'activité économique générale.

L'engagement de plus en plus massif des institutions financières privées dans ce vaste processus de redistribution des capitaux à l'échelle planétaire va toutefois avoir un effet adverse sur le système bancaire même en "politissant" encore davantage les risques débiteurs et en élevant parfois très dangereusement le rapport entre les risques-pays et les fonds propres des institutions. Et c'est précisément cette vulnérabilité accrue qui explique, peut-être même en grande partie, les modifications importantes qui sont apparues récemment dans le fonctionnement des marchés internationaux et, par voie de conséquence, dans le rôle et la place des établissements financiers.

## 2. Evolution récente (1982-1986)

Depuis quelques années déjà, les marchés financiers des pays occidentaux font preuve d'une activité et d'une imagination débordantes.

Ces transformations, d'une intensité variable selon les pays, sont particulièrement marquées aux Etats-Unis et au Royaume-Uni où l'on parle même de véritable révolution (Big Bang de la "City").

Il est quasiment impossible de présenter tant exhaustivement que systématiquement l'ensemble des innovations et des mutations observées. En synthétisant quelque peu cette véritable ébullition financière, on peut néanmoins distinguer bon an mal an trois tendances générales, à savoir, premièrement, le décloisonnement et deuxièmement, la libéralisation des marchés nationaux, les tendances vers la globalisation des fonctions financières et, troisièmement, le développement et la diffusion rapides de diverses innovations financières. Ces tendances étant très largement interdépendantes, il est certain qu'une telle classification demeure arbitraire. Il est ainsi difficile de savoir où se trouvent exactement l'oeuf et la poule ou, en d'autres termes, de savoir si les innovations financières sont la conséquence de la déréglementation des marchés domestiques ou si, inversement, c'est le processus de libéralisation et d'ouverture des marchés domestiques qui résulte d'une sophistication accrue des divers instruments financiers.

### 2.1. Décloisonnement et déréglementation des marchés nationaux

Au fur et à mesure de l'interpénétration des économies et des marchés financiers et monétaires, nombre d'autorités de tutelle se sont rendues compte de l'inefficacité, voire du caractère indésirable, des mesures réglementaires destinées à contrôler les flux de capitaux internationaux et à protéger le marché national. Reconnaisant avec raison que les activités dites "off-shores"



seraient toujours à même de trouver un terrain d'accueil favorable ou de contourner une disposition réglementaire, ces autorités ont pris le parti d'assouplir la réglementation du marché national. La question n'est donc plus, comme au cours des années soixante-dix, d'essayer de contrôler l'euromarché, en invoquant notamment d'éventuelles répercussions macroéconomiques néfastes (cf. sub 1), mais au contraire de réduire le contrôle du marché national, en vue de s'appropriier une part croissante des activités bancaires internationales et de profiter des avantages économiques et financiers que celles-ci sont susceptibles de procurer au pays. Bien que les mesures prises diffèrent d'un pays à l'autre, l'objectif poursuivi est donc toujours le même : préserver, restaurer ou promouvoir le rôle international du marché domestique. On parle également de "redomestiquer" l'activité bancaire internationale.

C'est ainsi que des réglementations limitant la rémunération des dépôts et imposant une retenue à la source sur les valeurs mobilières ont été successivement supprimées, de même que diverses mesures anti-concurrentielles grevant les activités des banques étrangères. Des instruments financiers autrefois prohibés, tels que les obligations à taux variable ou à coupons zéro, ont simultanément été autorisés. A titre illustratif et dans le désordre, citons l'abolition de la "withholding tax" aux Etats-Unis et du "Kuponsteuer" en République fédérale d'Allemagne, la création aux Etats-Unis des "International Banking Facilities", l'assouplissement du contrôle des changes en France et en Italie, l'internationalisation du yen ainsi que toute une série de mesures destinées à libéraliser le marché des capitaux aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, en République fédérale (autorisations faites aux banques étrangères de diriger des émissions en DM), aux Pays-Bas, en Australie et au Japon.

En un mot : "Walls are rapidly coming down".

## 2.2. Tendances vers la banque de type universel

Si l'évolution vers la libéralisation des activités financières concerne bien l'ensemble des pays occidentaux, elle touche plus particulièrement les pays anglo-saxons, ces derniers ayant longtemps imposé à leur système bancaire et financier une réglementation restrictive et spécialisée. Dans ces pays, la déréglementation est par conséquent en voie d'effacer, de par la vague de fusions et de reprises qu'elle engendre, la séparation traditionnelle entre les diverses catégories d'institutions financières, à savoir entre banques d'affaires et banques commerciales ainsi qu'entre "brokers" et "jobbers".

Parallèlement à cette "globalisation" des fonctions financières ou "désécialisation institutionnelle", on assiste également, et cette fois-ci un peu partout, à une atténuation sensible de la distinction entre le marché des capitaux et le marché des crédits ainsi qu'entre le marché national et le marché international. Il s'agit à nouveau d'une évolution à propos de laquelle il est difficile d'avancer si c'est la désécialisation institutionnelle qui a engendré l'effacement des lignes de démarcation entre les marchés ou si, au contraire, c'est l'inverse qui s'est produit.

## 2.3. Nouveaux instruments financiers et nouvelles techniques

Libéré de nombreuses contraintes administratives et réglementaires, l'euromarché a été traditionnellement un marché très innovateur. Au fil des années, il n'a cessé de diversifier et de perfectionner les techniques utilisées dans le sens d'une souplesse accrue et d'une amélioration constante de la qualité des

produits offerts. Une des innovations majeures a été sans doute de combiner pour les prêts internationaux les techniques de consortialisation avec celles de révisior des taux d'intérêt. L'explosion du progrès technologique dans le domaine des communications a simultanément facilité et accéléré, d'une part, le développement d'un vaste marché interbancaire ainsi que la mise en oeuvre de nouvelles techniques de financement et de placement et, d'autre part, le décroissement entre les différents compartiments des marchés nationaux et internationaux de la monnaie et du crédit. L'euromarché s'est avéré ainsi comme un véhicule d'une libéralisation et efficacité accrues des divers marchés nationaux.

Plus récemment, on assiste cependant à un foisonnement d'innovations financières aboutissant à la création de ce que l'on appelle désormais les nouveaux instruments financiers .

Ces nouveaux instruments ont la particularité, selon M. Jean Godeaux, Président de la Banque des Règlements Internationaux et Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, de désagréger les éléments qui composaient les formes traditionnelles de relations entre prêteurs et emprunteurs. C'est-à-dire, les différentes composantes du contrat et plus spécifiquement les risques qu'il comporte, tels que le risque de change, le risque de taux d'intérêt et le risque de liquidité, sont dissociées et traitées séparément avec des contreparties différentes.

Citons, d'une part, l'ensemble des opérations "swaps" qui permettent par l'échange réciproque des monnaies et des taux d'intérêt de profiter de la renommée comparative de différentes signatures sur différents marchés et, d'autre part, la standardisation des opérations financières à terme sous la forme de cotation de contrats et d'options de taux d'intérêt et de devises ("financial futures").

Mais, je désire surtout m'attarder sur les nouveaux instruments que sont les facilités d'émissions d'effets (ou euro-note facilities), les facilités renouvelables de prise ferme et les autres facilités apparentées à composantes multiples. Ces facilités, qui sont généralement mieux connues sous l'abréviation anglaise NIF

(note issuance facilities) ou RUF (revolving underwriting facilities), ont la particularité de transformer la relation de crédit en un effet ou une valeur mobilière négociable qui est, soit conservé par l'établissement financier, soit cédé à des agents économiques non financiers. Cette formule hybride entre le crédit et l'euro-obligation à court terme assure donc à l'emprunteur un financement long rémunéré aux taux du court terme par le placement de titres d'une durée variable (généralement entre 1 à 6 mois). C'est ce que l'on appelle la "sécuritisation" du crédit, un phénomène qui favorise l'évolution vers une "désintermédiation" accrue des institutions financières ainsi que vers la globalisation des fonctions financières au sein d'une même unité. Cette nouvelle formule de financement ne fait cependant plus transiter des fonds via le bilan de la banque mais continue à engager la responsabilité de cette dernière en tant qu'agent de placement, garant, courtier ou preneur ferme (la banque ou le syndicat de banques s'engage à reprendre les effets qui pourraient ne pas être placés entièrement ou partiellement sur le marché). Le financement long garanti à l'emprunteur (l'"euro-credit stand by") est donc un engagement bancaire hors bilan qui échappe par la même aux principales réglementations actuelles.

L'évaluation chiffrée de l'ensemble de ces modifications profondes du marché international n'est pas aisée, la fiabilité et la comparabilité des statistiques relatives, notamment, aux opérations swaps et aux contrats financiers à terme laissant largement à désirer. L'explosion du marché euro-obligataire et le ralentissement simultané de la croissance du marché des crédits consortiaux nous permettent toutefois d'apprécier quelque peu l'ampleur du phénomène de "sécuritisation".

D'après des statistiques de la Banque d'Angleterre, le montant global des euro-crédits syndiqués ne s'est élevé en 1985 qu'à 22 milliards de dollars U.S. contre 37 milliards en 1984, 52 milliards en 1983 et 101 milliards en 1982!

Ces chiffres sous-estiment sans doute l'ampleur de la réduction des prêts bancaires étant donné qu'ils ne se réfèrent qu'aux crédits consortiaux et qu'ils incluent les

accordés pour remplacer des crédits existants ou venant à échéance.

Ce déclin rapide des prêts bancaires internationaux a été par contre compensé par l'augmentation du montant global d'émissions obligataires qui a atteint un record de 163 milliards de dollars U.S. en 1985 (contre 108 milliards en 1984 et 72 milliards respectivement en 1983 et en 1982).

Les nouvelles facilités d'émissions d'effets, qui ne sont répertoriées dans ces statistiques que si elles ont été activées, ont également connu une progression remarquable: de 2,3 milliards de dollars U.S. en 1982 à 49,4 milliards en 1985 (3,3 et 18,9 milliards de dollars respectivement en 1983 et 1984).

Ce nouveau marché, en pleine expansion, demeure cependant largement inaccessible à la grande majorité des emprunteurs des pays en voie de développement.

#### 2.4. Raisons de l'évolution récente

Il est certain que les raisons de ces transformations des marchés internationaux sont diverses, complexes et largement interdépendantes.

Toute une série d'innovations, telles que l'adoption de prêts à taux d'intérêt variables, les swaps, les options et les "financial futures", apparaissent tout d'abord comme une réponse à la très grande variabilité qui caractérise l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change depuis plusieurs années. En effet, l'instauration de taux de change flexibles en 1973, l'interpénétration croissante des économies, l'accélération rapide puis la forte décélération de l'inflation ont fait tomber en désuétude certaines analyses économiques mécanistes traditionnelles ainsi que de nombreux schémas préétablis de comportement. Il en est résulté une incertitude, voire une incompréhension, croissante des agents économiques financiers ou non financiers, qui ont cherché à se débarrasser au mieux de "nouveaux risques" jugés trop excessifs. En généralisant le recours aux options et aux contrats à terme, ils ont donc en quelque sorte cherché à recréer "artificiellement" un système monétaire international plus stable et plus cohérent.

L'utilisation croissante de nouveaux instruments financiers et l'élargissement du phénomène de "sécuritisation" du crédit s'expliquent également par deux événements <sup>(majeurs)</sup> complémentaires, à savoir la crise de l'endettement du tiers-monde ainsi que le déplacement géographique massif des surplus des balances des paiements intervenu depuis 1982-1983 au niveau mondial.

L'éclatement de la crise mexicaine en 1982 conscientise en effet l'ensemble des agents économiques sur l'étendue des risques encourus par le système bancaire et entraîne des modifications brutales et importantes de comportements. C'est surtout une certaine fragilité du système bancaire international qui apparaît, une fragilité qui incite les autorités de tutelle à ordonner aux banques de

renforcer la structure de leurs bilans.

Afin de réaliser une adéquation du niveau de leurs fonds propres au niveau de leur actif total, les banques vont en fait procéder de plusieurs façons. Si elles vont effectivement accroître leurs fonds propres, un certain nombre d'entre elles va également chercher à limiter la croissance de l'actif bilantaire en ne participant guère, voire plus du tout, à de nouveaux crédits syndiqués aux pays dits "surendettés" ou en développant parallèlement les opérations hors bilan, telles que les facilités d'émission d'effets. Les commissions perçues sur ces opérations hors bilan contribuent en effet à renforcer les profits de l'institution financière concernée sans gonfler pour autant l'actif total.

Les autorités de tutelle et les banques ne sont cependant pas les seules à prendre conscience de l'existence d'une certaine fragilité du système bancaire international. Celle-ci incite également les agents économiques non bancaires disposant de surplus à préférer aux dépôts bancaires et aux certificats de dépôts l'acquisition directe de créances auprès d'emprunteurs de premier ordre. La demande pour les facilités d'émission d'effets s'en trouvera de la sorte substantiellement renforcée.

Cette modification des préférences des placeurs s'explique aussi par l'assèchement progressif du surplus de l'OPEP, surplus qui avait constitué pour le système bancaire occidental une importante source de fonds, et par l'apparition concomitante d'excédents au Japon et en Europe. L'identité des détenteurs de fonds n'étant plus la même, il est normal que leur comportement se soit modifié. Un investisseur institutionnel japonais n'aura pas, en d'autres mots, la même politique d'investissement qu'un gros investisseur privé du Golfe persique.

Il apparaît, par conséquent, que la prolifération d'innovations financières n'est pas seulement due à l'abolition de

dispositions réglementaires et au progrès technologique réalisé en matière de télécommunications. Si ces facteurs ont incontestablement facilité la mise en place et la diffusion de ces nouvelles techniques, il semble que la cause principale réside plutôt dans l'accroissement des incertitudes ainsi que dans la modification radicale du paysage économique et financier au cours de ces dernières années (tout comme le développement de l'euromarché s'expliquait par l'émergence d'une économie mondiale et dans une moindre mesure par les effets de dispositions réglementaires).

### 3. Essai d'appréciation et conclusions

Les effets de la déréglementation de l'activité bancaire internationale peuvent tout d'abord diverger sensiblement d'un établissement financier à un autre. D'un côté, les mesures libérales favorisent l'expansion des activités internationales d'une banque en lui permettant d'accéder plus facilement et dans de meilleures conditions aux marchés des capitaux étrangers. D'un autre côté, elles ont pour effet d'éliminer la protection dont cette même banque bénéficiait sur son marché national en l'exposant davantage à la concurrence des banques étrangères. On mesure à cet égard le danger que peut comporter pour une banque une stratégie d'internationalisation qui aurait été basée sur une subvention croisée excessive des activités internationales par les activités domestiques. Cela fait également ressortir le besoin d'une réciprocité dans les concessions accordées aux institutions financières. Il serait en effet dangereux d'accorder des concessions importantes à des banques d'un pays étranger sans que les banques nationales n'obtiennent des concessions du même ordre sur le marché de ce pays étranger. La nécessité d'une réciprocité acceptable ("fair") dans les mesures de libéralisation (et le désir de sauvegarder l'attraction du marché domestique) contribue d'ailleurs à expliquer la rapidité avec laquelle la libéralisation s'est étendue d'un pays à un autre.



D'autre part, la tendance dans les pays anglo-saxons à la généralisation du statut de banque "universelle" et à la globalisation des fonctions financières au sein d'une même entité offre incontestablement la possibilité de bénéficier d'effets de synergies (bien que la spécialisation présente également des avantages).

Mais que penser plus précisément des récentes innovations financières qui tentent de "sécuritiser" le crédit et de favoriser ainsi le processus de "désintermédiation" des banques?

En élargissant la palette des services financiers disponibles, on peut évidemment avancer que les innovations sont la preuve d'un marché dynamique et efficace assurant une meilleure allocation des ressources et une réduction du coût de l'intermédiation financière. En effet, les emprunteurs de première qualité qui ont accès à ce nouveau marché peuvent désormais se financer à un taux plus avantageux et de moins en moins lié au Libor.

La liquidité du système bancaire est en outre améliorée par l'inclusion de ces "euronotes" au bilan des banques. Il faut préciser que le marché des "euronotes" est, à l'inverse du marché du papier commercial américain, un marché où le placement non bancaire est encore assez limité. Les banques détiennent par conséquent toujours dans leur portefeuille une assez large proportion de papier émis, que ce soit en raison d'un placement insuffisant ou pour d'autres raisons. On peut toutefois estimer que ce pourcentage est appelé à décroître au fur et à mesure que le marché gagnera en maturité. L'on assistera alors au niveau du système bancaire à une réduction à la fois des crédits et des dépôts.

La "sécuritisation" croissante du crédit comporte toutefois de nombreux risques latents. En premier lieu, il existe un risque d'affaiblissement du lien traditionnel entre le banquier et ses meilleurs débiteurs.

Etant en mesure de se financer en dehors du circuit bancaire à des taux

plus avantageux, les emprunteurs du haut de gamme pourraient en effet avoir tendance à négliger quelque peu la qualité de leurs relations bancaires, et ce au détriment de l'intérêt des deux parties concernées.

En deuxième lieu, on peut se demander si la concurrence acharnée que se livrent les banques sur ce marché ne risque pas d'avoir des effets néfastes sur la rentabilité des opérations bancaires et la stabilité même du système.

Pourquoi existe-t-il donc une telle concurrence? Les motivations des banquiers sont diverses et ne se limitent pas uniquement au désir d'alléger l'actif bilantaire (voir ci-dessus). Il y a également la peur de perdre d'excellents débiteurs avec lesquels il existe un volume important d'opérations commerciales ainsi que le désir d'une dizaine de grandes banques de s'établir à tout prix sur un marché qui peut, sans doute, révolutionner à brève échéance les techniques et les mentalités sur l'euromarché. D'autres banques s'efforcent en outre d'obtenir du papier, soit pour commencer petit à petit à se familiariser avec ces nouveaux instruments, soit parce qu'elles sont repoussées par la réduction des marges d'intérêts sur l'euromarché. Il en résulte une concurrence débridée sur les commissions bancaires qui transforme la participation d'une banque à la "back stop line" d'une euronote en une opération très peu rentable, surtout si l'on tient compte des risques et du montant correspondant des engagements hors bilan. Or, cette très forte compression des commissions, favorisée jusqu'ici par l'évolution favorable de la courbe de rendement, a comme conséquence directe d'accroître encore davantage l'attrait des emprunteurs et de certains investisseurs institutionnels pour ces nouvelles formules de financement. Cela se fait évidemment au détriment de la demande de crédit traditionnel et par conséquent au risque de dégrader encore davantage les marges d'intérêts ainsi que la qualité moyenne du portefeuille-crédits des institutions financières. On est dès lors en droit de se demander si l'on n'est pas en présence d'une ébauche de cercle vicieux potentiellement très dangereux.

Dans cette optique, on comprend mieux l'inquiétude grandissante des autorités de tutelle, dont la Banque des Règlements Internationaux.

Celles-ci ne sont pas uniquement préoccupées par la rentabilité manifestement insuffi-  
sante

de ces opérations (ce qui pourrait s'améliorer à terme, au fur et à mesure que le marché gagnerait en maturité). Elles relèvent également qu'un déplacement massif du flux de capitaux vers ces nouveaux instruments pourrait provoquer des concentrations de risques excessives et non pas contribuer, comme il est souvent prétendu, à diffuser les risques par l'engagement direct des agents économiques non financiers dans le processus de recyclage des capitaux.

Il est donc difficile de savoir comment un système de crédit international basé sur des effets négociables réagirait en cas de choc ou de crise. On peut toutefois assez facilement imaginer qu'un ralentissement relativement marqué de la conjoncture détériorerait la qualité des débiteurs et transformerait les engagements hors bilan des banques en créances effectives cumulativement à l'aggravation du problème international de la dette. L'existence préalable de réserves et de provisions suffisantes s'avérerait dès lors d'une importance capitale pour les banques désireuses d'éviter à tout prix un recours au prêteur en dernier ressort. La croissance des opérations hors bilan ne devrait donc point se faire en désaccord flagrant avec la croissance du bilan de l'institution financière et le renforcement de ses fonds propres.

Le développement rapide du marché des euro-notes, c'est-à-dire d'engagements bancaires qui ne sont pas relevés au bilan de la banque, soulève enfin un problème de transparence des bilans des institutions financières.

Cela est d'autant plus grave que ces engagements hors bilan ne sont activés qu'en cas de dégradation de la situation du débiteur, c'est-à-dire précisément lorsque les affaires commencent à aller mal. Le caractère partiel des informations fournies au bilan des banques peut ainsi conduire les agents économiques opérant sur les marchés internationaux, qui sont en outre de plus en plus compétitifs, à procéder à une appréciation erronée des risques au détriment de la stabilité de l'ensemble du système économique et financier.

Dès lors, que faire ? Une chose est tout d'abord certaine, à savoir que la globalisation et la libéralisation des marchés financiers forment un processus irréversible qui traduit notamment une tendance fondamentale d'interpénétration croissante des marchés nationaux dans un vaste marché transnational. Par conséquent, il ne saurait (ni ne devrait) être stoppé.

Mais, si le processus de globalisation des marchés financiers et de libéralisation des mouvements de capitaux permet bien un financement plus aisé au niveau mondial des déséquilibres des balances des paiements des principaux pays, il peut également être (et nous avons déjà fait l'expérience) la source d'une plus grande volatilité des marchés des changes ainsi que de l'ensemble des marchés financiers (y compris celui des actions). Une des raisons de cette volatilité accrue tient au fait que les nouveaux instruments financiers permettent souvent de prendre des positions spéculatives plus importantes susceptibles d'être supprimées ou transférées très rapidement d'un marché à un autre. Or, l'interdépendance et l'internationalisation croissante à la fois des économies et des marchés financiers ne vont pas de pair avec une internationalisation concomitante des politiques économiques. Celles-ci continuent, et continueront malheureusement dans une large mesure, à être élaborées dans un cadre essentiellement national. Il devient, en d'autres termes, de plus en plus impératif, afin d'essayer d'assurer une plus grande stabilité au système économique et financier, de renforcer la concertation et la coordination des politiques économiques et monétaires, et ce aussi bien entre les Etats membres de la Communauté qu'entre ces derniers d'une part et les Etats-Unis et le Japon d'autre part. Pour ce faire, la Communauté se doit de renforcer sans plus tarder le Système Monétaire Européen, le véhicule d'une plus large concertation des politiques des Etats membres, et de procéder à la création d'une Banque

Monétaire Européenne pour la gestion efficace d'une politique de l'Ecu et des devises européennes vis-à-vis du dollar US et du yen. (1)

Pour conclure, je dirai que l'euphorie innovatrice qui caractérise les marchés internationaux ne doit donc pas donner lieu à une sous-estimation, voire une négation, des risques que les nouveaux instruments financiers sont susceptibles de comporter. S'il est incontestable que ces derniers présentent un certain nombre d'avantages et qu'ils sont la preuve de l'efficacité et du dynamisme des marchés financiers, il ne faut pas pour autant minimiser les risques ou les chocs auxquels les banques ainsi que le système économique et financier dans son ensemble sont exposés !

Les responsables des instituts financiers se doivent par conséquent d'adopter une attitude ouverte mais prudente, pouvant aller jusqu'à capitaliser un certain pourcentage des encours des nouvelles facilités d'émissions.

Quant aux gouvernements et aux autorités de tutelle, tant nationales qu'internationales, deux tâches majeures leur incombent dans l'immédiat, à savoir renforcer la concertation et la coordination des politiques économiques et accroître la transparence des marchés financiers. Afin que ces derniers fonctionnent correctement, il faut en effet qu'un maximum d'informations

---

(1) Pour un approfondissement de cet aspect, voir :

Triffin, R., Une Banque Monétaire Européenne avec des fonctions de banque centrale, Banque Internationale à Luxembourg, Repères, Juin 1986, n°5, pp.6-12.

sur l'évolution des opérations bilantaires et hors bilan des banques soit disponible aux déposants et aux autres agents économiques. Ceux-ci doivent, en d'autres mots, être en mesure de distinguer les institutions financières qui adoptent une gestion efficace mais prudente de celles qui succombent un peu trop généreusement ou rapidement à de "nouvelles modes" qui sévissent sur les marchés.

## **The external view**

**E. Bourdais de Charbonnière**

*Morgan Guaranty Trust Company, New York*





## THE EXTERNAL VIEW

*Eric Bourdais de Charbonnière*

*Senior Vice President, Morgan Guaranty Trust Company, New York*

For health reasons, Mr. Engel had to cancel his trip and he asked me on Monday if I could replace him. Since he is my boss, I did not have much of a choice. The only problem is that he did not tell me that I would be the last speaker on the agenda today and that everything would have been said on the subject, which was on the agenda. So, since most of you, I am sure, are more interested in asking questions or in attending the cocktail party, I promise to make it short.

Let me say first that what I am supposed to do is to give you the opinion of an American banker or an external view on the future of financial services in Europe. I find it difficult to do so because we, Morgan, feel very much at home in Europe and the reason we feel at home is that we have been around for a long time. In fact, we were born as a merchant bank opened by an American in the City of London 150 years ago. In France, we have been in the market for almost 120 years. We were opened in 1868 and we are the oldest foreign bank in France. Even in this country we have been around for almost 70 years. So, as you can see, we feel that we are very much part of Europe and that this is also our own market. Let me just tell you a few words about Morgan in Europe. As a major American financial institution we have branches, but for reasons of Glass-Steagall we also have, in most countries, securities subsidiaries. You have heard about Morgan Guaranty Ltd, Morgan Guaranty GmbH in Germany, Morgan Guaranty (Switzerland), Morgan & Cie in France, Morgan SpA in Italy, Morgan SAE in Spain, etc. Although the family does not include familiar names which you know, like Morgan Grenfell or Morgan Stanley, they have common origins but they are competitors. The other feature that distinguishes Morgan from the rest of major American institutions is that we are a wholesale bank. That is, we deal with a limited number of clients—mostly multinational corporations, institutional clients, governments, agencies of governments, and a very limited number of wealthy clients. Now that was to give you a little background on Morgan and mostly the European attachment of Morgan in Europe.

When we look at the European market, do we look at it as a global market or as an accumulation of local markets? This subject has been discussed during the day. I would say that, contrary to the European Community, which is clearly the result of a political will by people like Monsieur Monet or Monsieur Spaak, the global market, the Euromarket for example, developed on its own. It just corresponded to a need and maybe was the result of excessive regulations in other markets. And for the last 20 years borrowers and investors have been meeting freely in the City of London and bankers, frustrated because of these regulations in their local markets, have been able to show more creativity in the London market place. Foreign exchange traders in the Seventies have also started trading on a global basis, on a worldwide basis, and on a 24-hour basis. As a result we, at Morgan, consider that we developed from London and from New York what was the beginning of a global market. Today we think that the

global market is getting bigger: Germany is opening up, Switzerland plays an important role in the distribution of capital, and even Paris has deregulated and has done more in the last 3 years than it did in the previous 40. As a result we think that we are getting into a larger global market with not only New York and London but, as I said, in Europe new centers being part of that global market place such as Frankfurt and Zurich and of course in the Far East: Tokyo, Hong Kong and Singapore. That is by and large what we consider our global market. Other countries that have not been deregulating are not yet part of that market. I would say for example that this market, the Belgian market, is not yet part of that global market.

How do we see, what is the role of an American bank in the European market, in this global market that is being created? We think that our main role is to serve our clients, to come up with new ideas and new structures. And we are doing this every day in different manners. We are bringing issuers, American companies for example, to the German market through Morgan Guaranty GmbH, to the Swiss market for Morgan Guaranty (Suisse), to the French market, to the Dutch market, etc. And that is a very important part of our role. We also play a similar role vis-à-vis investors and what we try to do mostly is to bring our investor clients from the United States into your local markets in Germany, in Switzerland and in Amsterdam. These are the three most important markets as we see them right now. Another thing we are trying to do is to participate, and that is a service to our investors, as a market maker in the secondary market. We try to develop those secondary markets as we have done recently as being a market maker in French government bonds. We also try to participate in the development of new markets; future markets in London, in Paris, commercial paper market in Spain and we try to adapt the products that have worked well in one market place to another market place and here again I could probably come up with a long list of products that we have introduced on the Euromarkets - interest rate warrants, currency warrants, zero coupons in the Swiss bond market, and more recently gold warrants attached to Swiss franc bonds. So this is the kind of role which I think we are playing and which we hope is positive toward the development of this global market place.

Now, is this global market place going to be here for ever, what kind of future do we see for it? Recently we invited Mr. de Benedetti to one of our conferences here in Brussels and he told us that, in his opinion, global markets were absolutely necessary, not just in financial services, not just in services in general but also for industry. And his reasoning very simply goes that the cost of research and development goes up every day, that the cost of marketing products goes up every day, and that what we call the shelf-life of products is shorter and shorter and that the only answer is to operate in global markets. I think this is true for car manufacturers but it is also true in the financial industry. And we think that these markets are going to continue to develop and are here to stay because they are fundamental changes that have taken place. Some of them have been mentioned today: the flow of investment and savings has changed, I mean the United States switched from being a provider of funds to being a borrower of funds, Europe which used to have balance of payment deficits is now globally in a surplus situation and mostly we think that the money managers around the world have changed the way they manage the money. They do not hesitate today to go outside of their own country, outside of their currency, outside of the dollar, into ECU, Dutch

guilders and currencies which they would not touch in the past. We also think that these money managers are using instruments which are, they think, absolutely necessary for the management of their risks. They use the swap markets, the option markets and they will continue to do so. So we think that the development of these markets is not just a fluke but is here to stay.

Now how do we see, or what should we ask as an American bank to the regulators? My predecessor mentioned a long list of restrictions. I think I could go through a list of things which bother us. I think the only thing we are asking as an American bank is to be treated fairly or, I should say, to be treated equally. If I take, I said I would not take examples, let me just take a few in the underwriting world, and let's take this country. Underwriting of government bonds: my colleagues here tell me that their share in the allotment of new government bonds, issued by the Government of Belgium, are 0.2% or something like that. I mean, they tell me it is less than 1% of what the Belgian banks are getting. I don't think this is right. In the case of, let's take another example in the underwriting field, if we want to be bookrunner or lead manager in France for a government agency, we can't, we are not allowed to. Even in the Euromarket we - and I say we, it's not just American banks, it's foreign banks - can not be bookrunners or lead managers for a private investor, for a private issuer in the Euromarket. We think that this should change.

Now I could make another list which would include what we think is wrong in our own market. And you can see that in that list I would include obviously the Glass-Steagall Act which, as you know, limits our ability to underwrite securities in our own market. Now I said I would make the speech short, so it's going to be short. I would say in conclusion that we believe that the globalisation of the market is going to be a long lasting phenomenon, that we want to be part of it, that there are things that need to be improved. I think a number of you have mentioned these today. I would say that for us, the best way to make them work is to give the best possible service to the client through more innovation and reduced cost of financial transactions. That's at least what we are going to try to do. Thank you very much.



# **Credit institutions**

**A. Jozzo**

*Istituto Bancario San Paolo di Torino, Torino*



## INTRODUCTION

Man's progress has always featured alternating phases of relative calm and minimal dynamism, with moments of intense vitality and profound innovation.

Financial history is no exception though the range and intensity of its cycles have varied enormously over the years.

The speed with which the physiognomy of the financial system is changing today is unmatched in the past: only thirty years ago it would have been impossible to envisage a banking system like the one developing today, a system composed of a group of heterogeneous institutions able to offer a vast and innovative spectrum of services.

To go back to the previous cycle the years between 1945 and 1960 were years of relative stability for the world's banks. They were also years of limited competitiveness due to the restrictions introduced in the Thirties with the aim of combating earlier financial excesses. The bank's business was highly traditional, involving the distribution of loans to mainly local borrowers on the one hand and the collection of funds from loyal customers on the other.

In that phase limitations on interest rates and restrictions on exchange rates, loans and capital movements imposed a limit on bankers' competitiveness and inventiveness. As a result the overall financial system gradually lost its capacity to respond to the needs of a changing market.

The creation of the Euromarket ended that period of limited competitiveness and minimal innovation in the financial markets. In fact for many banks the Euromarket created the possibility of expansion and renewed aggression under the protection of the restrictions imposed by the central bank of the different countries.

The opportunities for growth increased in the Seventies when, in the absence or inadequacy of the official machinery permitting the redistribution of international liquidity, the international banking system was called upon to play a major part in the recycling of funds from areas with surpluses to areas with deficits.

For the banking system those years represented the start of a profound modification process that has intensified in recent years under the thrust of a series of new factors, a process that has in different ways equally involved the financial institutions of the entire industrialised world from the United States to Europe and on to Japan.

Understanding the forces that have guided this change to the world's financial structure will, since many of these forces are still active, help us to outline a possible scenario for the development of financial institutions in the near future.

In this broad context - and it must be broad given the greater integration of the financial markets - it will be easier to draw a picture of the problems, choices and challenges that the European banking system must tackle in the years to come

#### THE FACTORS OF CHANGE

°) In the first place accelerated inflation and increasingly volatile interest and exchange rates have encouraged the financial system to produce new instruments capable of transferring the exchange risk.

This has been much more obvious in Europe than in other areas. The creation of the European Monetary System has in fact helped to produce



an area of relative monetary stability and has launched a common currency that in recent years has become not only an integral part but also a stimulator of financial innovation.

The European banks have played a decisive role in developing the ECU market and it may be said that the market has given them an advantage that will enable them even in the near future to compete with fierce competition from the United States and Japan.

° Another decisive factor in the process of financial innovation has been the widespread application of new technologies in the field of information science and telecommunications.

I don't intend to cover this aspect in depth since it has been amply tackled during this seminar. I will merely remind you that technology has enabled us to achieve a substantial improvement in the quality of the services offered our customers.

The speed and intensity of the progress made in this sector will enable the banks that know how to manage it properly to keep down operating costs, to improve profitability and to reduce the time it takes to create new products and services.

In this context, the more the European banks are able to coordinate and to dedicate themselves to making a contribution to the implementation of the various projects related to the application of information technologies and telecommunications in the banking sector that are now under study within the EEC, the greater the benefits they will derive from these developments.

°) A third major stimulus for innovation derives from the growing tendency towards the liberalisation of financial transactions with foreign countries, often accompanied by a series of measures designed to deregulate internal markets.

This has been favoured not only by the need to extend the process of economic integration to the financial sphere but also by the intention of the various countries to reinforce their international competitiveness and to prevent their resident financial intermediaries from being at a disadvantage vis-à-vis their foreign competitors.

Within the European Community the process of economic integration has reached an advanced stage in trade but has been much slower to develop in the financial field, primarily as a result of the continuing weakness of the Balance of Payments in several countries.

Nevertheless substantial efforts have been made to bring the European financial system into line with the changing needs imposed by the market. To quote only a few examples, as early as 1979 the United Kingdom dismantled its currency control system and has now completely reorganised the City that, under the old dispensation, was in danger of becoming less competitive than other financial centres.

In West Germany where capital movements were already essentially free, the authorities introduced further measures in 1985 mainly relating to the issue of foreign bonds on the domestic market, the liberalisation of floating rate issues and swap operations.

A major effort has also been made in France and Italy where, among other measures, the monetary authorities have opened the market for Eurobonds in the national currency and authorised the use of options to cover the exchange risk.

° Another decisive factor in the innovation process has been the increased competitiveness of the financial market.

As far as banking is concerned the era of the protected market now seems to belong to the past.

Today international liquidity is flowing into a market that due to the debt crisis offers fewer outlets than in the past. As a result the search for reliable takers to whom to offer new products and services has put substantial pressure on interest margins and has stimulated the activity of the banks in international markets.

At European level the banks must face:

- a) the imagination and aggressiveness of America and Japan;
- b) at home, the initiative of new financial intermediaries who are increasingly capable of satisfying the demands of customers who were once traditional bank users;
- c) direct competition from the business sector now that companies have acquired a position of strength and will very probably, in line with a well established trend, increasingly seek direct involvement in the financial markets.

These basic trends are accompanied by other factors that are bringing profound change to the structure and strategies of the banking system.

- °) Above all recent years have produced a marked tendency towards "securitisation" i.e. borrowing and investment via the issue and purchase of negotiable securities, thus cutting out traditional bank financing.

This trend has been encouraged:

- a) by the gradual fall of long term rates below the excessively high levels of a few years ago;
- b) by the need felt by many banks to improve the liquidity and negotiability of their assets. A need that has become pressing in view of the impact of the problems deriving from the international indebtedness crisis on the banks' financial situation;
- c) by the fact that borrowers find it cheaper to turn to the capital markets than to the banks;
- d) by the banks' need to launch operations that do not increase their balance sheet items in order to improve the ratios that measure the adequacy of their asset structure.

Certain data illustrate this new phenomenon very clearly: bond issues and back-up facilities have represented over 80% of total gross loans compared to less than half at the start of the present decade. In particular, between 1982 and 1985 the flow of syndicated credits was cut by more than half from 98 billion dollars to 42 billion, while the flow of gross bond issues more than doubled, passing from 75.5 billion dollars in 1982 to 168 billion in 1985.

The trend towards securitisation is also seen in the banks' liabilities and banks in fact have become substantial borrowers in the capital market. Partly with a view to creating a symmetry in the matching of asset and liability due dates, between 1980 and 1985 FRN issues by the banks rose from 2 to nearly 30 billion dollars.

What seems to be emerging is a tendency towards the growing integration of the banks into the capital market and a consequent change in operating techniques with at least a partial loss of the bank's traditional role as a source of direct company financing and a collector of available funds.

The internationalisation of banking activities, the growing integration of the financial markets, the banks' increasingly widespread involvement in the issue of securities by companies have increased the competition between the various financial institutions thereby improving the market efficiency. However they have also reduced the difference between the activities of the commercial and the merchant banks with the former tending to take on new activities both directly and via involvement in specialised bodies. At the same time new intermediaries have emerged in sectors that were once reserved for the banks.

As we shall see more clearly later, at European level this blending of the roles of the different financial intermediaries cannot fail to present the banking system with the need to make strategic decisions about the structure banks require, the dimensions to be achieved, the market to concentrate on and the alliances to be negotiated.

°) New information technologies, the gradual elimination of restrictions on capital movements, the invention of new instruments that make it extremely easy to move from one currency or one type of interest rate to another in penetrating the various national markets are increasingly tending to create a single global market.

Since markets are interlinked by sophisticated networks of financial information it is increasingly easy to operate in real time on the financial markets of the whole world. The transformation of the financial market from national to global is a complex movement that should not be considered as an isolated element in the process of economic growth. It follows the internationalisation of the market for goods.

At European level the development of this phenomenon should constitute an unavoidable need and at the same time a stimulus to the creation of an integrated financial market.

#### THE RESPONSES OF THE BANKING SYSTEM

The banks have responded to these basic trends that are radically changing the world's financial structure by adopting strategies that have often varied considerably from bank to bank depending on the size, tradition and objectives of each one.

In contrast, in terms of geographical location the strategies have been more uniform. The greater complementarity of the markets on both sides of the ocean have in fact presented operators with similar situations.

Since future competition will very probably be between areas rather than individual institutions this does not mean that each area will not be obliged to implement the common strategies that will enable the participating banks to gain competitive advantage over banks outside the area.

In this sense, as I shall explain better in a moment, the creation of a unified European banking system is essential if we are to strengthen our common internal market and compete with the dollar and yen areas.

So, on the basis of recent developments what form will banking take in the near future?

What part will European banks play on the world stage?

We may identify two types of activity: the first directed towards companies, state bodies and financial institutions (institutional banking), the second towards the family customer (individual banking).

Despite the similarities in the probable evolution of these two types of activity, the problems deriving from the difference in the demands to be satisfied imply a different approach to their solution.

Institutional banking. Though recent years have shown a tendency towards the weakening of the traditional links between banks and companies, due to the bigger companies' growing tendency towards direct access to the capital markets, I do not think we shall develop a system in which this type of link plays no part at all.

Our most recent experience has in fact shown that where the bank has been able to adjust to increasingly demanding company requirements, making an effort to create new tailor-made products to boost demand, it has not been cut out but has merely modified its traditional activity.

European investigations have shown that the process of securitisation will intensify in the years to come.

There will be a substantial increase in company issues of securities as a means of gathering funds and bank lending will mostly be limited to short term loans to small companies with limited access to the securities market and project finance.

In this context the banks will be able to maintain their links with the companies by providing a series of highly specialised services typical of the merchant bank.

These should give customers easier access to the global capital market by refining financing techniques.

This global responsibility for the gathering of funds should extend to stock securities. It is in fact probable that as the stock market makes up ground as a source of company financing, customers will demand access to this market from the banks as occurs today for loans.

The demands of institutional investors will reflect those of borrowers. In the search for maximum profitability they will demand access to variety of markets and instruments, both shares and bonds on a global basis. Yet again the banks will be cut out of the operation, the deposits deriving from their institutional sources will diminish and will assume an increasingly short term form.

In order to establish and maintain their relationship with institutional investors, the banks will have to become market makers. They will have to be able to supply consultancy and information in real time on all markets and for all financial instruments and the operations requested by the customers will also have to be carried out in real time.

Very probably there will be an increase in the demand for services connected with protection against interest and exchange risks as well as other fluctuations that might have a negative impact on company investment and borrowing.

We shall therefore see continuous growth in the number and sophistication of instruments like foreign currency options, interest rate swaps, financial futures.....



In this situation it will be crucial for European banks seeking a worldwide clientele to develop an international strategy.

If we look at American history during the Sixties i.e. at the time when the great multinationals were expanding, we see that the American financial intermediaries adopted a so-called "customer following" strategy. In other words they turned to foreign markets to consolidate and increase existing links with the mother house in the USA, selling established services mainly linked to the national trade scene and the exchange market.

Later with the development of the markets and the high added value services-characteristic of investment banks rather than commercial banks - this strategy was transformed into one of "customer leading".

The financial institutions began to pilot their customers towards foreign markets, thus enabling them to develop new opportunities for lending and profits via the offer of new services and products to the multinationals.

In order to implement an international strategy of the "customer leading" type the European banks will have to remember two factors:

- 1) the need to be represented in the major financial marketplaces of the world;
- 2) the value of in-depth presence throughout the EEC through branches and affiliates in order to go beyond the national dimension and to create an integrated European network less open to external competition than it is today.

These objectives will require massive investments that will very often have to be made without any clear view of the moment when the break-even point is reached.

In this context the European banking system will also have to consider two other aspects.

The first is the fact that there will be a further acceleration in the technological revolution the banks have already experienced over the past ten years. We shall need more technically advanced dealing rooms, more sophisticated telecommunications, complex information systems.

The second relates to the human factor. The staff of a bank tackling international markets will need more than intelligence, technical competence and knowledge of languages. We shall require thorough-going financial engineers with a comprehensive knowledge of the problems involved in company finance. A major effort must be made in training and specialisation, without which it will be hard for banks to sell interesting business to corporate treasurers.

Technologies and human resources represent two crucial factors in the development of the banking system: European cooperation may be the only quick and economical way to reach the level demanded by the international competition.

In the long-term the banking sector need not worry too much about the involvement of non-bank operators as long as it is able to reorganise and adapt its structures to the new conditions.

When the market undergoes the sort of changes we are seeing today a situation of almost perfect competition with a multiplicity of

competitive and aggressive operators is generated. Generally this phase is followed by another that features the concentration of the market via a process of takeovers and mergers.

In order to offer comprehensive and integrated services the banks will seek collaboration either through takeovers or by means of simple agreements with the investment banks.

This evolution will enable them not only to follow up their more sophisticated customers but also to win substantial business among small and medium sized companies where there is a huge demand for consultancy in the absence of adequate internal structures.

Individual banking. As is happening in the American system some big European banks will adopt a universal bank strategy. Together with the institutional banking services outlined above they will develop a whole series of activities aimed at maximum diversification of products and customers.

Family banking has always been one of the banks' most profitable sectors. Family savings have always represented the major source of funds for the world banking system. In particular many European banks have a well established tradition of dealings with individual customers, a tradition they will seek to preserve despite their increasing involvement in international markets and a more sophisticated type of banking.

Here too the competition will be fierce and the banks will have to compete both with specialised institutions already operating in the market as such as saving and mortgage institutions and with new competitors like insurance companies and the bigger distribution and retail companies.

It is clear that only a limited number of large European banks will be able to successfully pursue a world scale universal strategy.

However a larger number will at least be able to expand from a national to a European dimension, adopting the same strategy designed to supply a complete range of services, mostly within the European area.

Finally we can still envisage a certain number of financial institutions tending to specialise in the supply of services both locally and internationally and taking the form of the so-called "boutique bank".

The success of this type of bank in the United States suggests that there is substantial customer demand for a more personalised service.

#### A EUROPEAN FINANCIAL SYSTEM

If the picture I have drawn so far reflects a probable scenario, it is obvious that in all sectors from the most traditional to the most innovative, the next few years will present greater difficulties than European banks have faced in the past, partly as a result of fiercer competition and partly due to more demanding and sophisticated customer requirements.

In this context it is very hard to imagine a situation in which the European banks can respond adequately to the new situation within the framework of a fragmented financial field governed by the diverse regulations imposed by different governments.

The constraints and restrictions to which the financial services of the EEC are still subject - despite the fact that the Treaty of Rome envisaged total liberalisation - produce, like the restrictions on free trade, inefficiencies that generally result in higher costs, inflexibility and, in the end, fewer openings for operators.

So far slower progress has been made in the free offer of services than in the free circulation of goods.

The need to give the great internal market its full financial dimension, amply and clearly stated in the White Paper on the completion of the internal market, corresponds to the basic need to create equitable competition within the EEC, to encourage the development of a diversified range of high quality financial instruments and to enable users to operate all over the Community without fragmenting their financial relations.

The creation of a common banking market together with the progressive liberalisation of capital movements would be the essential element for the creation of a European financial market.

This also coincides with the general objectives established by the Treaty of Rome aimed at permitting credit institutions to operate freely all over the EEC either by opening branches or by directly supplying services abroad.

Yet the considerable differences in banking legislation from country to country and the restrictions on the free circulation of capital still prevent the financial institutions from operating freely and in conditions of substantial parity. Thus in many EEC countries there

remain severe restrictions on the opening of foreign banks, while in certain extreme cases the member state may refuse entry to a new financial institution if it feels the market has no need for it.

Thus before we can create a European banking market we must first harmonise the control regulations imposed on banks at the moment of their creation, in the exercise of their business and in times of crisis.

Here, the European Commission appears to be aiming at "minimal harmonisation", entrusting the two basic principles of home "country control" and "mutual recognition" of the regulations governing banks and the supply of products and services with the task of guaranteeing effective financial integration inside the Community.

If, on the one hand, the significance and value of minimal harmonisation is open to discussion there is no doubt about the efficacy of the two principles even though their application will obviously have to be gradual and cautious.

The principle of control by the authorities of the country where the bank is registered has significant advantages over the present system of host country control.

- a) it makes for effective liberalisation of financial services inside the community;
- b) it offers the governing authority of each member country total control over the general activity of a credit institution operating on an international scale;
- c) it enables credit institutions that are currently forced to split up into different operating units if they operate in different countries (taking as an example capital funds, different solvency coefficients and liquidity to be respected) to adopt a single system that substantially rationalises management and cuts costs.

However in the absence of substantial harmonisation of control regulations, its application could cause serious problems for the institutions of the host country if these were subject to more restrictive regulations.

Much the same could be said of the principle of mutual recognition whose application in certain conditions could distort competition due to the different treatment of national and foreign banks in the same country.

Here too preventive coordination seems essential as a means of assuring that all banks in a given country operate under the same conditions.

In the field of harmonisation major progress has been made as in the case of the directive of June 13, 1983 on the consolidated supervision of credit institutions. At the same time the Coordination Directive already envisaged obligatory cooperation between the authorities of the individual countries via a reciprocal exchange of information.

This is not so much because such a procedure might make surveillance easier but rather that it satisfied one of the essential conditions enabling the authorities of the country of origin to control their financial institutions.

In any event it should not be long before the activities of banks operating in the EEC are subject to supervision by a single authority that would regulate their activities.

It is in fact appropriate that the full creation of an integrated financial market be accompanied by a control system that establishes uniform rules of behaviour.

Naturally not all EEC banks need necessarily be forced to obey the rules imposed by the Community authorities. We might copy the example of the United States where the distinction between National and State banks depends on the system of regulations governing their activities. Inside the EEC we might have banks operating in several countries and subject to regulations and constraints valid for the entire area coexisting with banks that restrict their activities to a single country and would continue to apply the regulations in force in that country.

In the short to medium term the application of such a project could raise highly complex institutional problems that would take a long time to solve. However this does not mean that the objective could not be pursued with the gradual creation of the great domestic market.

\* \* \* \*

I should like to end by emphasising the fact that the European banking system is faced with an unprecedented challenge. Whether it wins or loses will very much depend on the tenacity with which it continues to work for a unified financial system in the Community.

Nor do I feel that the United States or Japan are facing the challenge with more instruments or more ideas than us Europeans. Indeed in some ways they are being forced to tackle even more problematic and complex situations.



Today Europe has an advantage it did not have a few years ago: its currency. In itself the ECU has constituted and will continue to constitute a powerful cohesive weapon and a strength that can favour the evolution of the European financial market.

To quote just two examples, remember that some 70 European banks now belong to the ECU Banking Association in order to participate in the ECU clearing system and in the work groups on the European capital and money market and that many countries including Italy and France have begun to dismantle the system of currency constraints, permitting more extensive recourse to the ECU.

Finally we should not forget that initiatives designed to produce greater freedom for capital movements should proceed hand in hand with those designed to reinforce and develop the European Monetary System. The stable exchange rates guaranteed by the System will do much to contribute to the gradual removal of obstacles to the free circulation of capital and hence to the creation of a unified financial system and a great domestic market.



# **Insurances**

**J.F.M. Peters**

*Insurance AEGON, Den Haag*



We are confronted with a competitive environment that is undergoing a fundamental change. We grew up in a world where insurers insured and bankers banked. But today the frontiers between our activities are fading, while new distributors and products are claiming their part of the financial services market.

In this presentation we will discuss these changes : their origin, their present and their future impact. And how I think about all that as an insurance man.

All EEC countries have quite some government regulations concerning the insurance business. There are several reasons for that. One is to protect its citizens against malpractice while on the other hand encouraging them to take out insurance as a way of limiting the cost of protection to the state.

The way insurance companies invest their capital has become important for economic development and tax policies. And there is sometimes a balance of payments aspect, as the services industry becomes increasingly international.

We are also confronted with regulations concerning our relationships with banks, principally aiming at preventing an unacceptable concentration of power at national financial markets.

On that item the financial institutions imposed self regulation as well, to keep the market place conveniently arranged and every man to his trade.

Regulation kept the growing financial market relatively quiet. It allowed for the gradual development that our financial system needed to safeguard its stability and reliability.

What has changed ?

First of all the financial business internationalized. Our market thereby expanded enormously, but so did the number of our competitors. At this moment the national markets in the European Economic Community are still dominated or even exclusively served by local companies, but in some of these markets we see foreigners entering and taking their piece of the cake. There is a considerable difference between the situations of the several financial industries in our twelve countries. Some markets have opened up, some still are a close order. But the trend towards a common financial market cannot be denied.

Product innovation provided further change. We had to cover new kinds of risks. Our techniques became increasingly sophisticated. And new types of financial services were introduced, balancing on the historic boundary between saving for assets and saving for financial security. These innovations resulted mainly from creative client-oriented thinking and from the use of new data communication and processing developments. We know much more about our clients than we used to. We can treat our clients more individually. Our services are faster and more accurate. And it has become possible to handle a much larger number of different products, against reasonable cost.

And, last but not least, new participants entered the market. They are using low cost distribution channels and specialize in profitable niches. They proved more successful in understanding and satisfying their customers needs than their rather complacent big brothers. And thus nibbling at both market share and profitability of the traditional companies, they should be considered to be more than just an annoying tot. They may be teaching us a lesson.

These developments : internationalization, product innovation and new market participants have considerably increased competition throughout the financial services industry.

In such an environment government regulation no longer aims at preventing power concentration. It now serves mainly to maintain a certain influence on the national financial market. The financial system is so basic to the economic health of any community, that any government will try to retain some influence over it. But since we are developing a common european market, national governments will have to loosen their grip. In the coming years regulation can be very useful in directing the deregulation process, giving the market and its participants time to adjust. I think that governments will deregulate as far as their markets permit. Step by step.

Of course some regulations will remain. Consumer organizations do advocate deregulation to eliminate cartels and monopoly practices, but at the same time they want regulation, so that companies do not fail. But this kind of regulation is only required in the consumer insurance market. Those seeking insurance for commercial and industrial risks know their own needs sufficiently, and should be considered able to take care of themselves.

There will be an end to self regulation too. With markets opening up it will become increasingly difficult to enforce arrangements between market participants.

So we will have to start preparing ourselves to face a deregulated financial services market. We have to learn how to use the advantages of an open european market, in stead of concentrating on the defence of our national positions and privileges. If we don't, others will.

Will these developments be advantageous?

To society in general, it could be. A european money and financial services market could turn out to be a major contribution to the further development of the Common Market. Besides, a gradual

development towards more varied competition could very well result in better services and lower prices for our clients. In our business we will see and are seeing already a shift from product orientation towards client orientation. This implies that in the years ahead distribution will be the name of the game : how do we get our services to our clients and at what cost?

The present types of retail organizations of larger banks and insurance companies were historically shaped. Banks originally concentrated on short term lending. Later the transfer of payments became one of their main activities, which demanded a network of retail outlets. We ended up with integrated and diversified banks, combining the production and retail distribution of a rather wide range of financial services. Banks have a tight grip on their outlets, which are dedicated, as a matter of course, to only one brand in bank services. As a side activity an increasing number of banks intermediates in insurances and travel services. They are close to their customers and easy to find. It is a strong point, but an expensive one, and that 's why banks try to exploit it as much as possible.

On the other hand insurers used to retail mainly through agents. There are different types of agents : agents on the company payroll, tied agents and independent brokers. The latter intermediate the services of more than one company, oftener than not with a fixed percentage of the sales price. Except for company agents, the insurance company does not have much influence on the ways their retailers conduct their businesses. And that certainly is a disadvantage in an increasingly competitive market.

In more recent years direct writers became the fastest growing distributor. Especially in insurances, but in home banking as well. Using the telephone is both convenient for the customer and a inexpensive intermediary for the company. I am not convinced that one can give excellent service by phone, but apparently the quality/price-ratio is attractive.



Banks have also become quite important distributors of insurance products. In some EEC-countries their share is even larger than that of direct writers, and their outlook is generally promising : the younger generation prefers to arrange all their financial business at one office. They do shop around a bit to decide which one, but the convenience of a large assortment is to some a deciding feature. This works out quite well, as long as the client does not require complicated services. It is far too expensive to provide for in-depth knowledge of insurances at all outlets. And if a client has to be sent on to another branch to be serviced, he can just as well go straight to the insurance agent who can really help him out.

Another development is the upcoming of specialists. There are two main types of specialization : product en client oriented. Product orientation is either based on professionalism in dealing with complicated financial services, such as the mortgage center, the pension adviser and the industrial risk consultant, or on the efficiency of high volume sales of standardized products, such as the cash counter.

The professionals have a very detailed knowledge on their subjects. In principle they select, or negotiate, that service that fits their customer best, without preference for any company. An independent image is essential in their client approach. In practise they obtain most products from three or four companies. That way it is easier to keep the operation well-organized, and stay sufficiently in touch with their suppliers.

These specialists can supply services that are exactly tailored to their clients needs. But their working methods are relatively expensive, particularly for those clients who can also be adequately served from a ready-made collection.

The high volume sellers on the contrary concentrate on relatively simple products, like cashing checks or selling travel insurances. Like the professionals they can help anybody in their specific area of activities. Their efficiency is their main strength.

Summarizing we may conclude that there are many different distribution channels for insurances and for other financial services. The most

intriguing question is: which channels are strengthening their position at the expense of which others?

Again we must admit difference in local situations. In general though we perceive a trend towards diversification on the one hand and specialization on the other.

There is nothing new about that. Other industries have gone or are going the same way. It is happening everywhere around us. Some examples : We buy the bulk of our groceries in the supermarket, but to find a really good bottle and some excellent cheese we take the trouble to call on a wine-shop and a cheese-boutique. Next to the warehouse we can find the umbrella-store and the special sizes men's wear.

Both diversification and specialization proved successful retail strategies in these industries. Losers were those who did neither, who tried to occupy a position somewhere inbetween. They had no special feature to attract customers. They had neither the specialties and personal advice, nor the large assortment and price reductions. They tried to meet all their customers half-way and satisfied none.

Slowly, but undeniably, our traditional channel, the insurance agents, is losing market share. A large number of agents do not have a good starting position to choose a diversification strategy. Besides, it being the preferred option for banks, there will not be much space left for them. Some agents though did succesfully diversify, introducing additional services to their traditional customers. But they do have one missing service compared with banks: they do not handle payments. And even if they might in future, they will be newcomers in an already oversaturated market. For most agents specialization will be the best option : either by becoming a product specialist or by cultivating a specific target market. In short : choose a product or choose a market. Find a niche with sufficient potential, and make sure to be the best supplier for that niche.

One of the subjects of discussion today is the viability of financial supermarkets. I think that it cannot be doubted. Some companies in the U.S.A. have shown quite creative solutions in combining financial services, and especially in cross-selling them. If your client arranges all his financial business with you, you will also know his financial situation and through that what services he will need next. But also in Europe banks today are in a way supermarkets already. Increasingly bank offices are retailing products that were not obtained from their parent company. The bankers retail organizations have more and more become a separate business activity, that needs to cover its own costs. This results in either upgrading and diversifying outlets or in divesting them.

For a part of our products these retailers, apart from their being banks, are an efficient distribution channel. We must value their wide assortment, for it attracts a certain type of customers. But for an important part of our products and clients other distributors are far more suitable.

Let me emphasize that there remains an essential difference between bank products and insurances, although we are often using the same distribution channels and working the same markets. Banks primarily handle money, insurers handle risk. The latter involves money as well, but with a different objective. The main discussion here is always on private savings. Life insurances attract an important part of these savings, more or less in competition with banks. But we offer a different service for that many. Banks guard your money, offering all kinds of interest rates related to the desired liquidity and the investment risk involved.

In the other case you buy a life insurance to get (some) financial security. Two risks are covered : one is living too long, so your money is spent before you are, and the other is dying too soon, leaving your family insufficiently provided for. Taking charge of a clients money or providing financial security are two different trades, both requiring specialized knowledge.

The special objective of the latter is the reason for different fiscal treatment, and special government controls. I admit that this has an

important impact, but it does not make or break our market, as we can see in the United States.

If banks produce insurances they become insurers and then they will have to submit to the same regime as their fellow insurers. Diversifying into the insurance business has become less attractive though than it was a few years ago. When interest rates rocketed insurance companies earned a lot of money on their existing portfolios. But competition forced us to forgo this gain in acquiring new clients, by introducing with-profit policies. Interest rates have fallen since. At present margins reflect a competitive market.

Although our main products are different, we both operate on the financial services market. Together, banks and insurance companies are facing major changes in both production and retail environment.

Let me summarize them for you :

- \* Deregulation will in time permit diversification into each others product ranges. It will allow for more cooperation, mergers and take-overs.
- \* Internationalization will enlarge our markets and confront us with new competitors, new products, new methods. Also at our home markets.
- \* Information technology development offers prospects of more complex and more flexible services and systems.
- \* Our choice of distribution channels widens, and will become a very important competitive variable.
- \* Increased competition enforces a shift from product towards client orientation. Clients will select those services that best meet their demands. Being second best means losing.

A carefully managed European deregulation process is necessary to make European companies prepare for further developments in future. We do

need time to adjust. We can not allow sudden changes, we must remain able to guarantee financial stability. But we will have to do it, carefully but determined. Strong European companies, used to working internationally, will be more capable to retain and long term even strengthen their position versus, for instance, American competitors.

For individual companies those changes demand strategic choices : for diversification or specialization, for new partners and new distributors. Every banker and insurer will have to decide what to choose.

Those changes also provide chances for expansion and profit improvement. But only if we accept them, anticipate them and use them.

We should not fear change, but try to get the most out of it. And that is, in my view, just what entrepreneuring is all about.

The Hague, june 1986



# **Bourses et autres institutions des marchés de valeurs mobilières**

**Y. Flornoy**

*Comité des Bourses de la C.E.E., Paris*





## LE MARCHE FINANCIER DE L'EUROPE DES DOUZE

---

Toutes les Bourses de Valeurs mobilières du monde libre, y compris les plus petites, se préoccupent à la fois :

- d'utiliser les derniers perfectionnements de la technologie informatique pour améliorer l'efficacité de leurs marchés
- de s'adapter à l'internationalisation progressive, voire à ce qu'il est convenu d'appeler maintenant la "globalisation" des marchés
- de défendre leurs parts de marché sur celles des valeurs -nationales ou non- donnant lieu à un marché intérieur actif

Cette évolution à cadence désormais accélérée se perpétue suivant deux axes :

- celui de la "déréglementation" qui touche aussi bien les modes opératoires sur les marchés que le statut des opérateurs
- celui de la sophistication des produits négociés qui laisse craindre que la tendance des marchés des produits de base -actions et obligations- soit dominée et parfois faussée par celle des produits dérivés -options et futures de toute nature- destinés à jouer ou à s'assurer contre les variations de prix ou de taux des produits de base.

Le mouvement lancé aux Etats Unis il y a une dizaine d'années, lorsque le Congrès donna l'ordre aux différentes bourses américaines de créer un National Market System, sans définir du reste ce qu'il devait être, et d'en terminer avec les barèmes de commissions fixes, s'est trouvé considérablement

amplifié par le "big bang" de la place de Londres, dont il est dit qu'il raisonnera longtemps après le 27 Octobre 1986 dans le ciel déjà passablement perturbé de nos marchés financiers.

Dans un tel contexte quel peut être l'avenir du marché européen des valeurs mobilières, tels que les pourtours en ont été patiemment et laborieusement dessinés depuis le discours du Sénateur TUGENDACHT à Milan en Octobre 1979, et le séminaire organisé par la Direction Générale n° XV à Bruxelles en Novembre 1980 ?

---

On ne peut tenter de répondre à cette question sans avoir rappelé aussi brièvement que possible les obstacles que les 12 Bourses de la Communauté avaient à vaincre, ou ont encore à vaincre avant que ne devienne parfaitement opérationnel et efficace le réseau permettant à chaque Bourse assurant la cotation des quelques 250 valeurs européennes, dont les sociétés émettrices sont inscrites simultanément à la Cote d'au moins 2 Bourses de la CEE, de connaître en temps réel toutes les informations concernant le marché passé, présent et futur, de ces 250 valeurs sur les autres places communautaires.

Pour l'essentiel ces obstacles tiennent :

- aux méthodes de ~~conjonction~~<sup>frontation</sup> de l'offre et de la demande
- aux modes de négociation
- aux systèmes de cotation
- au statut des intermédiaires, membres des bourses

1°) Les méthodes de confrontation de l'offre et de la demande sont au nombre de deux, celle dite des enchères (ou de "fixing"), celle du marché continu.

Les enchères sont débattues, une ou plusieurs fois par jour, à l'occasion d'une confrontation générale (ou du moins aussi générale que possible) des ordres d'achat et de vente recueillis par des courtiers -les agents de change- qui ne prennent part à la négociation qu'en qualité d'exécutants et d'arbitres. Cette méthode, éminemment cartésienne, comporte quelques rigidités, notamment au niveau de la saisie des informations, et de la recherche du point d'équilibre sur les marchés étroits.

En marché continu, des nouvelles cotations ont lieu à chaque fois que de nouveaux ordres arrivent sur le marché, mais comme ces nouveaux ordres ne sont nullement assurés de trouver sur le marché une contrepartie spontanée, évitant que pour des quantités relativement faibles de titres on ne soit obligé d'enregistrer un écart excessif entre deux cours successifs, des intermédiaires spécialisés sont chargés d'acheter les titres que les clients veulent vendre et réciproquement. D'où la mise en présence sur les marchés continus, dans leur conception traditionnelle de deux catégories d'intermédiaires : les courtiers qui agissent en tant que transmetteurs d'ordres -comme sur les marchés de fixing- (fonction d'"agent"), et les contrepartistes qui négocient pour leur propre compte (fonction de "principal"). Les "principals" font varier leurs prix d'achat et de vente en fonction des offres et des demandes présentées par les "agents".

2°) Les modes de négociation sont également au nombre de deux : les titres sont négociés en Bourse soit au comptant, soit à terme. Si certaines Bourses ont une tradition affirmée de terme ou de comptant, certaines négociaient ou négocient encore simultanément les mêmes titres à terme et au comptant.

Si le marché de base est un marché à terme, un mécanisme d'escompte permet aux acheteurs de prendre livraison de leurs titres, ou aux vendeurs de recevoir le prix de leur vente, sans attendre la fin de la période de liquidation.

A contrario si le marché de base est un marché au comptant, un mécanisme hors-marché de règlement des achats et des ventes "à crédit" (margin accounts), permet à la spéculation de s'exprimer.

3°) Les systèmes de cotation. Chaque place a ses usages, en fonction de la nature et de l'activité des marchés qu'elle traite, en fonction également des moyens de communication avec l'extérieur dont elle dispose.

Si les enchères à la criée furent pratiquées partout à l'origine, c'est bien parce qu'elles constituent la méthode intellectuellement la plus satisfaisante. Chaque négociateur conserve le secret des ordres qu'il a en carnet jusqu'au moment où ils deviennent exécutables. Encore ne les dévoile-t-il qu'en fonction du marché. Tout à fait satisfaisante pour les marchés d'enchères, elle se prête moins bien à l'organisation de marchés continus : la saisie des quantités réellement traitées au moment des enchères pose problème, et, par construction, toute indication sur les possibilités de négociations ultérieures est impossible, dans la mesure où chaque agent conserve pour lui seul la connaissance des ordres qu'il a en carnet.

Aussi bien les cotations en procédure écrite ont elles acquis droit de cité depuis longtemps sur la plupart des marchés. La centralisation de tous les ordres d'achat et de vente, au mieux ou limités, est assurée pour chaque valeur par un spécialiste. Là où les fonctions d'agent et de principal sont réglement<sup>airement</sup> séparées, c'est bien entendu un principal qui assurera cette centralisation avec obligation totale ou partielle d'assurer la contrepartie, l'équilibre du marché. Là où il n'existe pas

de "marchands de titres", c'est généralement un courtier - celui qui a procédé à l'introduction en Bourse de la valeur - qui est chargé de ce relevé. Dans l'un et l'autre cas le centralisateur connaît exactement tous les ordres en présence sur le marché, et, après avoir coté un premier cours, il sait à quels cours et pour quelles quantités de nouvelles transactions pourraient avoir lieu.

Cette procédure écrite est de plus en plus remplacée par la saisie directe des ordres sur un support informatique approprié, permettant de diffuser en temps réel les statistiques du marché au fur et à mesure de son déroulement, de diffuser également les meilleures offres et les meilleures demandes au voisinages du dernier cours coté, et d'ordonner toutes les opérations de règlement et de livraison, avis d'opéré aux clients et relevés, comptabilité des intermédiaires.etc...

4°) Les intermédiaires, membres des Bourses. Si chacune des 12 Bourses de la CEE a son propre type de "membres", et ses propres règles de recrutement, on peut néanmoins distinguer :

- celles des Bourses où les membres sont des intermédiaires spécialisés non-banquiers (agents de change, courtiers, brokers), et ce sont sans doute les plus nombreuses.
- celles des Bourses où co-existent courtiers et banquiers (Amsterdam, et Londres dorénavant)
- celles des Bourses où l'essentiel, sinon la totalité du marché s'effectue entre les banques (R.F.A)

a) les Bourses dont les membres sont des intermédiaires spécialisés non banquiers, procèdent à une sélection rigoureuse de ces membres conformément aux termes d'une réglementation souvent très stricte, renforcée par la loi là où le besoin s'en fait sentir. Nul ne peut être membre de ces Bourses s'il n'a prêté le serment d'allégeance à l'institution, ou

devant les Tribunaux. S'agissant en effet de négocier avec l'épargne du public aussi bien les titres émis par l'Etat que par les grandes collectivités et les entreprises appartenant au Gotha du tissu économique national ou international, il a été considéré de tout temps que tout devait être mis en oeuvre afin que "pas une ombre, même la plus légère", puisse venir ternir la réputation du marché et de ses acteurs, et que, jamais, la confiance du public ne soit prise en défaut.

Le caractère très particulier du négoce des titres sur un marché secondaire, la nature extraordinairement cyclique de cette activité se satisfont mieux de professionnels spécialisés, engagés sur leurs biens personnels, plutôt que de grandes entités pluri-disciplinaires, n'exerçant le métier que lorsqu'il est très rentable, l'abandonnant lorsque l'épargne se détourne du marché des valeurs mobilières au profit de placements plus immédiatement lucratifs.

b) On ne peut bien évidemment pas dire des Bourses où la Banque a accès direct au marché, qu'aucune garantie ne soit prise pour que les détenteurs d'épargne ou de valeurs mobilières ne soient assurés du bon fonctionnement du marché, s'agissant de la confrontation de l'offre et de la demande, du mécanisme de la formation des cours, et des méthodes de cotation.

On doit simplement se poser la question de savoir si le secret des négociations est aussi bien respecté, si des opérations importantes de face à face -internes notamment- ne peuvent être arrêtées à des conditions de convenance différentes de celles du marché, et si enfin les autorités du marché disposent sur ces banques d'un pouvoir aussi étendu que sur des intermédiaires de moindre envergure.

---

Le rappel des principales spécificités ayant actuellement cours chez les 12 Bourses de la Communauté Européenne aux quatre niveaux retenus - et il en existe d'autres - dit bien la difficulté de l'exercice consistant à créer un grand marché central européen des valeurs mobilières. En fait deux voies étaient ouvertes :

- ou bien créer de toute pièce une bourse supranationale qui aurait inscrit à sa cote toutes les valeurs de caractère internationale aujourd'hui cotées sur chacune des 12 Bourses, réduisant leur champs d'action aux seules valeurs strictement nationales, voire locales
- ou bien procéder à une interconnexion des 12 Bourses entre elles, permettant de connaître, à chaque instant et en temps réel, pour chaque valeur concernée, la Bourse où l'on <sup>peut</sup> ~~pouvait~~ négocier aux meilleures conditions, c'est à dire acheter moins cher, ou vendre plus cher, toutes conditions tenant au niveau des taxes et des commissions, des variations de change, et des délais de livraison et de règlement étant supposées résolues.

On sait que la première voie, à peine ouverte, a été sitôt refermée lors du symposium de Bruxelles de Novembre 1980.

La seconde a fait l'objet d'une minutieuse étude confiée à deux consultants Mrs Michael HALL et Malcolm DUNCAN dont le rapport a été analysé et discuté en profondeur conjointement par la DG XV de la Commission et par le Comité des Bourses de Valeurs de la C.E.

Pour atteindre l'objectif tel que défini plus haut, -connaître à chaque instant l'endroit où l'on pouvait négocier aux meilleures conditions- deux voies étaient également ouvertes :

- ou bien il était décidé que, à partir d'une date à définir, les statuts et les modes opératoires des 12 Bourses étaient uniformisés de telle manière que soit mis en place un marché-réseau unique européen du type NASDAQ, chaque Bourse accomplissant une démarche analogue à celle accomplie par le London Stock Exchange au cours des 3 années ayant précédé le big-bang du 27 Octobre 1986.
- ou bien, chaque Bourse, conservant son identité propre, mettait en place le réseau d'interconnexion IDIS, et au fur et à mesure du déroulement de ses 3 phases, s'adaptait aux disciplines du réseau, en créant, si besoin, les interfaces nécessaires pour soutenir la concurrence, et à tout le moins conserver ses parts de marché.

C'est bien entendu, la seconde voie, celle du réseau IDIS, qui a été retenue. Lorsque ce réseau permettra à la fois, à l'issue de la 3ème phase, d'émettre et de recevoir les cours cotés en temps réel, les quantités de titres échangés, les meilleures offres et les meilleures demandes avec indication du nombre de titres offerts ou demandés, d'arrêter celles des offres et des demandes qui intéresseront le donneur d'ordre, et d'organiser les opérations post-négociation de règlement et de livraison, le réseau IDIS sera devenu un véritable système de marché européen.

En attendant, les Bourses les mieux placées seront celles qui pourront proposer, à chaque instant, pour chaque valeur, la quantité de titre la plus importante, au meilleur prix, libellé dans la monnaie choisie par le donneur d'ordre, et à la date de règlement-livraison choisie également par lui.

A l'évidence, celles des Bourses qui disposeront d'un marché continu, et d'intermédiaires capables d'assurer la liquidité de ce marché en initiant des opérations de contrepartie seront avantagées par rapport aux autres.

---



Et ma conclusion, tout naturellement, prendra <sup>repos</sup> <sup>appui</sup> sur cette dernière remarque. S'il peut encore être valablement soutenu que les marchés d'enchères ou de fixing sont tout à fait adéquats aux marchés de valeurs d'audience simplement nationale ou locale, l'internationalisation des marchés, leur globalisation, exige l'instauration de marchés continus.

Mais la continuité des négociations doit elle être dirigée par le flux des ordres des clients au fure et à mesure où ils sont exprimés ou bien doit elle être dirigée par les prix d'achat et de vente proposés par les "market makers" ?

La question n'est pas sans importance au niveau de ce que doivent être à la fois l'éthique et l'efficacité d'un marché digne de ce nom.

Que vaut il mieux pour le marché ? Que ce soit le marché qui, par ses mouvements de cours, réponde à la pression exercée à un moment donné par le clan des clients acheteurs ou des clients vendeurs, ou bien que, à l'inverse, les clients acheteurs ou vendeurs passent leurs ordres en fonction des prix de vente ou d'achat proposés par les market-makers ?

En d'autres termes, convient il que la contrepartie des ordres de la clientèle soit recherchée après que ces ordres aient été exprimés, ou faut il mieux que la contrepartie de leurs ordres ait été préparée avant que les clients les aient exprimés ?

Dans ce débat contradictoire, la réponse est loin d'être certaine et les tenants de l'une ou de l'autre méthode argumentent au nom de l'efficacité d'une manière toute aussi convaincante. Au nom de la vérité des prix, l'argumentation est déjà moins convaincante, dans la mesure où l'intervention du market-maker se traduit inévitablement par un renchérissement du coût de la négociation, à raison de l'importance des liquidités et du stock de titres qu'il est obligé d'entretenir en per-

manence : cet accroissement du coût peut être chiffré au minimum à la moitié de l'écart existant entre son prix d'achat et son prix de vente. Tandis que, à l'inverse, lorsque l'on recherche la contrepartie à un ordre préalablement exprimé, on peut espérer la trouver au niveau du dernier cours coté.

Il n'est nullement impossible qu'à la question de la prééminence des ordres des clients sur les prix des market-makers, ou des prix des uns sur les ordres des autres il n'y ait en définitive plusieurs réponses, l'expérience révélant si l'une est plus adaptée aux très larges marchés, l'autre aux marchés plus étroits... à moins que ce ne soit l'inverse. A cet égard la nouvelle génération de marché qui vient de s'ouvrir à Londres, où les broker/dealers sont invités à cohabiter avec les market-makers, sera, n'en doutons pas, riche d'enseignements.

La déréglementation et la sophistication des produits étaient nécessaires pour sortir de l'impasse où l'inflation et les deux chocs pétroliers avaient conduit nos marchés financiers. Elles auront atteint leur but, sans qu'il puisse être affirmé aujourd'hui que la déontologie et l'efficacité y trouveront leur compte à long terme. Soyons donc très attentifs à ce qui va se passer à Londres maintenant, à ce qui se passera dans l'Europe de la Communauté demain. Au plan de l'internationalisation des marchés, l'une des deux expériences se révélera infailliblement supérieure à l'autre !

## **Other financial institutions**

**J. Larkin**

*American Express T.R.S., New York*



## OTHER FINANCIAL INSTITUTIONS

*James T. Larkin*

*American Express T.R.S., New York*

I address you today, not only as a representative of an American financial services company which has been doing business in Europe for 105 years, but as a former resident and great personal friend of Europe. Its history, its institutions and its people; and especially as a long time friend of the European credit institutions.

The great American poet, Ralph Waldo Emerson, once said that "A friend is a person with whom I may be sincere. Before him I may think aloud." As I think aloud today, some of my thoughts and observations about financial services in Europe may be considered provocative, but I hope you will accept them from a friend who is sincere.

The financial services industry in Europe and around the world has experienced an evolution of revolutionary proportions over the past five years.

The reality today is that there is a new financial services environment irrevocably influenced by:

- The economics of the past decade and the resultant emergence of a more demanding and more financially sophisticated consumer;
- Rapid developments in technology;
- Deregulation and the freedom of institutions to broaden the range of products and services that they can offer to their private customers;
- The increasing competition among a myriad of traditional and new financial services institutions, or suppliers, striving to retain the loyalty of their existing private customers and attempting to attract new ones.

While the timing of changes may vary slightly, there are more similarities between the European experience and that transpiring in other parts of the world than there are differences. For example, while it is clear that in Europe, the U.S.A. and Japan, the so called non-banks (or "other financial institutions") are crossing previously protected banking barriers, it is also true that credit institutions are crossing into previous non-bank businesses.

As private banks, savings banks, co-operatives, insurance companies, brokerages houses, securities firms, post offices, and payment systems companies add new products - and cross industry borders by expanding into other non-traditional services - once considered the exclusive domain of others - they are evolving into a new financial services industry.

It is my view that this new and rejuvenated financial services industry will be one of the principal sources of growth in the economies of Europe during the rest of the century - an industry where both the traditional credit institutions and other financial services companies both compete and cooperate.

### Other financial institutions

In addition to the traditional credit institutions, insurance companies and brokerage firms, there are a host of other local, national and global firms involved in financial services. To treat each in detail in this paper is not possible. But a categorization of these "other financial institutions" or product sectors and the role that they are fulfilling now and their prospects for the future would be helpful.

#### 1. Diversified financial institutions

Companies whose "core business" is broad range financial services rather than banking. American Express, 105 years in Europe, is an example. It is one of those large, broadly based companies serving global financial markets, including Europe, on both a local national and international level. It is involved in global payment systems (charge cards, travellers cheques); securities and commodities trading; investment banking, private banking, life insurance, travel services, etc.

As my company is a rather unique global participant, I will not treat its future prospects here except to say that we will continue as major contributors to the future growth of the financial services industry in Europe in full cooperation with the European Community.

#### 2. The credit and charge card institutions

Cards are probably the most dynamic and competitive consumer products in the financial services industry. Issued by credit institutions, financial services companies, retailers and others, they are central to the private customer business and are in the vanguard of technological change.

To view the card sector properly, one must make a distinction between charge cards and credit cards, for all cards are not the same.

The American Express Card, the Diners Club Card (issued by Citibank or its local franchises) and most Eurocards (issued by a consortium of European banks), are charge cards which act as a convenient substitute for cash, generally have no credit limit for private customers and do not charge interest on balances which are payable in full every 30 days. These cards, issued to the upper market segment, draw on the private customer's existing assets.

Bankcards such as Visa, Mastercard, Access and Barclaycard in the U.K. and Carta Si in Italy are credit cards featuring revolving or extended credit subject to varying rates of interest on outstanding balances. These cards, mass marketed, have a credit limit and draw on the private customers future credits.

The Visa and Mastercard bankcard systems are global, as are the charge cards of American Express and Diners Club. Eurocard is a European card with an international affiliation agreement with Mastercard. National credit card systems such as Carte Bancaire in France, Carta Si in Italy and Access and Barclaycard in the U.K. are initiatives of the local credit institutions with global affiliations with either Mastercard or Visa.

With the possible exception of the United Kingdom, the credit and charge card market in Europe is still at the early to middle stage of development and growth.

By way of comparison, the highly respected Nilson Report indicates that in the maturing U.S. card market there are 731 million credit and charge cards owned by 105 million people averaging 6.9 cards per person. Of these:

- Over 70%, or 525 million, are proprietary and issued by retail stores, petrol companies, auto rental firms and others for use at their own facilities. 60 million of them are issued by Sears alone;
- 186 million are bank credit cards issued by credit institutions affiliated with both Visa and Mastercard;
- 17 million are American Express and 2 million are Diners Club charge cards.

Credit and charge card companies are not just "one product" organizations but tend to expand their range of financial services by marketing travellers cheques and other financial services such as insurance. Cross selling to card holders will become more common among banks and multi-product financial services companies as issuers utilize card holder communication as a channel of distribution for other products.

Clearly, one of the most dynamic areas of growth in Europe will be in the card sector up to the year 2000.

- Payment cards, issued by credit institutions, financial services companies, retailers and even manufacturers will grow three-fold in the next 14 years. By 2000 there will be 500 million such cards in Europe. Cards issued by non-credit institutions (retailers, etc.) will exceed those issued by credit institutions.
- Multi-purpose cards will replace the existing proliferation of credit or charge cards, cash access cards, cheque-guarantee cards and debit cards. Individual cards, particularly those issued by credit institutions and financial services companies will have three features: credit or charge, debit and cash access.
- ATM and Cash dispenser networks will grow three-fold and provide over 100.000 points providing not only European internal market transnational

access to "foreign" card holders of both credit institutions and other financial companies, but global access as well.

- EFT POS will become the norm for most card transactions but all transactions will not be on real time. Point of sale networks will be jointly owned and operated by both credit institutions and other financial services companies which will have concluded in the early stages of development that investment in duplicated systems is not cost effective. So, while there will be competition with products, there will be cooperation in building and operating the infrastructure.

Retailer cards notwithstanding, by the year 2000 (if not much before), I would speculate that there will be three major transnational or global cards in Europe—not four as there are today. They will be:

- Visa or Mastercard (not both);
- American Express;
- A Euro-instrument (possibly Eurocard) affiliated with either Visa or Mastercard (not both).

However, the future of a Euro-instrument owned by an international consortium of credit institutions will be highly dependent on the competition among and between European banks (not between banks and other financial institutions as some would have one believed).

Any future Euro-instrument that subordinates a European credit institution's image in its own market or lessens its relationship with its private customer will not survive. In that event, such a Euro-instrument would quickly be replaced by a bank's or local banking association's (e.g., savings banks association) own card, supported by affiliation with a global system (e.g., Visa).

In my judgment, there will also be a preponderance of national (e.g., Access, Barclaycard, Carte Bancaire, Carta Si) and local card systems either with or without global affiliations depending on local needs and private customer credit-worthiness.

### 3. Industrial, retail and airline companies

A most significant change in the financial services industry is the growing role, in both Europe and the United States, of companies whose "core" business are in the retail, industrial and airline businesses. Let me cite a few:

- British Petroleum and ICI in the U.K. and Volvo in Sweden have established their own in-house banks; other European corporations may follow.
- General Motors, Ford and Chrysler, along with the General Electric Company, are major consumer lenders for products both within and outside their



industries in the U.S.A. It is anticipated that at least four major European automobile manufacturers will become major presences in financial services in Europe within five years.

- BAT Industries in the U.K., not unlike the American Can Company in the U.S., is increasing its role in financial services through its acquisition of Eagle Star Holdings (Insurance), Abbey Life (Insurance) and Allied Dunbar Bank.
- Marks and Spencer in the United Kingdom has entered the consumer finance business and several other major European retailers are considering plans to do the same.
- Thirteen European airlines have just announced plans to enter the credit card business and SAS in Stockholm has purchased the Diners Club charge card franchise.

There is a common misunderstanding to the effect that the largest number of credit cards are issued by, or associated with, credit institutions. As the Nilson survey for the U.S. indicates, this is not so in that country. The largest number are issued by retailers.

In almost every country and region of Europe and around the world, there is also a profusion of proprietary or "affinity" cards which are essentially also credit cards. Issued by retailers, petrol companies, car hire firms and airlines, among others, these cards serve the needs and maintain the loyalty of their private customers. One of the largest growth areas in Europe over the next ten years will be that of proprietary and "affinity" cards especially among retailers. There will be more such retailer-issued proprietary cards than there will be of those associated with credit institutions.

#### 4. Financial information providers

Today we are experiencing a revolution in information technology. Computers produce data on a scale so massive that their daily output exceeds the entire written works of mankind in bygone eras. In fact, the volume of information carried on international communications systems is estimated to double every five years, and it will soon begin to double every two years.

I place financial information providers in the category of "other financial institutions" because the transactions which they communicate or the information which they provide are an integral part of the day to day operations of financial services institutions.

Two such organizations are SWIFT and Reuters.

An inter-bank cooperative, SWIFT provides communication, cash management and settlement service for its 2,000 member banks in 46 countries. And it is extending

its activities through SWIFT II by affording information distribution and payment systems transaction communication at the international level - such as linking national and international ATM and POS/EFT systems.

Having established a "modus vivendi" with the PTT's after years of competitive conflict, the future of SWIFT, as it is now constituted, is highly dependent on its ability to compete with independent time sharing vendors and third party processors. It is also faced with competition from its own members who are establishing their own networks.

Reuters describes itself as a "real time global financial information" provider. Other such companies are U.S. Telerate and the Swiss Telekurs. These companies offer databases on markets, dealing services and specialized and general needs services. They are also able to transmit transactions over their "electronic highways" just as SWIFT does.

While the unification of world markets has still a long way to run (the linking of the EC stock exchanges for example), and the proliferation of new products proceeds apace, there will not be a ceiling on the growth prospects of these electronic information companies. The application of artificial intelligence in this field is obviously crucial but it is impossible to predict the effect that it will have on specific institutions.

In Europe the future holds particular scope for financial data and information processors, and for independent advisors who will be able to counsel consumers on the daunting array of financial products on the market.

Clearly, there is a growing proliferation of financial services providers and products as the old dividing lines between traditional financial services industries disappear in Europe.

For some traditional institutions this is a catastrophic development from which they should be protected. For others, it is the opening of new opportunities for progress and growth. This suggests that for policymakers, legislators and regulators that there are critical choices in financial services policy: protectionism or progress - both transnationally among the members of the internal market and between the internal market and the international (global) market.

This is a critical time for policymakers and regulators. It is a time when one must be acutely aware that there are some institutions which would favor deregulation for themselves and regulation for the competition - especially competition from international providers of financial services.

But if the primacy of the "People's Europe" is to prevail as the paramount consideration, then I am convinced that regulators and legislators will overwhelmingly favor the principle of equitable competition both within the EEC and between the EEC and international providers of financial services.

I have been favorably impressed by references to the importance of service the "People's Europe" in recent publications of the XVth Directorate (Financial Institutions and Company Law) relating to the future policy on financial services. And in that context, I suggest that the proliferation of financial services providers and products is not the result of calculated strategies devised by the different industry segments to invade the traditional industries of others, but, on the contrary, a response to the "People's Europe" - a response to the private customer. The changes we are experiencing are people driven - consumer driven - in Europe, the United States, in Japan and around the world.

Permit me to share with you some observations on the factors which I believe will most effect the future of financial services in Europe just as in the United States, Japan and the rest of the world.

### The consumer

More sophisticated consumers, with an increasing interest in financial affairs, have become and will continue to be a powerful force for change in Europe.

The consumer is more interest rate sensitive. The growth of the consumers' financial assets and net worth has generated new demands.

The younger, more prosperous, better educated consumer, who holds much less traditional attitudes and lifestyles than consumers did even ten years ago, will be able to deal with a more complex environment and will be more assertive in finding ways to meet his changing needs. These new consumers will be looking to the financial services industry to develop new services.

What is important to understand is that the consumer is the major beneficiary of the changes taking place in our industry - and he knows it. Their personal and financial situations mean a more demanding customer with more complex needs.

The financial services industry of the future in Europe will be comprised of traditional credit institutions and other financial services companies fairly competing, in both the internal market and internationally, by offering the private customer alternatives to meet his needs. The private customer will demand this.

### Deregulation and rational deregulation

Deregulation and the accompanying revolutionary changes in structure, products, services and consumer expectations that we have been experiencing in the last few years will continue, both in Europe and around the world.

More concisely, while economic and institutional developments are pushing the industry ahead, rising demands of a more sophisticated consumer are pulling it forward.

Changes in the regulation are the trend today whether they take the form of the dramatic "big bang" in London or the step by step relaxation of rules in Tokyo. Barriers

to competition are falling in country after country, with the abolition of exchange controls, elimination of interest rate ceilings, and other market opening measures. With financial companies accommodating many diverse activities under one roof, regulators might do better to regulate according to functional activity rather than the type of institution.

And I believe that the trend in Europe, just as in the United States and Japan, will be toward rational deregulation (or rational regulation) which will permit institutions to broaden the products and services that they can offer - while accepting that regulatory bodies will necessarily regulate some of the products and services offered - in the interest of economies on the one hand and for the protection of consumers on the other. So, while institutional barriers will be lifted, certain services may be regulated. What is important, is that the reduction of regulatory restraints will broaden the services that all institutions can provide.

And yet, in some industry segments, deregulation is being accompanied by the establishment of protective barriers and cartel-like pool agreements designed to either restrict the access of some "other financial services companies" to delivery systems or to just plain exclude them.

Cartel-like agreements of this nature have the clear object of excluding competition - in direct opposition to the intent of deregulation. I can think of no better way of inviting intervention by governmental - or regulatory - bodies than to pursue protectionist policies which operate to the detriment of the entire industry and its customers.

In that context I think you might find it interesting to note what the January 1985 Government "White Paper" on financial services in the United Kingdom said on the subject of competition:

"The industry must be competitive both domestically and internationally. Regulation must stimulate competition and encourage innovation; it must be responsive to international developments and not a cover for protectionism."

Deregulation is a healthy and good sign for the new financial services industry - the "People's Europe". More importantly, it will create free competition for a broader range of financial services by providing alternatives which will ultimately work to the benefit of all private customers and will assure that there is equitable competition within the European Community.

#### The impact of new technology

Recent advances in the application of technology to financial systems and payment processes have accelerated the development of new financial services techniques. In a very fundamental sense, this technology has eliminated the once formidable barriers of time, space and national boundaries insofar as financial transactions are concerned.

Developments in electronic services over the past 10 years indicate that technology has advanced at sonic speeds. By the year 2000, we can envision:

- Main frame computers 20 to 30 times as powerful as today;
- Personal computers as capable as our main frame computers are today;
- Direct data entry electronics from your commercial and private customers including voice recognition digital capture systems;
- POS/EFT systems standardized across countries;
- And "Chips" that will contain all of your financial data, your medical history, complete identification and curriculum vitae and which can be used as:
  - a portable purchase account ledger;
  - debit and credit transactions;
  - plastic travellers cheques.

The French are world leaders in "chip" technology and experimentation. "Chips" costing \$10 two years ago are now available at the equivalent of two dollars. And, Ladies and Gentlemen, there may even be a "love chip". I never underestimate French technology.

Each and every one of these technological and electronic developments is an opportunity for those of us in the financial services industry. We must face the realization that our industry is in a radically and rapidly changing environment. We need to understand that we must be able to change dramatically as technological opportunities present themselves - not to discuss them ad infinitum, but to react rapidly. And finally, we must be willing to work together - to co-operate - in meeting the challenges of the electronic revolution.

The credit institutions and other financial services companies that successfully manage the electronic revolution in the future will be those that provide quality service to their customers through a pragmatic combination of high technology and the human touch.

Ladies and Gentlemen, it was the eminent pioneer and father of Europe, Jean Monnet, who said in considering the development and growth of new industries in Europe, that "those who already enjoy overwhelming resources 'should' accept that others seek gradually to match them and agree to work with them to do so." And no one would argue that he was first a European banker - but a banker with a worldly view and an aptitude for the multinational solution. Were he among us today, I believe that he would be pleased with the future of financial services in Europe. I believe that he would tell us that it is the very diversity of competing financial institutions, with new and innovative products and services, responding to the demands of the new consumer - in many instances offered alternatives for the first time - which will interact to provide the dynamism that will propel the industry to new heights.



**Le rôle des entreprises dans la distribution de produits  
et services financiers**

**M. Bon**

*Carrefour, Evry*





Longtemps la profession bancaire et financière fut assez strictement organisée, et ce, à peu près dans tous les pays. Il y avait les Banques d'affaires, les "merchants banks", les "investments banks", qui pour l'essentiel assuraient des services financiers aux Entreprises. Il y avait les banques de dépôt, les "commercial banks", qui assuraient des services bancaires aux particuliers et aux entreprises. Il y avait les caisses d'épargne ou les caisses postales, pour collecter l'épargne populaire. Il y avait enfin toutes sortes de sociétés spécialisées dans les services financiers, en général centrées sur un seul type de service : assurances-dommages, agents de change, assurances-vie, crédit immobilier, etc.... Dans la plupart des pays, toutes ces professions étaient très règlementées, ce qui contribuait à figer le paysage.

Pourtant, peu à peu, sous l'effet conjugué de l'internationalisation des marchés, de la dérèglementation et du désir de conquérir des parts de marché, les différences entre métiers et acteurs financiers s'estompent. Mais dès lors que chacun chasse sur les terres des voisins, il devient légitime d'imaginer l'irruption de nouveaux acteurs. Parmi ceux-ci, on cite volontiers le commerce, sans doute en vertu de l'idée que les banques sont, elles aussi, des réseaux de distribution.

Quelques exemples sont venus accréditer cette perspective, la plus notable étant donné par la plus importante société de distribution mondiale, SEARS ROEBUCK, qui mène - depuis plus longtemps qu'on ne le croit d'ailleurs - une politique suivie de distribution de produits financiers : crédits, assurances, placements, moyens de paiement.

Que peut-on dire aujourd'hui de cette nouvelle concurrence entre le monde du commerce et celui de la finance ? Si la distribution peut être tentée de s'intéresser à la vente de produits et services financiers, il semble cependant prématuré de dessiner déjà un nouveau partage du marché.

### Le commerce vendra-t-il des produits et services financiers ?

Pour bien comprendre pourquoi le commerce va à l'encontre de la banque et l'assurance, il faut avoir à l'esprit les trois ressorts principaux de la révolution qui a conduit au commerce moderne :

- Le libre-service : le client se sert lui-même, ce qui oblige à une présentation claire des produits ainsi qu'à une sélection beaucoup plus rigoureuse des articles vendus.
- l'offre globale : on trouve tout sous le même toit. Cette mise au goût du vingtième siècle des marchés de village d'autrefois imposait de vastes surfaces, forcément éloignées du centre des villes, et donc d'immenses parkings.
- le "discount" : la conception même de ces magasins permettait des prix plus bas, en même temps qu'elle les rendait nécessaires pour attirer le consommateur loin de chez lui.

Au regard de ces principes de base, banques et assurances semblent déjà bien engagées dans la révolution commerciale. Le libre-service, impensable il y a vingt ans et encore aujourd'hui banni des discours qui mettent tous l'accent sur la personnalisation du service, est bel et bien à l'oeuvre. Les guichets automatiques bancaires permettent de réaliser la plupart des opérations bancaires courantes; un grand nombre de questions d'assurances et de banques peuvent être réglées par un dialogue à partir d'un terminal d'ordinateur. Ce dernier est en général installé aujourd'hui dans le guichet de la banque ou de l'assureur; il pourrait en vérité être installé n'importe où, chez un commerçant ou chez le client. Le libre-service, c'est-à-dire la suppression d'un intermédiaire entre le consommateur et le produit, n'est ni aussi étranger, ni aussi éloigné du secteur financier, que beaucoup le croient encore.

La globalité de l'offre, elle aussi, est à l'oeuvre, et le grand vent de la banalisation souffle, qui estompe les spécialisations d'autrefois.

Certes, il reste encore de grands fossés : la banque ne vend qu'une petite partie des produits d'assurance, et vice-versa, et au sein même de la banque, certains produits sont réservés par la loi à des réseaux particuliers. Cette banalisation est la conséquence de la recherche de part de marché grâce à l'élargissement des gammes de produits et de clients. Mais, dès lors que tout le monde vend tout, pourquoi aller chez l'un plutôt que chez l'autre ? Et dans le même élan, pourquoi ne pas aller ailleurs, dans une grande surface ou dans un catalogue, par exemple ? La révolution commerciale a montré l'attrait d'une offre globale pour le consommateur. Si la réglementation le permet et que banquiers et assureurs n'y prennent garde, d'autres offriront un service financier complet (assurance, prévoyance, retraite, épargne, espèces, crédit) en assurant entre ces différentes fonctions les interactions nécessaires.

Le "discount" enfin. Le ressort principal des consommateurs demeure le prix : pour déplacer les habitudes de consommation, il faudra pouvoir offrir de meilleures conditions : épargne mieux rémunérée, crédits moins coûteux, assurances meilleur marché. Bien des expériences montrent l'efficacité du "discount" dans le domaine financier. Pour s'en tenir à trois exemples français récents, relevons le succès des mutuelles d'assurances sans intermédiaire, l'impact des SICAV de trésorerie ou les parts de marché prises en prêt à l'habitat par les banques proposant les taux les plus bas.

En définitive, la question n'est donc pas de savoir si la distribution de produits financiers est à l'aube d'une révolution : celle-ci a déjà commencé. Tout ce qui a fait le succès du commerce moderne y est déjà à l'oeuvre (libre-service, banalisation et globalisation de l'offre) ou ne demande qu'à jouer (discount). Les nouvelles techniques de distribution qui gagnent le monde financier, le commerce moderne les utilise depuis longtemps. Il peut être séduisant pour lui de mettre à profit cette maîtrise technique pour pénétrer sur ce nouveau marché. A-t-il pour autant la tentation de la faire ?

Depuis qu'en 1962, CARREFOUR ouvrait près de PARIS le premier hypermarché tous ceux qui se sont lancés, derrière lui, dans cette aventure, ont connu une longue période de développement exceptionnel. Mais depuis quelques années, sous l'effort conjugué d'une réglementation malthusienne et du ralentissement de la consommation, ce mouvement s'essoufle. Quand on a connu de telles progressions, on ne se résigne pas facilement à moins, et l'on cherche ailleurs de nouveaux marchés à conquérir, à l'étranger ou dans la diversification. Cette recherche conduit bien vite à une certitude : c'est dans la vente des services qu'il y a le plus à faire. Que l'on pense à son plombier, à son assureur ou à son garagiste, on sent bien qu'il existe une marge appréciable de progrès dans la clarté et dans l'efficacité de la transaction commerciale. Quand et comment la distribution moderne s'attaquera à ce vaste domaine, c'est difficile à dire. Mais qu'elle s'y attaque n'est pas difficile à prévoir. Et, dans le vaste monde des services, le marché des banques et assurances semble assez bien désigné pour être parmi les premiers convoités. C'est en effet un marché en croissance et qui se prête à une certaine banalisation des produits.

La tentation viendra, si elle n'existe déjà. Risque-t-elle d'être découragée par la façon dont les banquiers et les assureurs occupent aujourd'hui ce marché ? Sûrement pas. Il serait malséant pour un ancien banquier de détailler leurs faiblesses: concurrence insuffisante, faible souci du client, gestion peu efficace, etc.... Mais il serait futile pour les banquiers et les assureurs de se croire protégés par leur excellence professionnelle. Celle-ci vue de l'extérieur, est moins forte qu'ils ne l'imaginent. Il s'écoule en général moins de deux jours entre la traite d'une vache en Bretagne et la vente de son lait dans une grande surface parisienne; n'est-il pas stupéfiant qu'il soit sensiblement plus long de transférer de l'argent entre ces deux endroits ? Comment ne pas être facheusement impressionné par la somme de démarches et de délais nécessaires pour se faire rembourser par une compagnie d'assurance ? On pourrait multiplier les exemples. A trop traiter son client en sujet, on s'expose à le perdre au profit de ceux qui sauront le respecter et l'écouter. Et cela, c'est le pain quotidien des distributeurs.

Ainsi, parce qu'ils chercheront à se développer, et parce qu'ils trouveront dans le domaine des produits financiers la possibilité d'appliquer les techniques qu'ils maîtrisent sans y rencontrer trop de résistance, les distributeurs viendront concurrencer les banques et les assurances. Quand, comment ? Il est déjà plus difficile de le prévoir. En effet les frontières d'un nouveau partage du marché entre banques, assurances et commerces ne se laissent pas aisément cerner.

-:-:-:-

### Quelle part du marché prendra le commerce ?

Il ne suffira pas en effet que les distributeurs s'attaquent au marché des services et produits financiers pour qu'ils y réussissent. Jéricho demeure un miracle ! Parmi les nombreuses difficultés qui les attendent, ou qu'ils expérimentent déjà, deux au moins rendent leur succès hasardeux : leurs techniques ne seront pas toujours pleinement adaptées à ce nouveau marché d'une part, et le produit, ou a fortiori le service, à vendre est pour l'essentiel immatériel.

On ne vend pas des assurances ou des SICAV comme des savonnettes. Ceux qui veulent conjurer par cette boutade l'évolution de leur secteur se trompent sur l'attitude de leurs clients, nous l'avons vu. Mais ils n'ont pas tort techniquement. En effet, pour les spécialistes du libre-service ou de la vente par correspondance, il ne va pas de soi de vendre des produits avec une assistance personnalisée au client. Surtout lorsque, comme dans l'assurance, l'équilibre financier de l'opération repose sur la qualité de ce travail de vente. L'expérience de CARREFOUR dans la vente d'assurances automobile a montré qu'au delà de la formation professionnelle requise, c'est une vraie mutation culturelle qui était nécessaire pour ses vendeurs. On peut en tirer un premier pronostic : le commerce risque d'autant mieux de réussir qu'il pourra adapter les produits financiers et d'assurance à la vente en libre-service. Cela peut concerner plus de produits qu'on ne l'imagine aujourd'hui ; cela ne les concernera jamais tous.

Si l'on va plus avant dans cette analyse de l'application aux produits et services financiers des techniques de la distribution, on doit aussi constater que le "discount" non plus ne va pas de soi. D'abord parce que la notion de prix de vente est assez artificielle dans un secteur qui pratique sur une très vaste échelle la péréquation entre produits profitables et produits perdants. C'est particulièrement net dans la banque où la confusion est telle entre les marges sur le crédit et sur la collecte, entre celles supportées par la clientèle des entreprises et par la clientèle des ménages, entre les produits gagnants et les produits perdants, que selon toute probabilité les banquiers eux-mêmes ne savent plus très bien d'où vient leur profit. Mais cela rend le discount plus aléatoire : si déjà les banques ne vendent pas à leur prix de revient, comment "discount" ? et si les banques organisent différemment leur péréquation de marges, le "discount" pourra-t-il résister à leur dumping ?

Un autre obstacle au discount est la réglementation qui uniformise les conditions de vente. Pour nombre de produits d'épargne par exemple, les taux et les marges sont réglementés. A l'inverse, sur d'autres produits, comme les SICAV, l'espace laissé au "discount" - les prélèvements pour frais de gestion - compte peu par rapport à la performance du gestionnaire. Dans des secteurs comme l'assurance-dommage, c'est la qualité de la clientèle acquise qui permet le discount, ce qui est un peu contradictoire avec son emploi comme technique de conquête. Enfin, dans certains cas, le discount peut être considérable pour le vendeur et peu perceptible pour le client. Acheter à crédit un téléviseur de 5.000 F sur deux ans coûte 250 F par mois à 20% et 229 F à 10% : ces 21 F d'écart comptent à peine pour le client, mais ils changent tout pour le financier.

Ainsi, ce n'est pas parce que l'on retrouve aujourd'hui à l'oeuvre dans les banques et les assurances, les techniques des distributeurs qu'elles pourront s'appliquer à l'identique et avec la même efficacité. Du coup l'avantage de ceux qui les maîtrisent est moins fort qu'on pourrait l'imaginer.

A ne considérer que les techniques de vente, on oublierait l'essentiel pour le client, c'est-à-dire le produit. Et là, quelle différence entre ce que vendent les commerçants, des biens tangibles destinés à être consommés ou utilisés tout de suite, et ce que vendent banquiers et assurances : produits destinés à ne pas être consommés (assurances-dommages), ou consommés dans très longtemps (assurance-vie, produits d'épargne et de retraite) et de toute façon immatériels (le service, l'argent).

La nature très particulière de ces produits ôte au libre-service l'essentiel de son attrait physique, qui est le choix par l'éveil de tous les sens.

Dans le dialogue à travers un terminal d'ordinateur qui bientôt règlera l'essentiel des questions de banques et d'assurance, les avantages de la grande surface sont ténus. Par rapport au guichet, elle offre l'avantage de ses horaires extensifs et de sa fréquentation habituelle. Par rapport au minitel, elle permet une assistance au client si c'est nécessaire, et une sécurité plus grande. Mais, au fil de l'amélioration de la culture financière des consommateurs et des progrès du minitel, le libre-service financier pourra se passer de toute espèce de point de vente, spécialisé ou non. Ainsi puisqu'il n'est pas nécessaire d'établir un contact physique entre le produit et le client, les distributeurs, qui excellent à organiser ce contact, n'ont pas d'atout décisif. Les professionnels actuels de la banque et de l'assurance peuvent efficacement combattre l'intrusion dans leur domaine des spécialistes du libre-service en organisant ce libre-service chez leur client, via le minitel, ou même simplement par correspondance.

Ainsi, au-delà des apparences, les atouts des distributeurs ne sont pas décisifs, et leur pénétration sur les marchés de la banque et de l'assurance n'ira pas forcément très loin et pourrait se cantonner à quelques segments de ces marchés. Pour commencer, il faudrait que les barrières réglementaires qui entourent ces marchés s'entrouvrent un peu.

A vrai dire, en guise de conclusion, il est beaucoup trop simplificateur de considérer d'une part, banquiers et assureurs et, d'autre part, distributeurs. Il y a plutôt un triangle entre assureurs, banquiers et nouveaux venus, au premier rang desquels sans doute les distributeurs. Chacun domine d'autant mieux le marché qu'il est proche de son sommet du triangle. Et le marché proche du sommet des distributeurs, on le cerne assez bien : produits de masse, faciles à vendre si possible en libre-service et nécessitant un certain contact physique, produit client ou vendeur client.

Mais bien entendu les autres pôles du triangle auront un mot essentiel à dire : par les alliances qu'ils noueront, avec ou contre les distributeurs, par leur pugnacité propre surtout. Le mieux placé dans ce combat devrait être celui qui a le plus besoin de l'emporter; de ce point de vue, le distributeur a moins "faim de marché" que les deux autres protagonistes.

Gardons-nous enfin, d'imaginer ces combats de demain avec les armes d'aujourd'hui. Beaucoup de bons auteurs voient la concurrence se déplacer du terrain des produits vers celui des services. S'ils ont raison, cet exposé ne deviendra-t-il pas vite démodé ?

-:-:-:-



## **Information market and financial data banks**

**J. Stephens**

*Reuters, Paris*



I have been asked to speak to you about the information market and financial data banks. In so doing, I hope you will excuse me from drawing on my own experience at Reuters. I shall also be making a series of assumptions. I have assumed that 24 hour trading around the world will continue to develop with the focus, initially at least, on New York/Chicago, London and Tokyo before becoming more firmly implanted in other centres. I have assumed that the regulatory environment will continue its liberalising trend. I have in mind not merely the bodies which regulate markets such as the SEC and the COB, but also those which regulate communications. These factors should lead to a continued and stronger market for information and a much more sophisticated approach to the uses to which it can be put.

It might be useful to start by looking at the needs of a fairly typical major user of financial information. He would probably be in banking, in the broadest sense of the term: do a lot of work in securities and financial futures, and require a wide range of services to help perform his work in those fields as well as possible.

From the point of view of an information supplier such as Reuters, that bank has four basic requirements. Firstly he would want to be helped in informing and being informed. By informing I mean that he wants to be able to inject his own buy/sell rates into a worldwide network and have them instantly displayed. By being informed, I mean accessing the total array of databases which we, and others including the banks supply. These range from specialised news on specific markets such as securities or commodities to real time quotations from exchanges.

The second way we would expect to help the bank make a trading decision is in presenting information and combining it in such a way that it is easy to assimilate and that it is easy to apply software to it. In other words we wish to make it easy to apply computer programs to the data.

This in turn leads to a third element, the next stage in the process which is actually dealing. As part of Reuters overall package of services available to such a major bank is a screen to screen conversational dealing service for foreign exchange and bonds. We also have activity in automated trading in securities through Instinet.

The final step is capturing that data so that the results of the deal can be linked to back office systems for accounting and settlement purposes and so that details of the actual dealing data can be fed back into the information stream. For instance the bank doing a deal in forex might wish to alter its limits with the counter party.

I would now like to look at the information market in a slightly different way, giving some examples of what is currently available before going on to deal with future developments.

Seen from the user's point of view, there are purely external data bases which help the decision making process. Examples of this are such services as the Reuter Money and Securities Retrieval services or a new Pipeline service for the energy market. These services are continually being enhanced. The main developments here are that I would expect Reuters and possibly other providers to cover more instruments, in greater depth,

more quickly and in a more meaningful format. Recently for instance we began displaying on the same screen page real time Wall Street indices on the top with a real time news report on New York market activity underneath.

Then there are the data bases to which our clients themselves contribute, i.e. the process of informing which I referred to earlier. Again I would expect more banks/dealers to add to the almost 3,000 currently on the system to contribute more and better information. For example, we are seeing more instruments being covered from a greater number of countries. Possibly of greater significance is an improvement in the quality of information to make it more useful for those inserting it and those retrieving it. As an example banks who insert net equity prices sometimes insert indicative prices instead of prices at which they will deal. We are seeing a distinct move towards the latter. Another example is that we are seeing a greater move towards making recommendations on the screen and on displaying bloc trade offers.

There there are purely internal bank data bases held on their own systems. These can include accounting and clearing records as well as other client information, such as who holds what stock, research information and the like. There is an increasing demand for these types of information to interrelate to external data bases and systems. I will deal with this a little later.

Well, where do we go from here?

As I said earlier, there will clearly be major developments in the content, i.e. the spread, and the quality of information. New instruments, better analysis of what is moving the market or likely to, better presentation will all play their role. There will be increasingly available not only up to the minute information say on companies but also news, not just going back 90 days but two and three full quarters, and all that indexed for easy access.

But much of the future demand will come in improving the aids for decision making. This means marrying raw or semi-processed data with software in ways which will greatly facilitate the use to which the financial markets can put it. I would like to dwell a little on this. There are scores of examples with very different applications. I'm afraid I will refer to Reuters' several examples, because we are one of the few organisations which possess not only the data but also the technical skills notably in the software area. We will increasingly marry software and data into products which banks can again manipulate in ways which they wish. For instance in the foreign exchange market we have brought together real time and historical data to provide good clear graphs. We developed a software package in conjunction with foreign exchange data to provide a service which will clearly identify arbitrage opportunities. We have programmed our computers to show in real time on one single screen the best buy/sell forex offers available at any time, making the bank concerned. Up until recently Reuters, and its competitors, provided data in "page" formats on screens where the client retrieved one, and sometimes two, whole pages on a screen. We are changing all that. The page/screen format will remain, because many of them are extremely useful. But we recently have begun providing our subscribers with the ability on a PC to select just those pieces of information they need from a vast data base. Microsoft windowing

techniques linked to Reuters' data enable us to do this very efficiently. At the same time a client can be alerted to a piece of news whose parameters he has preselected, so that he doesn't have to spend valuable time on a search. Or he can just look at a page showing the most important headlines of the day (which are by no means chronologically the last).

In the securities field we are developing a software package which when allied to a real time price feed from the exchange will carry out instant evaluation of clients' portfolios, identify which other clients are in a particular type of stock, say airlines, if one account starts selling heavily, and which will alert the RR to margin call requirements. This is a perfect example of marrying a Reuter data feed, Reuter application software and the client's own back office data base. Another relatively new example involves combining real time quotation data on options with software packages to provide the sophisticated trader with option strategies and opportunities. Again we are providing a real time feed on to a Lotus 1-2-3 package for clients' own manipulation. What is happening is that we are moving away from the screen/page concept into logical format for easy computer manipulation either by our software or that of the subscriber. We are also supplying—where it is appropriate—very considerable memory of the client site, and sometimes very considerable computing power to massage the data.

So much for marrying software with data. Another area of new products in the information market is to bring faster, lower cost and more efficient execution of trades in more instruments to the market. We expect our current dealing system to be extended to more countries and eventually to more instruments, apart from forex and bonds. Although this is a sensitive issue - and Reuters would obviously not wish to antagonize major market makers - automated anonymous matching is clearly technically feasible. This may well be an area into which the information market may grow, particularly when there is large volume in a very liquid market and the instruments are well defined. A start in this direction is Instinet, which provides both negotiating and automated trading facilities in US stocks. The system is gaining acceptance in London and is gradually being introduced elsewhere in Europe. Similarly we have begun to introduce a transatlantic order entry system bringing lower costs, providing higher reliability and faster execution to the participants.

A third item in my quick look at the future lies in the link between external databases and trading systems with the banks' back office. The order entry system, and the client portfolio evaluation systems are prime examples. Another example would be the Reuter Position Keeping system for forex - which is extremely complex to build - for those banks who do not wish to build their own. Yet another would be a ticket writer generated from the Dealing systems which is going to help automate the back office. All these examples should make the operation cheaper, faster and less error prone.

The last topic I would like to mention is the actual work station for the dealer/trader/broker. In the 1960/70s and early 1980s the work station became increasingly cluttered up with screen, keyboards, telephones, pads and so on. This was not only messy but extremely inefficient with dealers attempting to watch several different screens, talk on the phone and watch his in-house information all at the same time. Both Reuters/CIS and VAQ provide such systems which enable at least in a CIS

case a dealer at one work station with one or more keyboards and screens to access all Reuter services, services provided by competitors such as Telerate, third party data bases available through Reuters, and the banks' own in-house information. The CIS systems, in keeping with our move towards the provision of logical data, are moving from an analogue switching system to digital or hybrid system so that the full potential of manipulating data in computer readable form can be achieved. Such systems are not cheap, but they are an increasingly essential factor in medium and large dealing rooms.

One word about a topic which is not always immediately apparent - that is the communications system - which nowadays is an increasingly extensive worldwide network. It links not only the major financial markets of the world but third world countries which produce much of our raw materials and whose governments seek so much financing from banks of industrialised countries.

The data which I have been talking about needs to arrive where it is wanted and has to be sent where the sender wishes it to go. I would expect therefore an increasing investment in faster communication and central computer equipment to massage and control data flow and to index it.

One other word perhaps about all this for the typical major user. It does mean larger computer rooms, more false flooring, more carpentry, more cabling, more air conditioning, back up generators, UPS and son on. It also means staff who are trained in these fields. What I at least believe is that improved financial data banks will not turn the poor trader (if there are any) into a good one. They should help make the mediocre dealer a bit better. But they are of enormous value to the good trader who knows how to use them. Much of the emphasis lies in the last phrase. Training in this area is a problem which we have very much on our mind and are currently addressing, as I believe should the users.

## **New products and instruments in financial services**

**D.F. Lomax**

*National Westminster Bank, London*





## **Introduction**

The international financial marketplace has now reached a new competitive structure which is peculiarly encouraging of innovation and is leading to the cumulative and irreversible integration of financial markets. There are several factors behind this, which impinge upon and reinforce each other:-

1. Technology is bringing down enormously the cost of communications and making it more efficient. Global dealing only becomes possible on a large scale when there are global information systems, which there are now;
2. Technology is also having a similar effect upon calculations. Financial calculations of exceptional sophistication may be carried out now quickly and in large numbers, thus making possible for example the modern foreign exchange market and the modern futures markets;
3. The infrastructure for a worldwide financial system is now in place, including global networks of banks and securities houses, and transactions systems for payments (Swift, etc) and for bonds (CEDEL and Euro-Clear, etc);

4. Major banks and securities houses have global strategies and operate in the three main time zones of Asia, Europe, and North America;
5. Customers are now faced with a much wider choice as to the method of effecting any particular transaction;
6. Financial market customers are now exceptionally sophisticated, through education by their own efforts, by the media, and by the markets; and
7. Financial organisations have spare capacity and can thus afford to invest in available markets, intensifying the competitive pressure.

This structure has an effect not just on the development of new financial instruments but also on their takeup. Customers are increasingly unwilling to accept second-best. Given their choices, the protected corners of the markets are being squeezed out. If a financial centre or financial market is not competitive, then business goes elsewhere. This situation thus puts increasing pressure on all jurisdictions to match the regulatory requirements of the more liberal. Governments are increasingly facing the question of either adapting their jurisdictions to match the more liberal terms elsewhere, or simply seeing the business move away.

In order to find a niche in a marketplace a new service must have some economic and commercial advantage over its predecessor. Change for its own sake is not commercially successful. In general, these new instruments have managed to create new qualities, which give genuine benefit to the participants. What new instruments have been created, and how sound are they?

### **Swaps**

One of the fastest growing of recent markets has been that of swaps. The essential service provided by a swap is that it enables a market to be created in the creditworthiness and market access of different

participants. Thus, for example, if the World Bank would like to have access to cheap funds from hard currency countries like Switzerland, it may nevertheless find that the Swiss market cannot accept more than a small proportion of its paper. However, the World Bank has very cheap access to the United States domestic market. It can therefore borrow at a fine price in the United States domestic market, and swap the interest payments with a company, such as Nestle, which has good access to the Swiss franc market. As a result of this, Nestle has cheap dollars, and the World Bank has cheap Swiss francs. Both are better off. A bank may stand in the middle, and the only payments which are actually being swapped are the interest payments, not the payments of principle.

The swap concept may be elaborated to include triangular relationships, and to include other swaps such as of the principal and not just of the interest payments. Some swaps have almost become commodities, such as a straight interest swaps. Others require one-off calculation and may involve substantial documentation.

The phenomenon which the swap market exploits is that it enables organisations to have access to markets which might be denied to them: it also enables organisations in a sense to swap their creditworthiness so as to obtain funds on much finer terms in particular markets than otherwise they could.

There are two more temporary reasons why swaps have done well, and why they could face greater difficulty in the future. The essential understanding of a swap transaction is that there is no credit risk whatever. Although banks do take a small fee for being in the middle of part of the payments, nevertheless swap transactions are essentially based on the assumption that all the parties are undoubted. If there were to be greater fears for creditworthiness, then one could see a shrinking of the market.

This is compounded with the fact that swaps have never been tested fully in the courts, and questions of jurisdiction and liability might rest to be settled if they were.

The swap market has involved the European markets, since one of the major objectives has been to swap dollar and hard currency liabilities. It has thus brought about the further expansion of the Swiss franc and deutschemark markets in particular.

### **Revolving Underwriting Facilities**

The second major category of new markets relates to revolving underwriting facilities (RUFs) and the note issuance facilities (NIFs), and other related concepts. Under this concept, a financing package is agreed for the medium-term, and a bank or group of banks underwrites the availability of funds for that period. But the funds are made available in a series of short-term instruments, such as in effect three month bills. These three month bills are then sold in the market, usually by tender which occurs at each rollover. The purchasers of the three month bills may thus differ on each occasion. If the bills do not sell in the marketplace, then the underwriting banks are obliged to buy them.

There are variations in this, with greater complexity, but this structure underlies most NIFs and RUFs.

The benefit to the borrower is that the organisation obtains a medium-term commitment of funds but on the basis of short-term instruments and hence short-term pricing, which is normally below that of medium and long-term funds.

The investor obtains only the reward of short-term investment, but he obtains a liquid asset, an asset of much greater liquidity than a long-term bond.

The underwriter will obtain a higher margin if he is forced to take up the bills, but has a commitment to ensure that bills are marketable, although in many cases the banks may avoid a commitment to buy if there have been adverse material changes in the creditworthiness of the borrower.

The funding costs of NIFs and RUFs have been extremely fine, in many cases below libid, resulting both from the structure of the asset and from market conditions at that time.

The deficiencies in the NIF and RUF structure relate to the same problems which may affect swaps. There may be some doubt as to the legal liabilities in the event of disputes, while at the same time these instruments have been created at times when there was no concern about creditworthiness - those issuing were thought to be undoubted. One of the main issues to be resolved with a NIF and RUF would be the conditions under which banks could escape their obligations to underwrite the paper. The risks, of course, are that by the time adverse material changes had taken place in the borrower's condition, the banks would have already been saddled with the bills, since they would be unsaleable in the market.

#### **Futures**

A further main area of market innovation in recent years has been futures markets. This has now led to the establishment of many futures markets, some being shifts from commodities into financial services, in a wide range of places and with many contracts.

The expansion of the futures markets reflects a variety of forces, of which technology is one. The use of technology in information gathering and transactions means that transaction costs are much cheaper, thus making a new market commercially feasible.

A separate factor is the effort which has been put into making these markets secure, by bringing in secure arrangements for guaranteeing payments, such as for example through bringing the London Clearing Banks in to back the London futures market. A certain amount of risk has thus been put onto shoulders broad enough to bear it, although whether or not there is an adequate reward for that risk is something which will not be seen for some time.

A further reason for the expansion of these markets is simply that there has been greater risk in recent years, greater risks of interest rate and exchange rate volatility. Under Bretton Woods it was hardly worth while having a futures market in foreign exchange. Likewise, when inflation was always below 5 per cent and monetary policy relatively stable, interest rate risk hardly seemed to be such as to justify new markets. But the events of the 1970s have shown that both interest and exchange rates contain far greater risks, which need if possible to be hedged against.

A new development too is that portfolio managers may now have different criteria regarding the risks they are prepared to take. Whereas in past years they may have been willing to run their portfolios and take life as it comes, they may now have higher standards regarding their risk reward ratio and in particular as regards their minimum achievement. In that case, these markets become of paramount importance in enabling them to achieve different or higher portfolio standards.

A question which arises here is as to the capacity of the markets, in two senses. Are they two-way markets and do they have the scale to enable large players genuinely to hedge their risks. In point of fact the turnover and number of contracts in these markets is now very large indeed, so they do have the scale to be of relevance to medium sized firms. The assumptions of a futures market are that changes are moderate and that those involved in the markets can carry risk. Once trading becomes discontinuous then the question arises whether the markets can genuinely carry the risk. For example, if the federal funds rate were to go from 7 to 15 per cent overnight, and say the 30 year Treasury bill rate from 8 to 14, would the transaction structure of a market be maintained and all contracts be fulfilled. Under maximum stress the assumptions under which a futures market operates, namely of continuity of prices and transactions, might well be put into jeopardy. But putting that issue aside, the markets are now of a substantial scale and can have a genuine impact in hedging risks for large-scale operators.

A second impact of these futures markets is the leverage they may have on government policy and on the spot markets. There have already been times when dealings in the futures market have impacted back upon equity markets, bond markets, and the foreign exchange market. This means that these cash markets are becoming more vulnerable to forces which are difficult to understand and record, and well beyond those which have been taken into account by governments in past years. These markets also have the effect of making less meaningful, concepts such as the money supply or monetary aggregate in as far as they might be linked with inflation, interest rates and exchange rates. One thus sees that some of the stabilising factors in an economy are becoming destroyed, and so governments are being forced back onto variables which have a direct relationship with the real commercial sectors, notably interest rates and the exchange rate. Thus the destruction of the meaning of other stabilising factors is forcing governments back towards what might be termed Bretton Woods type concepts.

#### **Forward Rate Agreements & Options**

Further business which banks have been willing to offer in the marketplace, are forward rate agreements and options. One of the effects of the modernisation of financial markets is that tradability has been expanded to a much wider range of financial instruments. This has the effect of putting the holder to greater risks if they are not prepared to hold assets to maturity, but on the other hand they add liquidity to the market and thus may make terms somewhat finer for the borrower.

Forward rate agreements have been in existence for a long time, but they are dangerous concepts in that if badly handled they may cause severe losses to banks. If a bank wishes to offer forward rate agreements either for interest rates or for foreign exchange, then it is vital that the hedging and portfolio control structure which the bank operates is first class. The existence of these agreements is not new, it simply illustrates that through competitive pressure banks are now willing to take on greater risks and offer a better service than would have been the case in the past.

Options are again conceptually a somewhat difficult instrument, in that it is very difficult for a bank to protect itself. It may be difficult for a bank to take counter options. Moreover, the behaviour of option holders is not entirely predictable, so a bank may hedge itself against a risk which in fact does not materialise because the option holder behaves irrationally. Options are not a new instrument, but their expansion now reflects partly technological progress as regards calculation, and partly willingness of banks to take greater risks under competitive pressure. That these risks are there, is indicated by reports of several banks having suffered substantial losses by engaging in this particular form of business. Some banks have been reluctant to go into this market, and their reluctance has been justified by seeing other more active banks take losses.

#### **Composite Currencies - ECUs**

The most active composite currency in recent years has been the ECU, the SDR having very much fallen by the wayside. One factor in the expansion of these composites is simply technology. Some years ago my bank had a technological wonder, a computer programme which could calculate the SDR. This was well ahead of its time. But nowadays computer programmes exist which can calculate any required composite currency very quickly and with considerable accuracy. Since a composite such as the ECU now has some 10 currencies, it is vital that decisions can be made in a practicable time scale in relation to the market. Information technology is vital to the efficient functioning of a market like this.

There are other reasons why the ECU has come to the fore. One is that the ECU is a currency which is outside national control and therefore allows considerable flexibility to market participants. There is no central bank saying what you can or cannot do in the currency unit. The ECU has thus been a very good source of innovation in market practices.

A second point is that the ECU has a very limited exchange risk in relation to the European currencies. Thus while the dollar was the perfect "euro-currency" in the era of Bretton Woods, it became far too



dangerous once we had generalised floating. But the ECU is now an ideal replacement since it has both the freedom of the dollar and also limited exchange risk in relation to Europe.

A further phenomenon stemming from the ECU has been that it has exerted severe competitive pressure on other markets. If one takes the London market and the ECU as the two fully liberal markets in Europe, they have exerted considerable pressure on the rest of Europe. Companies have had the choice of doing business in the ECU or in London rather than in other currencies or in other jurisdictions. Thus the European countries have been faced with the choice of either seeing their business move elsewhere or matching the competition. Thus in May 1985 the Netherlands, Germany and Switzerland liberalised as regards bond issues. Germany began to allow the introduction of new instruments such as swaps and indeed certificates of deposit. The Germans began the integration of their stock exchanges. Innovation in these other marketplaces should be credited to the factors which led to the ECU becoming established and also to factors which led to the liberalisation of the London marketplace.

Instruments do not come into the marketplace unless they can offer some genuine benefit to participants. What did the ECU have to offer? It is standard portfolio theory that a diversified portfolio can allow a better balance of the risk reward ratio than an individual asset. As a basket of European currencies with different exchange rate profiles and different interest rate structures, the ECU is a well structured basket, which can offer both borrowers and lenders under different circumstances a better risk reward ratio than can individual currencies. Prima facie, as a basket the ECU would seem to have a genuine potential advantage over individual currencies within Europe. It also has further advantages in that compared say with specially made up baskets, it has greater liquidity and tradeability, which thus make for better pricing when transactions have to be made.

## **Commercial Paper**

A further modern development in Europe is the expansion of the commercial paper market. Commercial paper is a form of dis-intermediation, whereby non-banks deposit with non-banks, with perhaps a bank playing the role of guarantor of the paper or of being willing to offer a backup line to the borrower in case the commercial paper market is closed. Because of the lack of full intermediation and of the liquidity, the rates payable may be less. The depositor is willing to hold for a lower margin, because of the liquidity. There is thus a genuine market for commercial paper, as indicated in the United States where the market is some \$300 billion, which is of the same scale as bank lending to the corporate sector. A euro-commercial paper market has now become established.

Some countries are now encouraging national commercial paper markets, notably the United Kingdom. These markets are still new, but presumably the most efficient transaction systems will be established so as to make them as cost effective as possible. This will then lead to the securitisation of the short-term bank lending market. Again, the benefits to participants are liquidity and cheaper credit, which are not available from a fully intermediated market.

## **Conclusion - Irreversible Financial Integration**

It is possible to argue that the development of the clearing houses for bonds has in due course led to a qualitative difference in the structure of the financial marketplace, in view of the liquidity which is now apparent there. The combined turnover of CEDEL and Euro-Clear amounts to some \$2 billion a year, which means that one has now established a fully competitive international marketplace which has as good quality in terms of liquidity and pricing as have some of the main domestic markets.

Two factors which have established these new marketplaces are a willingness to experiment institutionally, and a willingness to experiment legally. The establishment of the various clearing houses has meant that new structures have had to be established. Likewise, policies of loan selling, issuing zero coupon bonds, or selling loans by tranches

imply a willingness on the part of banks to experiment legally and to consider aggressive policies for furthering their balance sheet and trading activities. This is perhaps the adoption in Europe of American attitudes towards institutional matters and in particular towards legal policy. Fewer European banks are willing to accept negative decisions of their own central banks and authorities without question and without trying to take some steps to find the best solution. Given the strong position taken in the European markets by United States institutions, with their different attitude towards legal policy, then so the European banks have no choice if they wish to remain competitive in the marketplace.

This new financial world of sophisticated computer based products applies now to the largest companies and organisations worldwide. The question arises how far down market it goes. Where does the middle market begin. Beyond a 1,000 companies or so in most countries, there is still a vast middle market, with the banks competing to provide services in a cost effective way to participants who cannot offer the same scale of business as the largest ones. The personal sector is also being computerised, but in an entirely different manner which hardly impinges on the large corporate sector.

This financial evolution has yet by no means completely run its course, and it is certainly irreversible. It leads to an increasing integration of international financial markets, including the subset of international financial markets in Western Europe. It becomes harder to insulate national monetary conditions from other countries, or to keep financial markets competitively separate. To my mind this points towards the argument for using exchange rates as the point of contact between countries in Europe, and little is gained by maintaining exchange control. But that is a practical judgement, rather than a recommendation. It will be up to governments over the years to decide whether or not that is the case. But certainly both France and Italy are now moving towards a relaxation of exchange control on the grounds simply that they achieve much less in modern financial conditions. Thus one can

predict with confidence the cumulative financial integration of Western Europe, but the exact manner in which this takes place is still a matter for conjecture.

# **Innovations et marketing**

**A. Laviolette**

*Banque Bruxelles-Lambert, Bruxelles*



Il faut l'avouer ici d'entrée de jeu : il n'est évidemment pas possible de décrire - ni même de simplement énumérer - les différentes innovations qui sont apparues sur le marché financier européen au cours de ces dernières années.

Force est de faire un choix, qui pourra paraître arbitraire, mais la nécessité d'une sélection a aussi ses vertus : elle nous incitera, par exemple, à ne retenir que les innovations les plus marquées, et à nous attarder quelque peu sur celles qui ont le plus fortement contribué à modifier notre environnement.

Un dernier mot introductif - de terminologie ou de sémantique : aucune innovation n'est vraiment "neuve", et son inventeur est presque toujours inconnu. Laissons aux historiens le soin de se livrer à des recherches de paternité, et bornons-nous à considérer comme innovations les techniques et les instruments financiers qui étaient inconnus sur nos marchés dans la précédente décennie ou ceux dont l'usage s'est considérablement développé depuis lors.

Pour la clarté de l'exposé, ces nouveaux instruments et techniques seront groupés autour de 2 pôles : d'une part, ceux qui sont liés au financement de la dette (des entreprises ou des Etats) et, d'autre part, ceux qui concernent les fonds propres des agents économiques et qui peuvent être rattachés à la notion de capital à risque. Plus brièvement (mais aussi plus grossièrement) : les obligations, d'une part ; les actions ou autres véhicules d'investissement qui leur sont assimilés, d'autre part.

## I. Les nouvelles techniques d'endettement

---

Dans un passé qui n'est pas très lointain, le concept d'obligation allait automatiquement de pair avec celui de revenu fixe. Ses éléments constitutifs étaient généralement simples : un montant, un prix d'émission, un taux d'intérêt invariable, des échéances prédéterminées - échéance unique ; ou échéances optionnelles, accordées tantôt à l'emprunteur ("call"), tantôt au porteur ("put").

Cette espèce "classique" n'est nullement en voie de disparition, et elle a même connu un regain de faveur auprès des souscripteurs lorsque les taux atteignaient leur zénith. Elle reste d'ailleurs largement majoritaire, mais elle n'occupe plus seule le devant de la scène, et sa part de marché est désormais grignotée par d'autres formules. Parmi celles-ci, la plus importante en volume est incontestablement

### L'obligation à taux flottant

La technique du taux variable était déjà couramment employée dans les crédits syndiqués montés par les banques. Elle présente ici cette particularité de lier la rémunération d'un instrument financier (par définition, à long terme) à l'évolution des taux du marché monétaire, et, plus précisément aux taux interbancaires de la devise d'emprunt majorés d'une certaine "marge" ("LIBOR" + "spread").\*

Le climat d'inflation que nous avons connu n'est évidemment pas étranger au succès des emprunts à taux variable auprès des émetteurs, qui bénéficient ainsi d'un ajustement automatique et continu de la charge de leur dette. Autre particularité : l'obligation à taux flottant a des échéances d'intérêts plus rapprochées (trimestrielles, semestrielles) que celles de l'obligation ordinaire, dont les coupons sont habituellement annuels. Il en résulte une plus grande souplesse, qui se retrouve également dans la faculté pour l'emprunteur de procéder très tôt à des remboursements anticipés sans encourir de pénalité.

De ces caractéristiques découlent deux corollaires : une large part des souscriptions d'obligations à taux flottant se finance sur le marché monétaire, lequel n'est guère accessible au particulier modeste. Une fois cotées, ces obligations à taux flottant subissent des variations de cours moins prononcées que les valeurs à taux fixe, puisque les flux d'intérêts s'ajustent régulièrement aux desiderata du marché court. Mais la gestion d'un portefeuille de titres à taux flottant et les opérations d'arbitrage qu'elle implique dépassent la compétence d'un investisseur moyen, car, outre une parfaite connaissance des taux ambiants, elles requièrent un solide bagage de formation actuarielle.

---

\* Toutefois, un taux minimum est souvent prévu dans le contrat. Dans certains cas, l'obligation à taux flottant se mue définitivement en une obligation à taux fixe dès que le "LIBOR" touche un certain niveau. Cette formule porte le sobriquet de "drop lock".



### Les obligations à taux révisable

sont d'une nature toute différente. Il s'agit, en fait, d'une variété d'obligation à taux fixe, mais dont la fixité peut être, à intervalles, remise en cause par l'emprunteur. Pour contrebalancer la faculté reconnue au débiteur de réviser le taux à des dates déterminées, le porteur se voit accorder le droit d'obtenir, à ces mêmes dates, le remboursement du principal. Des portes de sortie sont donc ménagées dans l'édifice, qui en assurent la symétrie.

Autre forme d'obligation qui déroge à la notion de revenu fixe, l'emprunt indexé :

dans ce concept, les intérêts et le principal à rembourser sont affectés d'un coefficient, variable annuellement, qui peut être d'ordre obligataire (liaison à un indice d'emprunts), monétaire (par ex., référence au cours de l'or), économique (par ex., liaison à un niveau de prix) ou industriel (référence à un indice de production). Il convient de signaler au passage que cette formule ne s'est pas répandue uniformément dans tous les pays de la Communauté, et qu'en Allemagne elle fait même l'objet d'une interdiction légale.

### Les obligations "partly-paid"

Traditionnellement, la libération d'une obligation par le souscripteur s'effectue en une fois, à une date convenue. Dans le cas de l'obligation "partly-paid", sa libération est échelonnée dans le temps : par exemple, 30 % à une date donnée, et 70 % six mois après, l'intérêt stipulé n'étant évidemment dû que sur le principal libéré.

La formule a de quoi séduire, si les souscripteurs estiment que les taux d'intérêts seront orientés à la baisse dans les 6 mois à venir. Dans le cas inverse, l'opération tourne à l'avantage de l'emprunteur, puisqu'il aura réussi à se procurer 70 % du montant à un coût inférieur à celui de la date de la seconde libération.

### L'obligation à coupon 0

Pas de revenu annuel, mais une capitalisation de celui-ci à l'échéance finale : la forte différence entre le prix de remboursement et le prix d'émission représentant le montant des intérêts capitalisés. Exemple : pour un emprunt à 8 ans, émis au pair et remboursable à 218 %, le rendement ressort à 10,23 % par an. Il est fréquent que ce taux soit légèrement inférieur à celui d'une obligation à coupon annuel de même durée.

L'emprunt à coupon nul donne à l'émetteur la possibilité de financer des projets de longue haleine sans avoir à supporter la charge de la dette pendant la phase non-rentable de leur réalisation.

Pour le souscripteur, l'avantage est essentiellement d'ordre fiscal. Mais il importe de noter que le cours d'une obligation à coupon 0 est plus sensible que celui d'une obligation "classique" aux variations (à la baisse comme à la hausse) des taux du marché. Le caractère plus volatil de cette opération la destine donc naturellement à un type particulier de souscripteurs, et le "marketing" de l'émission en tient évidemment compte.

## Obligations convertibles

### a) en actions

Il s'agit habituellement d'une obligation à revenu fixe, dont le nominal peut être converti en un nombre donné d'actions pendant une période limitée, l'initiative de la conversion appartenant au porteur.

Le taux facial de ces obligations est sensiblement inférieur à celui d'une obligation "classique". D'autre part, le prix de conversion de l'action est traditionnellement supérieur au cours de l'action au moment de l'émission. D'où, une "prime de conversion". Si la conversion n'est pas exercée dans les délais, l'obligation devient une obligation pure et simple. Inversement, pendant la période de conversion et si le cours de l'action a été orienté à la hausse, le cours de l'obligation tend à devenir un multiple de celui de l'action.

L'obligation échangeable apparaît comme une variante de l'obligation convertible ; elle s'en différencie notamment par l'absence de limitation du délai de conversion.

### b) en obligations

Il s'agit le plus souvent d'une obligation à taux variable, dont le porteur peut, pendant une certaine période, obtenir la conversion en une obligation à taux fixe prédéterminé.

Il va sans dire que le taux fixe en question est inférieur au taux du marché prévalant au moment de l'émission. Il est donc clair que le porteur n'exercera son option que si la situation s'est inversée, c'est-à-dire si le taux fixe préétabli excède désormais le taux prévalant au marché.

## Obligation avec warrants

### a) bons de souscription en obligations

L'obligation (à taux fixe ou à taux variable) est ici assortie d'un warrant (bon de souscription), lequel permet au porteur, dans un laps de temps fixé, de souscrire, à un prix déterminé, un montant d'obligations à taux fixe également prédéterminé.

Une fois détachés, les warrants peuvent connaître de forts écarts de cours, voire perdre toute valeur si les taux du marché s'orientent résolument à la hausse.

Pour l'emprunteur, l'un des attraits de la formule réside dans l'éventualité d'une double émission au coût d'une seule, car les commissions ne sont dues que sur le montant de l'opération initiale. Si le warrant est exercé, l'émetteur aura réussi à emprunter à des conditions plus favorables que celles qui prévalaient sur le marché au moment où l'opération a été lancée. Si le warrant n'est pas exercé, l'opération ne comportera qu'un seul volet, mais le coût même de l'émission se révélera inférieur aux conditions ambiantes, puisque le prix d'émission du warrant, recueilli par l'emprunteur, a permis d'émettre à un prix supérieur à celui du marché.

Le porteur, nous l'avons vu, n'exercera le warrant que dans la mesure où les taux ont suffisamment fléchi depuis la date du lancement de l'émission. Si cette évolution se produit effectivement, le warrant est susceptible de très substantielles plus-values.

#### Une curieuse variété : le "harmless warrant"

Ce warrant est émis parallèlement à un emprunt classique remboursable anticipativement.

Pendant une première période (par ex., pendant les 5 premières années), le warrant peut être échangé (en y joignant les obligations "callable" qui l'accompagnaient) contre des obligations "non-callable" dont le taux fixe a été prédéterminé.

Pendant une seconde période (par ex., entre la 5e et 10e années de son émission), le warrant peut être exercé par le porteur pour souscrire, en espèces, une obligation "non-callable" à taux fixe prédéterminé. En outre, et pendant cette seconde période, le warrant peut être racheté par l'émetteur à des prix préétablis, mais décroissants au fil des années.

Dans la première phase, si le porteur échange son warrant (+ les obligations qui l'accompagnaient) contre des obligations "non-callable", le montant initial de la dette de l'émetteur restera inchangé. Dans la seconde phase, si le porteur exerce son warrant en souscrivant des obligations "non-callable", l'emprunteur pourra toujours exercer son "call" sur les obligations initiales, et ramener le montant de sa dette au niveau de départ.

Dans les deux cas, le warrant est, pour lui, indolore : il est "harmless".

#### b) bons de souscription en actions

Le schéma est semblable à celui qui vient d'être décrit, sauf qu'ici le warrant permet de souscrire à des actions, dont le prix est prédéterminé. Comme dans le cas des obligations convertibles en actions, le mécanisme requiert une décision préalable de l'Assemblée Générale de la société émettrice permettant une augmentation du montant du capital autorisé.

#### Marketing des obligations

Plutôt que de détailler les particularismes locaux des divers marchés européens, il me paraît plus utile de résumer ici les usages de marketing qui se sont établis dans le domaine des euro-émissions.

Nous y distinguerons un marketing de "gros" et un marketing de "détail".

#### Le marketing de "gros"

Il coïncide avec les pratiques de ce qu'il est convenu d'appeler le "marché primaire".

Négociateur des conditions avec l'emprunteur, l'établissement chef de file assume également la responsabilité de la composition du syndicat, duquel dépend, pour une grande part, le succès de l'opération.

Ce syndicat comprend habituellement trois compartiments.

Dans le premier compartiment, nous trouvons le chef de file ("lead-manager"), d'éventuels co-chefs de file ("co-lead managers") et les autres membres du syndicat de prise ferme (co-managers). Leur présence dans le syndicat garantit à l'emprunteur la bonne fin de l'opération. En d'autres termes, l'émetteur est assuré de recueillir le produit de l'emprunt (qu'il soit ou non placé ultérieurement), dès qu'est acquis l'engagement des "managers". Le nombre de ceux-ci varie d'environ 10 à 25, selon le montant de l'émission.

Dans le deuxième compartiment, figurent les garants en second ressort ("sub-underwriters"). A vrai dire, leur rôle de garant est plutôt théorique, car il n'existe guère de cas où ils aient été appelés en garantie.

Mais ils soulagent les managers en souscrivant une fraction du montant pris ferme par ces derniers.

Le nombre des sub-underwriters atteint fréquemment la centaine.

Au troisième stade, nous trouvons enfin les "sellers", qui recevront, lors de l'allocation finale un montant fixe de l'émission.

Le rôle joué par ces trois catégories d'intervenants va donc en décroissant, mais il ne faut pas perdre de vue que le placement ne s'effectue pas seulement par les "sellers" : le chef de file, les co-chefs de file et les sub-underwriters y participent évidemment, et ce pour une plus large part. Chaque fonction que je viens de décrire correspond à un service rendu à l'emprunteur - comme tel, ce service est rémunéré par une commission. Le chef de file cumule ainsi plusieurs types de commissions (dont le "préciput", calculé sur la totalité du montant de l'émission).

#### Le marketing de "détail"

Il est assuré par les très nombreux intervenants du marché financier, qui comprennent non seulement les participants au syndicat de l'émission, mais aussi tous les professionnels (banques, agents de change) en relation avec la clientèle de souscripteurs institutionnels et privés. Il n'existe pas de statistique précise sur la répartition finale des euro-émissions entre clientèle institutionnelle et clientèle particulière. On estime toutefois que cette dernière ne contribue que très marginalement à la souscription d'obligations à taux flottant et que son intérêt se concentre nettement sur les emprunts "classiques".

#### Le marché secondaire

Les euro-obligations font l'objet d'une cotation sur l'une des places financières : le plus souvent, Londres ou Luxembourg. Mais - et c'est là l'une des caractéristiques de ce marché - la plus grande partie des transactions ne passe pas par un canal boursier ; la plupart des opérations s'effectue à travers un réseau très dense et très informatisé de banques internationales et de "dealers" spécialisés.

Revenons un instant aux initiatives nationales, et constatons que, depuis quelques temps, s'est développé un marché de

#### "Financial Futures"

ou marché à terme d'instruments financiers, MATIF en abrégé, qui est précisément le surnom du dernier-né de ces marchés, inauguré à Paris au début de l'année 1986. Le mécanisme du MATIF, et celui des "Financial Futures" en général, méritent quelques mots d'explication :

Les transactions portent sur des contrats représentatifs d'instruments financiers dont, principalement, des obligations.

Chaque contrat comporte engagement de livrer ou de prendre livraison d'une quantité précise d'obligations, pendant une période déterminée, et à un prix qui reflète l'offre et la demande.

Les titres livrables physiquement font l'objet d'une liste limitative, tandis que le prix des contrats se réfère à un "emprunt notionnel", fictif. La grande majorité (+/- 95 %) des contrats ne donne pas lieu à livraison, mais lorsque celle-ci est exigée, il devient nécessaire de déterminer le cours de livraison à l'aide d'un "facteur de concordance" qui permet de rendre fongibles, en dépit de caractéristiques différentes, tous les emprunts admis à la livraison et de les ajuster à l'emprunt notionnel, base du contrat. Il convient d'ajouter que le vendeur choisit lui-même (sans le concours de l'acheteur) les obligations à livrer, et qu'il détermine, également seul, la date de cette livraison (n'importe quel jour du mois de l'échéance).

Mais, nous venons d'y insister, les livraisons sont rares. Dans la presque totalité des cas, les contrats ne vont pas jusqu'à leur échéance, car l'objet essentiel de la transaction consiste à se prémunir contre les risques des taux. Cette couverture s'opère en prenant, à terme, une position équivalente et opposée à une position existante sur le marché "cash".

L'intervenant achètera donc le contrat si le risque perceptible est à la baisse des taux (ce qui signifie une hausse des cours), et il sera vendeur du contrat dans le cas inverse.

Tel est le principe de base des contrats à terme d'obligation, qui permettent aux établissements bancaires, aux caisses d'épargne, ou de pensions et à toute entreprise, de faire face au risque de variation des taux d'intérêts.

L'élément-clé du mécanisme MATIF est constitué par la Chambre de Compensation, dont les adhérents sont exclusivement des professionnels (banques, établissements financiers, compagnies d'assurances, etc...).

La Chambre débite ou crédite quotidiennement au compte des intervenants les variations de prix sur les positions ouvertes. Sa position à elle est donc toujours équilibrée au début de chaque séance. Son rôle consiste également à garantir la régularité et la bonne fin des opérations, mais son intervention se situe même plus "en amont", puisque, dès la fin de la négociation d'un contrat, c'est la Chambre de Compensation qui devient la seule contrepartie, et c'est vis-à-vis d'elle que les intervenants deviennent acheteur ou vendeur.

Le succès remporté, dès les premières semaines, par le MATIF témoigne bien de l'importance que le marché de "futures" a prise dans la vie financière de notre temps.

---

Telles sont, dans les très grandes lignes, les innovations qui sont apparues dans le domaine de l'endettement, .... dans les très grandes lignes, en effet, car j'aurais dû parler aussi de certaines formules hybrides, comme celles qui combinent les caractéristiques d'un coupon 0 avec celles des obligations convertibles en actions...

Je ne puis toutefois quitter le terrain de l'endettement sans mentionner une pratique dont le développement récent n'en a pas moins été de très grande ampleur, je veux parler ici de la technique des

### "Swaps"

Le terme anglo-saxon ne peut guère se traduire que par une périphrase... et encore. Le "swap" est un contrat de substitution (une sorte de "chassé-croisé") par lequel une partie, bénéficiant d'un avantage dans un marché donné, accepte de l'échanger contre un autre avantage que détient une contrepartie dans un marché différent.

Ainsi, chacun des contractants se procure mutuellement un avantage qu'il n'aurait pu obtenir lui-même par voie directe, ou, du moins, qu'il n'aurait obtenu qu'à des conditions plus onéreuses.

On distingue trois catégories de swaps (la troisième n'étant d'ailleurs qu'une combinaison des deux premières) :

- swap de taux d'intérêts
- swap de devises
- swap de devises et de taux d'intérêts

#### Swap de taux d'intérêts :

Les termes de l'échange auquel procède les parties sont un flux d'intérêts à taux fixe, d'une part, un flux d'intérêts à taux flottant, d'autre part ; les deux flux étant libellés dans une même devise, pour une durée et un montant en principal convenus. Ce type de transaction se conclut essentiellement en \$, et représente environ 80 % du marché global des swaps, lequel peut être estimé à quelque \$ 100 milliards.

#### Swap de devises :

Il aboutit à transformer la monnaie en laquelle une dette est initialement libellée, grâce à l'intervention d'un autre débiteur qui recherche une transformation inverse.

En pratique, A vend au comptant contre la monnaie souhaitée le produit de son emprunt libellé initialement dans une autre devise, et il conclut simultanément avec B un rachat à terme de la devise initiale contre la monnaie souhaitée, à une échéance qui correspond au remboursement de sa dette.

Les opérations de swaps de devises ont principalement porté sur le \$, et, dans une mesure moindre mais encore substantielle, sur le FS, le DM, le Yen et le Florin.

Qu'il s'agisse de taux d'intérêts ou de devises, il est important de noter que le swap de deux dettes se conclut entre les débiteurs et sans intervention de leurs créanciers respectifs. Autrement dit, les effets du swap de deux emprunts ne sont pas opposables aux obligataires, et, à leur égard, chaque emprunteur reste tenu de ses engagements initiaux.

Les premiers swaps remontent à 1979 ; depuis lors, la technique s'est rapidement affinée et l'on a vu apparaître diverses variétés, telles que le "forward swap" (conclu à une date mais à exécution différée), le "contingent swap" (conditionnel et généralement lié à la présence de warrants), etc...

Il est incontestable que la formule du swap a conféré aux marchés financiers une souplesse et une mobilité jusqu'ici inconnue. Ses avantages sont donc évidents, bien que des critiques aient mis en garde contre le risque potentiel qu'elle comporte (la qualité des deux emprunteurs peut n'être pas égale) ; à ce jour, les cas de défaut ont été rarissimes et ont pu trouver une solution amiable.

## II. Les nouvelles techniques de capital à risque

---

### Titres participatifs

Titres hybrides, à mi-chemin entre l'obligation et l'action, ils se répartissent en deux catégories :

les uns, à rémunération partiellement indexée (sur le chiffre d'affaires, le bénéfice net), mais assortis d'une clause de sauvegarde qui permet à l'emprunteur de recourir au remboursement anticipé ; les autres, perpétuels (donc sans possibilité de "call"), mais dont la rémunération indexée est limitée en permanence par des taux, maximum et minimum, qui jouent le rôle de butoirs.

### Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote

Ici encore, on peut distinguer deux catégories : d'une part, les actions dont le dividende prioritaire est égal au dividende de l'action ordinaire majoré d'un montant unitaire fixe ; d'autre part, les actions dont le dividende est celui de l'action ordinaire affecté d'un coefficient préétabli.

### Les certificats d'investissement

Il s'agit d'actions sans droit de vote, qui peuvent être ou non privilégiées et même comporter un dividende cumulatif et un dividende complémentaire.

Ce mode de financement a été utilisé en France par un certain nombre d'entreprises nationalisées. Il permet à l'actionnaire majoritaire de renforcer les fonds propres de sa société sans courir le risque d'en perdre le contrôle.

### Les actions à régime fiscal particulier

Indépendamment des formules nouvelles dont je viens de citer quelques spécimens, le marché du capital à risque a été stimulé, dans plusieurs pays européens, par des mesures d'allègement fiscal qui, dans certains cas, ont abouti à la création d'actions différentes des actions ordinaires préexistantes (cas, en Belgique, des actions "AFV").

-----

Parmi les autres initiatives qui ont favorisé le développement du capital à risque, il convient de citer, sur plusieurs places, l'ouverture d'un "Second Marché", qui, grâce à un formalisme réduit, accueille désormais les titres représentatifs de petites et moyennes entreprises.

Autre initiative : la création d'un marché des options sur actions :

Objets des transactions, les options sont des contrats donnant droit d'acheter ("call") ou de vendre ("put"), pendant une période donnée (3, 6, 9 mois), et moyennant le paiement d'une "prime", un nombre précis d'actions (100 ou multiples de 100), à un prix convenu ("prix d'exercice" de l'option).

Les titres qui peuvent faire l'objet de contrats sont sélectionnés en fonction de critères qualitatifs (régularité des bénéfices, "rating", etc...) et quantitatifs (volume de marché boursier).

L'acheteur d'un "call" croit à une hausse du cours de l'action ; il acquiert le droit de lever les titres avant l'échéance fixée. (Le vendeur d'un "call" prévoit une évolution inverse ; il s'engage à vendre au prix d'exercice si l'option est exercée).

L'acheteur d'un "put" croit à une baisse du cours de l'action ; il acquiert le droit de vendre le titre avant l'échéance (la situation du vendeur d'un "put" est exactement inverse).

Le principal attrait d'une option réside dans l'"effet de levier" qu'elle est à même de produire : les variations de la prime étant de plus grande ampleur que les variations du cours de l'action, le montant des gains ou des pertes s'en trouve considérablement accru. L'option apparaît donc comme un outil de gestion utile mais délicat à manier, car il exige, de la part de l'intervenant, une appréciation judicieuse :

- du cours de l'action et de sa volatilité
- de la tendance des taux d'intérêts
- du facteur temps (la prime augmente quand l'échéance s'allonge, comme à mesure que le prix d'exercice diminue).

Pour autant que ces éléments soient maîtrisés (mais cette maîtrise n'est jamais sans faille !), l'option est susceptible d'augmenter la rentabilité d'un portefeuille. Elle permet aussi d'en étendre la diversification, puisqu'elle implique une immobilisation de capitaux inférieure à celle d'un placement direct en actions.



Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières

Ce vocable recouvre, en fait, des formules très diverses :

- Sociétés d'investissement à capital fixe
  - Sociétés d'investissement à capital variable
  - SICAV de trésorerie
  - Fonds communs de placement
  - Fonds communs de placement à court terme
  - "Money Market Funds"
  - "Venture Capital Funds"
- etc...

Des aménagements fiscaux ont encouragé l'essor de ces différentes formules dans les pays où certaines d'entre elles, du moins, existaient déjà. Mais, depuis quelques années, les organismes de placement collectif ont aussi fait leur apparition en Espagne, et, plus récemment, en Italie (ils y ont d'ailleurs singulièrement contribué à la fermeté de la Bourse des Valeurs...).

La multiplicité des formules pratiquées exigerait une description détaillée, à laquelle je ne puis me livrer ici. De surcroît, les réglementations relatives à ces organismes varient sensiblement d'un pays à l'autre ; au chapitre des contraintes, citons par exemple celle imposée aux SICAV françaises d'investir 30 % au moins de leurs avoirs en obligations libellées en Francs français ; en Espagne comme en Italie, le portefeuille des fonds de placement ne peut comporter plus de 10 % de valeurs étrangères. Enfin, des restrictions ont été parfois imposées à la taille même des organismes de placement collectif.

Ce foisonnement des régimes et des pratiques a incité la Commission des Communautés Européennes à élaborer une Directive visant à établir les normes de contrôle qui devront s'appliquer aux fonds "ouverts" investis en valeurs mobilières. L'entrée en vigueur de cette Directive ne semble pas devoir être attendue avant octobre 1989.

-----

Bien qu'il soit malaisé de dégager les tendances d'un secteur aussi riche et disparate, l'évolution de ces dernières années permet les constatations suivantes :

- sauf en Angleterre et en Espagne, préférence marquée pour les organismes de placement collectif en obligations. (Les "balanced funds", répartition obligations-actions, paraissent rencontrer une moindre faveur).
- vogue des fonds spécialisés en une devise (par ex., en ECU), ou en une zone géographique.
- quant à la part des souscripteurs particuliers dans ces organismes de placement collectif, elle reste généralement substantielle, mais les souscripteurs institutionnels sont également attirés par certaines de ces formules (cas, notamment, des fonds de pensions en Allemagne, et des institutionnels français en matière de SICAV de trésorerie).

Il s'est d'ailleurs avéré, dans certains cas, qu'il était plus avantageux, fiscalement, de s'intéresser à la Bourse par le canal d'un fonds de placements...

### Marketing

Le marketing des organismes de placement collectif est traditionnellement assuré par le réseau des guichets bancaires (France, Allemagne, Belgique), mais aussi par démarchage direct (notamment en Italie), par cotation en Bourse (Hollande), et par divers procédés : courrier avec coupon-réponse, etc... (Angleterre).

### Les plans d'épargne-pension

Offerts au public, ces plans consistent le plus souvent soit en "bons d'accroissements", soit en fonds de placements.

Dans le premier cas, le montant mensuel que le souscripteur du plan a choisi d'investir est accumulé sur un compte ou un livret bancaire, et placé tous les 3 mois, en un "bon d'accroissement", c'est-à-dire en un bon de caisse à capitalisation automatique.

Dans le second cas, le montant mensuel choisi est intégralement investi en fractions de parts d'un Fonds commun de placement.

Selon les pays, le plan peut bénéficier de certaines mesures de déductibilité fiscale. Il peut aussi être arrêté ou modifié à tout moment.

Le plan Epargne-Pension peut, par ailleurs, être couplé avec une assurance-vie, laquelle, au décès du souscripteur, garantit à ses ayants droit le versement immédiat d'un montant égal à toutes les mensualités à venir.

Enfin, à l'issue du plan, le contractant a la faculté de souscrire une rente mensuelle, formule qui lui permet de percevoir chaque mois les intérêts de son capital sans entamer celui-ci.

-----

### L'émission d'Euro-actions

Ces Euro-actions ne diffèrent des actions ordinaires de l'émetteur que sur un seul point : elles s'adressent exclusivement à des souscripteurs étrangers (elles requièrent, dès lors, la suppression d'un éventuel droit de préférence en faveur des anciens actionnaires).

A cette condition près, les Euro-actions ont le même rang que les actions ordinaires et donnent des droits identiques (droit de vote, droit aux dividendes, etc...). L'émission des Euro-actions demande évidemment une préparation appropriée. C'est pourquoi la distribution en est confiée à un syndicat de direction international susceptible d'assurer la meilleure couverture géographique possible. Il apparaît en outre très utile, voire indispensable, d'organiser une présentation de la société émettrice auprès des investisseurs potentiels, sous la forme d'un "roadshow" dans les places financières de première importance.

Particularité de ces opérations : le prix d'émission est fixé au niveau précis du cours du jour de l'action ordinaire sur son marché national. Les commissions d'émission sont généralement plus élevées que celles perçues à l'occasion d'une émission sur le marché local.

Cette forme d'internationalisation du marché des capitaux nous amène tout naturellement à mentionner une autre évolution, de plus grande ampleur, qui est, dès à présent, en voie de réalisation. Il s'agit de

#### L'interconnexion informatique des Bourses européennes

Conçue à l'initiative du Comité des Présidents des Bourses de la C.E.E., la réalisation du projet IDIS (Interbourse Data Information System) est prévue en trois phases.

##### Première phase

Entre les Bourses connectées, le système procède à l'échange des cours en temps réel de quelque 300 valeurs (150 titres cotés sur au moins deux Bourses de la Communauté + 150 autres, cotés sur une seule Bourse mais donnant lieu à des transactions de caractère international).

Par le canal de son propre réseau, chaque Bourse diffuse ces cours aux terminaux de ses professionnels (les professionnels boursiers de l'ensemble de la Communauté disposent de plus de 6.000 terminaux !).

La première phase vise donc essentiellement à l'information - des Bourses elles-mêmes, et des intermédiaires boursiers.

##### La deuxième phase

doit s'accomplir en deux temps.

Dans un premier temps, les professionnels pourront, par leurs terminaux, prendre connaissance des offres et demandes sur chaque valeur admise dans le système. Ils pourront naturellement transmettre par ordinateur leurs propres offres et demandes. A ce stade, toutefois, la conclusion de l'opération continuera à se faire de façon traditionnelle.

Dans un second temps (sans doute, l'an prochain), les professionnels pourront négocier directement sur leurs terminaux les offres et demandes émises par les professionnels des autres Bourses, à travers le réseau IDIS.

Cette phase doit être abordée précautionneusement, car sa réalisation pose de délicats problèmes de contrôle et de sécurité.

##### La troisième phase

devrait permettre la liquidation et le règlement des opérations qui auront été exécutées sur le réseau par les membres des Bourses connectées.

Cette dernière phase exigera une étroite collaboration entre les Bourses intéressées, les organismes de liquidation, et vraisemblablement d'autres réseaux, rendant ainsi possible le règlement des espèces sur un plan international.

Comme on vient de le voir, le système IDIS laisse aux Bourses nationales leur individualité propre. Il eût été parfaitement utopique de viser à la fusion de toutes les Bourses en une seule, mais le projet, une fois réalisé, devrait aboutir à des résultats sensiblement équivalents, sans se heurter aux mêmes obstacles infranchissables.

Les protagonistes du programme IDIS n'ont pas reculé devant une mutation nécessaire qui est appelée à modifier graduellement, mais en profondeur, les us et techniques des transactions sur valeurs mobilières. Nul doute que cette évolution ne débouche sur une réelle internationalisation des marchés européens.

Mais cette transformation ne sortira ses pleins effets que si elle s'accompagne d'un certain nombre d'aménagements, au premier rang desquels figure la généralisation de la pratique du "marché continu".

Il est aussi d'autres lacunes - plus graves, me semble-t-il, et sans doute plus longues à combler. L'interconnexion informatique des marchés n'est pas suffisante en soi : elle doit se doubler d'une amélioration de l'information du public, et d'un affinement de tous les critères qui permettent de mesurer la qualité des titres et de les comparer entre eux. Cette exigence devient impérieuse dans un marché en voie d'internationalisation.

Hélas, des obstacles importants se dressent encore sur cette voie : multiplicité des langages, différences dans les techniques comptables, diversité des régimes fiscaux, etc...

Autre champ de progrès urgents à accomplir : il faut que les Etats-membres qui ont maintenu jusqu'ici (30 ans déjà de Marché Commun !) des formes de contrôle des changes se résolvent à lever ces barrières, et se conforment, enfin, à la lettre et à l'esprit du Traité de Rome qu'ils ont signé, en restituant aux capitaux leur liberté de mouvement.

A défaut de ces progrès et de ces décisions, l'interconnexion informatique des Bourses perdrait de sa portée et une partie de son sens.

## Conclusions

---

Devant cette floraison luxuriante de nouveaux instruments, de nouvelles techniques, comme devant ces marchés élargis, à qui donner la palme ?

Les organisateurs de ce Colloque avaient émis le voeu que je clôture mon intervention par une distribution de prix et d'accessits.

Au risque de les décevoir, je suis bien forcé de constater que l'innovation n'a pas été le fait d'un pays déterminé. Aussi me paraît-il équitable de vous proposer d'en attribuer le mérite à la communauté financière européenne toute entière.

Cette communauté existe : elle a ses hommes, son langage, sa technicité, sa monnaie à elle, son imagination, son dynamisme.

En matière d'innovations, ce dynamisme n'a-t-il pas été excessif ? Des esprits aussi peu suspects d'obscurantisme que M. David Dautresme et M. Alexandre Lamfalussy se sont posé la question : "Faut-il marquer une pause de l'imagination dans les innovations financières ?"

La réponse est évidemment négative, mais elle n'en doit pas moins être nuancée.

Il n'est pas sûr, en effet, que toutes les nouvelles formules aient atteint leur cible : certaines n'ont été ni bien reçues, ni même parfois bien perçues ; les sophistications trop poussées ont échappé à une large frange du public, et, d'ailleurs, certaines inventions n'ont pas eu de lendemain quand elles n'apportaient pas une réponse à un besoin réel. Mais, tous comptes faits, le pourcentage de rebut apparaît étonnamment faible.

Plus graves, me semble-t-il, sont les appréhensions exprimées par les Banques centrales. Elles visent les innovations qui sont susceptibles de perturber ou de compliquer à l'extrême les tâches de direction et de tutelle des autorités monétaires.

Il faut d'abord reconnaître sportivement que certaines innovations ont abouti à déjouer des réglementations en vigueur.

D'autre part, la politique monétaire d'un Etat devient plus problématique lorsque, dans le bouillonnement des swaps, des "futures" et des options en tous genres, il s'agit de mesurer avec précision la quantité de monnaie en circulation, et qu'il devient même hasardeux de déterminer la nationalité d'un instrument financier.

Quant à la politique des taux d'intérêts, ses effets réputés dissuasifs sur le candidat-emprunteur tendent à s'édulcorer, puisqu'il lui est loisible de recourir aux solutions à taux variables, et qu'il garde alors l'impression que le niveau élevé de ces taux n'est que passager.

Options, swaps, taux flottants et interpénétration du court et du long termes ont enfin rendu plus malaisée l'appréciation de la solvabilité des entreprises et des établissements de crédit.

Ces critiques sont sérieuses, et il faut en admettre le bien-fondé. Mais il me semble que l'effet bénéfique des instruments mis en cause l'emporte sur leurs effets pervers. Les taux flottants n'ont-ils pas fourni une parade, naturelle et efficace, aux méfaits de l'inflation et à l'instabilité du loyer de l'argent ? Les swaps n'ont-ils pas permis de répondre opportunément aux incertitudes des taux de change et à l'imprévisibilité de l'évolution des taux d'intérêts ? Enfin qui niera que, grâce aux progrès de leur informatisation, les marchés sont devenus beaucoup moins imparfaits ?

Certes, il reste un long chemin à parcourir, mais la direction prise est la bonne. Il importe donc, pour l'Europe, de poursuivre dans cette voie.

... Il n'est peut-être "pas nécessaire d'espérer pour entreprendre", mais il est très stimulant d'avoir réussi pour persévérer.

Mai 1986

**Petites et moyennes entreprises et nouvelles industries:  
de quels services ont-elles besoin?**

**E. Cooreman**

*Sénat/Senaat, Bruxelles/Brussel*





## **PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES ET NOUVELLES INDUSTRIES : DE QUELS SERVICES ONT-ELLES BESOIN ?**

*E. Cooreman*  
*Sénat/Senaat, Bruxelles/Brussel*

Les P.M.E. ont souvent de très bonnes idées pour créer de nouveaux produits ou de nouvelles applications d'un produit, mais elles n'ont aucune expérience du management, en particulier du management financier.

La mise au point du produit ou du schéma d'application exige généralement des centaines, ou des milliers d'heures de travail non rémunéré. La mise au point de nouveaux produits exige souvent des frais de location d'immeuble, de machines, des frais de déplacement ou de voyages, frais d'honoraires divers, etc.

Ces frais dépassent généralement les moyens financiers d'ouvriers qualifiés ou d'employés - Une personne sans emploi rémunéré, et sans aide financière étrangère, ne peut guère tenir longtemps, car il lui faut avant tout subvenir à son entretien personnel et à celui de sa famille.

Ont donc des chances de réussir leur aventure :

- soit des personnes mariées, où le conjoint procure le revenu vital pour lui même et sa famille
- soit des célibataires, entretenus par leurs parents
- soit des projets mis au point par des personnes, ayant un emploi rémunéré et consacrant leurs loisirs à la recherche et la mise au point d'un produit, ou de la commercialisation de ce produit.

Si le créateur désire quitter son emploi d'employé pour s'installer comme indépendant, il se trouve sans aucune garantie de revenus et généralement sans moyens financiers adéquats pour réussir son initiative.

Par contre, s'il exerce à ce moment une activité normale pour subvenir à ses besoins, il perdra nécessairement beaucoup de temps et peut-être l'opportunité de son projet.

Comment aider la création de nouvelles P.M.E. ?

### **I. MANAGEMENT**

Il faut exiger une formation de base et aider à compléter celle-ci.

Beaucoup de techniciens intelligents et inventifs, manquent de formation pour comprendre et réaliser le circuit, de la matière première jusqu'à la livraison du produit fini avec tous les aspects du marketing.

En plus, il leur manque la formation et l'expérience pour calculer le prix de revient réel d'un produit.

Bien plus difficile est l'estimation de leur budget, car celui-ci doit tenir compte non seulement de données chiffrables, mais également d'inconnues : l'évolution des devises, apparition de nouveaux produits sur le marché, évolution du temps, etc.

Généralement ils sousestiment très largement le montant de leur trésorerie nécessaire pour financer l'achat des matières premières, pour payer les frais de transformation et la livraison, jusqu'au paiement de la facture par le client consommateur.

La première nécessité consiste donc à aider les indépendants et P.M.E. par des cours fondamentaux de formation de comptabilité, de prix de revient, de budget, de financement et de toute l'organisation complète d'une affaire, sans oublier les aspects de sécurité sociale et d'administration.

Il faut en plus les assister pendant une période de 3 à 5 ans pour leur apprendre à tenir une comptabilité, à faire un budget et pour les obliger à respecter ou réadapter ce budget.

Cette discipline s'apprend uniquement par la pratique, et non pas seulement dans la théorie, et de préférence sous le contrôle d'une personne étrangère, objective et ayant des talents didactiques.

Il devrait être défendu d'accorder des crédits à une personne ou à une société qui n'a pas de comptabilité stricte, un calcul de prix de revient sévère et ne pratiquant pas le budgeting.

Avant d'accorder un crédit, il faut faire passer un examen, avant d'examiner les garanties éventuelles.

La première condition du crédit devrait être de faire suivre des cours de formation (et pas uniquement des conférences) le soir ou plusieurs demi-journées par semaine.

Les crédits accordés par le passé se sont basés trop souvent sur la garantie de biens matériels présents dans le patrimoine du débiteur ou dans le patrimoine de celui qui donnait son aval ou sa caution.

Ces biens matériels sont une très faible garantie, s'ils y sont entrés par l'héritage, car pour hériter il ne faut prouver qu'une seule chose : sa filiation.

La caution est donnée généralement par amitié ou par lien de famille, et par une confiance peu critique, envers l'ami ou le parent, non après évaluation de réussite.

La P.M.E. désire généralement obtenir des fonds en maintenant son indépendance totale de gestion.

Par contre la société qui accorde les moyens financiers ne peut courir que des risques minima et doit faire fructifier son capital.

Comment concilier l'intérêt du créancier et du débiteur ?

En attendant que l'Etat permette de réserver les impôts dûs pendant dix ans au nouvel indépendant, permettant ainsi d'imputer des pertes ultérieures sur des bénéfices ou revenus obtenus antérieurement, il faudra recourir à des moyens financiers extérieurs liés à l'organisation de cours de formation.

1. Il pourra être accordé un crédit sur base des résultats obtenus dans le cadre des cours de formation, cours de formation qui doivent être payés par les participants.

Ces cours doivent faire des applications de modèles de gestion pris sur le vif, et si possible être une première application simulée de l'idée du nouvel indépendant.

Il sera accordé des crédits en fonction du résultat obtenu pendant cette formation.

Ces cours seront suivis par des cours complémentaires pendant 3 à 5 ans durant le démarrage de la nouvelle P.M.E.

L'indépendant se plaindra de ne pas avoir le temps, mais il faudra lui couper les crédits si'l ne trouve pas le temps de suivre ces cours.

2. L'institut financier pourrait se charger de toutes les formalités administratives contre paiement ou accorder son crédit uniquement sur l'affiliation du demandeur de crédit à un secrétariat social valable.

## **LE FINANCEMENT**

1. Le financement peut se faire par souscription d'action avec ou sans droit de vote
2. Le financement se fait par obligations :
  - a) soit l'obligation classique
  - b) soit des obligations convertibles
  - c) soit des obligations convertibles à taux d'intérêt très réduit et à un prix de conversion adapté
  - d) soit des obligations sans intérêt annuel, mais à capitalisation à la fin du délai (8 à 10 ans) à un taux réduit, mais convertibles à un taux de conversion très bas ou à un taux plus élevé avec prix de conversion plus élevé.

Il faut créer ici un équilibre entre l'argent emprunté sans intérêt, avec un droit de souscription d'actions qui pourrait être éventuellement un warrant, ou le droit de conversion de l'obligation.

Ce contrat doit prévoir la possibilité de revendre ces obligations à des tiers, mais il est grèvé d'un droit de préemption pour le débiteur - celui-ci aura un délai raisonnable pour trouver lui-même un acquéreur -

En cas de rachat il payera une prime couvrant non seulement l'intérêt capitalisé, mais également une prime de risque.

- Il faut ensuite créer un fonds de réescompte pour ces obligations;
- Ces obligations convertibles ou participantes pourraient être couvertes par une assurance risque;
- Il faut créer un marché permettant de revendre, ou de regrouper ces obligations "participantes".



**Financement des retraites:  
l'avenir du financement institutionnel et volontaire**

**F. Mansilla Garcia**

*UNESPA, Madrid*

I N D E X

- 1.- FAITS PRECURSEURS A LA C.E.E. .....
- 2.- CAUSE DE LA CRISE DE LA SECURITE SOCIALE .....
- 2.1. Economiques .....
- 2.2. Biométriques .....
- 2.3. Sociologiques .....
- 2.4. Historiques et politiques .....
- 3.- FINANCEMENT DU COUT DE LA SECURITE SOCIALE - SYSTEME DE FINANCEMENT DES PENSIONS .....
- 3.1. Financement du coût de la Sécurité sociale .....
- 3.2. Systeme de financement des pensions: Répartition et capitalisation .....
- 3.2.1. Système de répartition .....
- 3.2.2. Système de capitalisation .....
- 3.2.3. Comparaison .....
- 4.- LES PROBLEMES DE L'AVENIR DES RETRAITES: SOLUTIONS POSSIBLES .....
- 5.- REDUCTION DU POIDS DU SYSTEME DE REPARTITION .....
- 5.1. Age de la retraite .....
- 5.2. Dépuration de situations irrégulières .....
- 5.3. Incompatibilité de pensions multiples horizontales du premier pilier .....
- 5.4. Coefficient de la retraite .....
- 5.5. Calcul de la base régulatrice .....
- 5.6. Identification indubitable de la cause de la pension .....
- 5.7. Période d'actualisation .....
- 6.- INITIATIVES INTERNATIONALES .....
- 6.1. De réduction des coûts .....
- 6.2. De l'impulsion donnée aux Fonds de pensions .....
- 6.3. Conditions essentielles pour le développement des Fonds de pensions .....
- 6.3.1. Fiscalité adéquate .....
- 6.3.2. Capacité d'épargne pour la prévision professionnelle et libre .....
- 7.- LE PROBLEME DES DROITS ACQUIS A LA TRANSITION D'UN SYSTEME DE REPARTITION A CELUI DE LA CAPITALISATION ..
- 8.- LE PERFECTIONNEMENT DE LA GESTION DE LA SECURITE SOCIALE ET LES NOUVELLES TECHNOLOGIES .....
- 9.- LES FONDS DE PENSIONS ET L'ASSURANCE .....
- 9.1. Liens existant entre ces deux concepts .....
- 9.2. Fonds de pensions: Assurés et Non assurés .....
- 10.- NORMES COMMUNAUTAIRES EN MATIERE DE FONDS DE PENSIONS ET D'ASSURANCE .....

FINANCEMENT DES RETRAITES

L'AVENIR DU FINANCEMENT INSTITUTIONNEL ET VOLONTAIRE

Je pense que la question à traiter concerne à l'avenir du financement de ce que l'on a l'habitude de désigner sous le nom de deuxième et troisième piliers de la Sécurité sociale. On considère comme deuxième pilier la protection professionnelle et le troisième pilier concerne tout service: épargne et assurance libre, n'ayant aucun rapport direct avec le premier pilier ni avec le système de sécurité sociale obligatoire.

Il n'est pas possible d'aborder cette question sans en délimiter auparavant le champ d'action qui dépend toujours de l'étendue et des limites de la Sécurité sociale. Sur le plan structural, le tableau n° 1 représente le schéma d'un système de sécurité sociale installé dans une société et dans une économie déterminées, c'est-à-dire l'espagnol. On y indique comment fonctionnent les trois piliers, en déterminant la position occupée par l'assurance dans chacun d'eux, en insistant plus spécialement sur les Fonds de pensions.

1 - FAITS PRECURSEURS A LA C.E.E.

Bien des organisations internationales (BIT, OCDE, AISS, réunions de Ministres chargés de la Sécurité sociale, et d'autres), universités et organisations privées se sont penchées sur cette question, en Europe et dans d'autres pays en dehors d'elle.

La C.E.E., elle aussi, a consacré une attention spéciale à cette question, tant en ce qui concerne l'étendue et le maintien de la protection que ce qui a trait au déséquilibre financier et à sa répercussion sur le développement économique, sur l'emploi et sur la compétitivité internationale.

Le 17 novembre 1982, la Commission a envoyé au Conseil une communication importante intitulée "Problème de la Sécurité sociale: éléments de réflexion".

Dans ce document, il est écrit, entre autres choses, ce qui suit:

"Dans la situation économique actuelle, caractérisée en particulier par des taux de chômage élevés, l'augmentation des frais unie à la diminution des encaissements provenant des cotisations, a provoqué non seulement une situation de déséquilibre financier chronique, mais a entraîné aussi le risque de conduire à des prises de position politiques sans connexion et, éventuellement, discriminatoires pour les catégories sociales moins aptes à les supporter.

"La Commission désire entamer un ample débat à niveau communautaire. Même si des restrictions budgétaires conduisaient les Etats membres à adopter des mesures d'économies concernant le secteur des dépenses sociales, elle estime en tout cas que la situation économique actuelle de la Communauté oblige à reconsidérer la politique de la Sécurité sociale sous son aspect global, qui tiendrait compte en particulier de l'existence d'un marché unique, de la nécessité de sauvegarder la compétitivité des entreprises et de favoriser le progrès de l'emploi.

En octobre 1984, le Comité Economique et Social a effectué une étude relative aux différents pays de la Communauté, intitulée "Les problèmes actuels de la Sécurité sociale dans les pays de la Communauté économique européenne". Dans chacun de ces Etats, on abordait des thèmes aussi intéressants que: les problèmes financiers, les solutions adoptées dans chaque pays pour garantir le financement de la Sécurité sociale, les rapports existant entre cet organisme et l'économie et la privatisation. Ce dernier terme est erroné, à mon avis, et il devrait être remplacé par celui de démonopolisation.

Simultanément aux travaux communautaires, un Colloque a été tenu le 28 août 1984, à l'occasion de l'Assemblée plénière du Comité Européen des Assurances, qui fut placé sous la devise "Assurer l'avenir". Cinq experts, non assureurs, et cinq assureurs de pays européens y ont étudié dans quelle mesure le secteur des assurances pourrait contribuer, en collaboration avec le reste des rouages de l'économie de chaque pays à aider à résoudre, en leur qualité de spécialistes en prévision, les problèmes causés par l'avenir de la Sécurité sociale. Le but recherché est résumé en ces termes par le Président antérieur du Comité européen des assurances, M. Padoa:



"La Sécurité sociale est un produit spécifique de notre civilisation européenne. Ce n'est pas par un simple effet du hasard que, après deux longues guerres fratricides qui ont sacrifié des millions d'êtres humains au nom d'idées qui de nos jours nous paraissent caduques, presque archaïques, s'est fait jour en Europe un état de conscience impliquant que la collectivité a l'obligation de prendre en charge ses membres les plus faibles et de se préoccuper, afin que certains biens essentiels, tels qu'un bon état sanitaire et la tranquillité au cours de la vieillesse, soient accessibles pour tout le monde.

Il s'agit de résultats de grande valeur qui doivent être maintenus, défendus et renforcés.

Si quelques aspects de ces résultats, fruits de l'exaspération, si quelques points s'écartant de cet idéal, démontrent qu'ils sont incompatibles avec d'autres biens collectifs aussi appréciables, comme le sont la stabilité monétaire, le plein-emploi, la défense de l'environnement, nous estimons qu'il est impérieux de regarder bien en face ces réalités nouvelles, sans l'ombre d'un préjugé et sans aucune crainte, afin de rechercher des équilibres nouveaux et d'offrir des innovations.

Jean Monnet, Européen de qualité, se plaisait à répéter: "La politique n'est pas l'art de rendre les choses possibles, mais plutôt celui de rendre possible ce qui est nécessaire".

C'est en abondant dans ce sens que nous, en tant qu'assureurs privés, qu'en experts de la prévision et du risque, nous croyons pouvoir, et même devoir, offrir à ceux qui "prennent des décisions" notre apport intellectuel en leur signalant les voies s'engageant vers des solutions constructives."

Tout récemment, en date du 19 juillet 1986, la Commission a fait parvenir au Conseil une nouvelle communication intitulée "Problèmes de la Sécurité sociale: thèmes d'intérêt commun".

Dans cette nouvelle communication on rappelle les trois objectifs énoncés dans la précédente, c'est-à-dire le contrôle de l'augmentation des dépenses sociales, la révision des modalités de financement et le renforcement de l'efficacité du système. Pour la première fois,

on signale, selon les renseignements que j'ai pris, le danger découlant de l'influence du coût de la Sécurité sociale sur la compétitivité des entreprises, faisant que quelques Etats consentent à affaiblir leur système de protection sociale en vue d'intensifier cette compétitivité.

La Commission estime que le débat doit contribuer à adapter les systèmes de protection sociale aux nouvelles données économiques, sociales et démographiques, ainsi qu'aux perspectives débouchant sur la mise en place d'un marché intérieur.

La Commission est sensible à cette persistance du chômage et à l'impossibilité d'y apporter une solution à court et à moyen terme en faveur de cette catégorie qui reçoit la dénomination de "nouveaux pauvres".

Ce document parle de questions aussi intéressantes que celle de la distribution des cotisations versées par les patrons et par les travailleurs et des subventions de l'Etat. Il pose la question de savoir si le système de répartition ne doit pas bénéficier d'un complément apporté progressivement dans une certaine mesure par la capitalisation.

Parmi les propositions faites par la Commission en matière de financement, l'une émerge des autres. Elle consiste à répartir d'une façon différente les charges entre les entreprises et entre les entreprises et les familles en faisant une évaluation des effets causés tant sur l'emploi que sur la stabilité financière du système de la Sécurité sociale. Il est annoncé en outre que la Commission analysera les tendances à appliquer une capitalisation totale ou partielle des régimes de vieillesse dans la Communauté et qu'elle étudiera les alternatives pouvant s'adapter aux systèmes actuels de distribution et les répercussions qu'elles pourraient entraîner à moyen et long terme.

Il suggère en dernier lieu, et il suit ainsi la ligne fixée par la Constitution espagnole de 1978, l'instauration d'une rente sociale minimale comme moyen de combattre la pauvreté.

## 2 - CAUSES DE LA CRISE DE LA SECURITE SOCIALE

Les causes de ce que l'on appelle "la crise de la Sécurité sociale" sont entre autres, essentiellement:

### 2.1 - Economiques

Les raisons économiques, accusées davantage à cause de la crise, si prolongée, datant de 1973, entraînent une diminution de l'activité (tableaux Nos 2 et 3) provoquant à son tour une réduction du taux de création d'emploi, voire l'apparition d'un signe négatif de destruction d'emploi. (tableaux Nos 3, 4 et 5). Du point de vue de la Sécurité sociale et d'une manière bien plus simplifiée, cet état de chose conduit à la réduction ou à la croissance lente des cotisants et à la montée en flèche du nombre de prestations et de leur montant total (tableau N° 6).

La diminution de l'activité économique, représentée par les tableaux 2 et 3, a commencé à marquer son empreinte sur l'économie européenne d'une façon très accentuée en coïncidant avec une politique de gonflement des dépenses publiques. Pour la C.E.E., selon le rapport "Albert-Ball", les dépenses publiques s'élevaient en 1973 à 39,9% du P.N.B., alors qu'en 1982, après dix années de crise, elles atteignaient 50,8%.

En ce qui concerne l'Espagne, les dépenses publiques montaient à 22,4% du P.N.B. en 1973. En 1983, selon la communication de la Commission au Conseil en date du 19 juillet 1986, elles plafonnaient à 38%. Au cours de la décennie de la crise économique, les dépenses publiques de la Communauté ont augmenté de 27%, en pourcentage calculé sur le P.N.B., tandis qu'en Espagne, la hausse a été de 70%.

Ce gonflement est allé à l'encontre de l'épargne et a entraîné une détérioration de l'emploi (tableau n° 4).

Pour l'Espagne, l'Italie et les Pays-Bas, le problème semble plus grave que pour d'autres pays européens, puisque, comme l'indique le tableau n° 7, leur taux d'activité est le plus bas. Une conséquence directe et immédiate, surtout pour l'Espagne, est que le faible volume des gens en actif, en s'exprimant par comparaison, rend plus difficile le maintien des personnes passives avec le régime actuel de Sécurité sociale.

Le tableau n° 8, pris de la communication de la Commission au Conseil en date du 19 juillet 1986, montre qu'il y a peu de variations par rapport au tableau analogue inséré dans la communication du 17 novembre 1982. Cette constatation démontre qu'au cours des quatre dernières années, dans les pays de la Communauté, les pensions se maintiennent à un niveau stable par rapport à l'ensemble des prestations de la Sécurité sociale. Le pourcentage élevé de l'Espagne (42%) est surprenant, en ce qui concerne les retraites vieillesse, les allocations familiales pratiquement inexistantes et le coefficient réduit d'autres fonctions.

Les causes sont indiquées aux tableaux Nos 9 et 10.

Comme le signale le tableau n° 9, au cours des années de la crise les pensions versées au titre de la retraite ont augmenté en nombre de 30%, tandis que celles de l'invalidité ont atteint un pourcentage de 167%. Dans l'ensemble, toutes les pensions ont augmenté de 5%, en moyenne annuelle, et on calcule qu'en 1990 les trois millions de pensions existant en 1973 monteront à 6.659.000.

Comme l'indique le tableau n° 10, le nombre de cotisants a augmenté seulement de 8%, tandis que le nombre des pensions, comme on l'a déjà signalé, croissait de 57,03%. D'autre part, le coût total des pensions, en pesetas, pour la période mentionnée, s'est accru à un rythme accumulatif de 15% annuel. Le résultat est que le rapport existant entre les travailleurs cotisants et les retraités a baissé de 3,5 en 1970 à 2 en 1985. Et les régimes concernant les mines de charbon et le chemin de fer présentent un chiffre inférieur à l'unité. A titre de comparaison, il est prévu que ce rapport sera atteint en Angleterre en l'an 2015 (tableau n° 11).

Par ailleurs, l'augmentation inhabituelle des pensions d'invalidité, permanente et provisoire, démontre l'importance des fraudes perpétrées envers la Sécurité sociale, puisque cette prestation sert de complément ou de substitution de l'allocation chômage, quand elle n'existe pas ou que la période légale de paiement a pris fin. "L'Espagne semble un pays d'estropiés" est allé jusqu'à dire le ministre espagnol du Travail et de la Sécurité sociale.

Dans le document de la Commission des Communautés "Problèmes de Sécurité sociale: Eléments de réflexion", il est écrit au sujet des abus, des fraudes et des cumuls de prestations, que si ces fausses fonctions sont condamnables en temps normal, elles deviennent intolérables quand les moyens disponibles subissent une réduction et elles s'écartent ainsi de leur véritable fonction, au détriment de ceux qui devraient en être les bénéficiaires réels.

## 2.2 - Biométriques

Les raisons biométriques reposent essentiellement sur le fait qu'en Europe il y a de moins en moins de jeunes et de plus en plus de vieillards d'un côté (tableaux Nos 12 et 13) et, de l'autre, que l'espoir de vivre chez les personnes âgées de plus de 65 ans, en parlant en termes actuariels, dépasse 15 ans (tableaux Nos 14 et 15). Considérés sous cet aspect, les systèmes de répartition sont également en crise parce que les jeunes qui cotisent sont de moins en moins nombreux et les bénéficiaires du troisième âge le sont de plus en plus et pendant une période de plus en plus longue.

Au Royaume Uni, selon les renseignements fournis par M. Brimblecombe, publiés par le C.E.A., en 1901 le nombre d'enfants âgés de moins de 15 ans était de 12,4 millions et le nombre de personnes arrivées à l'âge de la retraite était de 2,4, c'est-à-dire le cinquième. En 1981, le nombre de ces enfants était de 11,5 millions, 900.000 en moins, et le nombre des personnes sur le point de prendre leur retraite était de 10,1, presque huit millions de plus. En 2021, le nombre des personnes à l'âge de la retraite dépassera celui des enfants de moins de 15 ans.

## 2.3 - Sociologiques

Parmi les raisons de caractère sociologique, on trouve le sentiment très répandu de l'exigence de couvrir le risque de vieillesse et de maladie, comme conséquence de la généralisation de ces garanties dans les pays occidentaux, en particulier à partir de la Seconde guerre mondiale. Il faut y ajouter la perte des compensations interfamiliales comme conséquence de l'émi-

gration de la campagne vers les villes. Les progrès réalisés en protection présentent aussi parfois des aspects négatifs. Par exemple, l'intervention de l'Etat qui se place entre celui qui paie et celui qui touche fait oublier un fait essentiel: les prestations de la Sécurité sociale ne surgissent pas du néant, car elles proviennent essentiellement de la bourse des entreprises, des travailleurs et de la société. Un vieux dicton de la Castille affirme que "ce qui sort d'un fonds commun n'est de personne". Ceci revient à dire, en employant un langage d'actualité, que ce qui est à tout le monde ne fait mal au coeur à personne. La conjonction des nécessités survenues de la crise économique et de la perte du sentiment éthique d'équilibre entre ce que l'on donne et ce que l'on perçoit a entraîné, en Espagne du moins, une augmentation importante des chiffres des prestations de la Sécurité sociale, spécialement accusée dans le cas des prestations d'invalidité, permanente ou provisoire.

#### 2.4 - Historiques et politiques

Evidemment, il existe des raisons d'ordre politique et historique qui ont engendré des systèmes hétérogènes dans les différents pays européens et occidentaux.

On a beaucoup parlé, avec raison, des effets favorables pour les personnes, et même pour l'économie, de l'élargissement des régimes de la Sécurité sociale. Cependant, il y a d'autres aspects moins connus sur lesquels il vaut la peine de réfléchir au moment d'entreprendre la réforme de la Sécurité sociale. (tableau n° 16).

Il est évident que deux faits sont à la base des concessions politiques accordées en matière de Sécurité sociale et qu'ils ont pu les favoriser. Le premier fait peut avoir été, dans certains cas, le contentement social découlant d'une concession en matière de Sécurité sociale. La satisfaction est immédiate et celui, qui l'accorde, en tire un profit politique qui est immédiat, lui aussi. Pourtant, le coût inhérent à cette mesure apparaîtra bien des années plus tard et il sera noyé en outre dans un ensemble gigantesque qui est fréquemment un obstacle empêchant toute identification et l'isolement de toutes les causes ayant eu une influence sur la hausse du coût de la Sécurité sociale (cotisations globales et non par prestations).

Le second fait est que plus l'apport de tierces personnes, en particulier les cotisations des entreprises, est important, pour aider à financer le système, plus faible est la contrepartie des charges à supporter par l'Etat à la suite de la croissance des collectivités ou des prestations.

Le fait est que l'ensemble de tous les facteurs exposés plus haut et de bien d'autres aussi, les uns étant positifs et les autres négatifs, a débouché sur le régime actuel. Au cours de ces dernières années, on a constaté qu'il existe une conviction générale, selon laquelle le maintien du système présent peut faire que le système ne soit plus viable pour l'avenir.

### 3 - FINANCEMENT DU COUT DE LA SECURITE SOCIALE - SYSTEME DE FINANCEMENT DES PENSIONS

La complexité du phénomène de la Sécurité sociale fait que bien souvent nous traitons comme un phénomène unitaire ce qui ne l'est en aucune façon; c'est en réalité un ensemble de phénomènes complexes mus par leur propre dynamisme.

Je voudrais parler en particulier de deux aspects très précis qui ne doivent pas être mélangés.

- a) Le système de financement de la Sécurité sociale, dans son ensemble, du point de vue des sujets: Etat (impôts); patrons (cotisations); travailleurs (cotisations); revenu du capital (autofinancement).
- b) Le système actuariel de financement des pensions: système de répartition (transmission de la charge à la génération suivante, confiance en le développement économique de l'avenir, et d'autres) et système de capitalisation (épargne avant la dépense, création d'un climat d'épargne pour le développement de la génération suivante).

#### 3.1 - Financement du coût de la Sécurité sociale

Il est fréquent que quelques-uns des problèmes à caractère général soient attribués au système global de la Sécurité sociale, alors qu'ils doivent l'être, plus spécialement, au système de financement de la Sécurité sociale.

L'effet produit sur l'économie et sur la société n'est pas le même, quand le système est basé sur un apport de l'Etat de 90,9% et sur celui des entreprises montant seulement à 3,4% du budget de la Sécurité sociale, comme il arrive au Danemark, que quand il s'agit d'un système, comme l'espagnol, où l'Etat apporte seulement 4% et le financement des entreprises consiste en des cotisations s'élevant à 76,3%. Les chiffres relatifs au Danemark et à l'Espagne ont été publiés par le BLE<sup>2</sup> et ils correspondent à l'année 1977.



Bien que la situation se soit légèrement améliorée en 1985 dans le cas de l'Espagne, cependant, comme l'indique le tableau n° 17, la différence entre les cotisations et l'apport de l'Etat s'accroît dans la même proportion de 1981 à 1985.

Comme on peut le constater en lisant le tableau n° 18, la cotisation versée par les entreprises espagnoles dépasse de plus de dix points les cotisations les plus élevées des différents pays de la Communauté et qui correspondent à la France et à l'Italie.

La cotisation versée par les travailleurs espagnols est aussi la plus basse de l'Europe, à l'exception du Danemark. La contribution publique est en Espagne, de même qu'en France et qu'aux Pays-Bas, la moindre de toutes les autres. La moyenne des apports des entreprises en Europe, celle de la Communauté à neuf membres, était en 1982 de 42,6% pour les entreprises, de 22,5% pour les travailleurs et de 30% pour les subventions de l'Etat.

La différence entre les deux modalités de financement (impôts ou cotisations) est très claire. Si le financement est assuré par le truchement d'impôts, leur poids retombe sur toute la société et grève les bénéficiaires des sujets, des entreprises et de la TVA nette. Par contre, si le financement est basé essentiellement sur les cotisations des entreprises, il répercute sur le processus de production et grève l'économie des entreprises, en tant que dépenses pratiquement fixes inhérentes à la main-d'oeuvre.

Les effets du système de financement, reposant essentiellement sur les cotisations, sont bien connus, du point de vue qualitatif:

- a) Augmentation du coût de la main-d'oeuvre, ce qui décourage le patron à engager des travailleurs et stimule à remplacer la main-d'oeuvre par des investissements tirés du capital.  
// Ce phénomène a été reconnu dans toutes les études faites par des organismes internationaux.
- b) Perte de compétitivité des entreprises. Il est évident que le dégrèvement fiscal accordé aux exportations abaisse le prix et rend les produits fabriqués plus compétitifs quand le financement de la Sécurité sociale est essentiellement basé

sur le système fiscal. Au contraire, quand le financement de la Sécurité sociale au moyen de cotisations est un composant du prix de revient, en tant qu'élément du coût de la main-d'oeuvre, quoique sous d'autres aspects la concurrence se fasse à égalité de conditions, les entreprises appartenant à ce second cas sont nécessairement moins compétitives.

Il ne s'agit donc pas seulement du niveau du coût des prestations de la Sécurité sociale, mais de la façon dont ce coût est distribué

Il est surprenant de constater que la si grande attention prêtée par la C.E.E. aux subventions des Etats, pour ne pas fausser les données de la concurrence, ne se retrouve point dans la question du financement de la Sécurité sociale, dont le système de financement peut fonctionner à partir d'une supersubvention (l'Etat paierait tout) ou d'une contresubvention (ce serait les patrons qui paieraient tout, comme une dépense fixe qui ne serait pas sujette au dégrèvement à l'exportation).

C'est seulement dans la communication transmise par la Commission au Conseil en date du 19 juillet 1986 qu'il est fait mention de cette crainte de l'altération des conditions de la concurrence, en faisant jouer des variables différentes du système de la Sécurité sociale.

La question de la compétitivité réapparaît en examinant les limites fixées à la protection sociale et aussi du point de vue des perspectives biométriques. On a déjà indiqué comment à la C.E.E. et en Espagne, où le fait est plus accentué, la crise économique a entraîné une augmentation de la pression fiscale et sociale et, par voie de conséquence, des revenus de l'Etat, ce qui en définitive a freiné la récupération économique. De 1973 à 1982, les dépenses de l'Administration des Etats-Unis, en pourcentage calculé sur le PNB, ont augmenté de 4,3 pour cent (elles sont passées de 31,2% à 35,5%). Au cours de la même période, la C.E.E. a enregistré une hausse de 10,9 en passant de 39,9% à 50,8%.

Comme on peut le constater, la compétitivité affecte tant le système spécifique de financement de la Sécurité sociale (impôts, cotisations) que le niveau de l'étendue de la protection sociale (poids sur le PNB), ce qui détermine les nécessités de financement. Mais la compétitivité est affectée également par le vieillissement et la longévité de la population, ainsi que par la diminution du nombre des naissances, ce qui augmentera inexorablement les charges passives, en créant des nécessités de financement. Ce financement peut être supporté seulement par une population jeune qui décroît ou se stabilise ou qui ne trouve pas d'emplois, parce que la génération précédente s'est livrée à une consommation excessive en ne créant ni épargne ni investissement.

Il ne faut pas non plus passer sous silence le fait que les cotisations sont distribuées d'une façon ou d'une autre entre les patrons et les travailleurs. Les cotisations payées par les travailleurs sont sensiblement plus élevées aux Etats-Unis et au Japon (38,8% et 30,6%) que la moyenne de la C.E.E. (20,8%), laquelle est à son tour supérieure à la moyenne espagnole (17,5%). (Renseignements fournis par le B.I.T. pour l'année 1977). La quote-part du travailleur espagnol s'était abaissée à 14,75%.

Quoique les centrales syndicales allèguent que la cotisation à la charge de l'entreprise en ce qui concerne la Sécurité sociale est considérée comme un salaire différé, la réalité est tout autre: la différence énorme, qui sépare le concept "salaire reçu" par le travailleur de la définition du "coût de salaire payé" par l'entreprise, stimule les revendications de salaires et réduit au minimum le sens de participation des travailleurs, qui s'inclinent à considérer la fonction de la Sécurité sociale comme une subvention de l'Etat et non comme quelque chose qui leur coûte de l'argent ou qui puisse empêcher leur entreprise d'engager du personnel nouveau.

- c) Inflation. La hausse des prix, attribuée au financement de la Sécurité sociale est évaluée par les professeurs Prieto et Lasuén, elle justifie l'inflation enregistrée en Espagne dans une mesure allant de 20 à 30%.

d) Diminution de l'épargne. Comme on a pu le constater en lisant les tableaux 2 et 19, l'effet conjugué de l'augmentation des dépenses du secteur public en général et des prestations de la Sécurité sociale en particulier ont provoqué une diminution de l'épargne. M. Feldstein estime que d'une façon générale les systèmes de répartition réduisent la capacité de l'épargne d'Un pays de 50%.

Il est évident qu'à ces causes négatives d'autres peuvent y être ajoutées, mais il ne serait pas juste de ne pas reconnaître que la Sécurité sociale a eu aussi des effets favorables. Au tableau n° 16 on mentionne quelques effets positifs et négatifs, concrets, du système de la Sécurité sociale, selon les expériences obtenues en Espagne.

### 3.2 - Système de financement des pensions: Répartition et capitalisation

Le tableau n° 20 permet d'évaluer, graphiquement, les effets du système actuel de distribution et d'une capitalisation, comme on se le propose.

Peut-être vaut-il la peine d'avertir que, en toute technique actuarielle rigoureuse, il n'existe qu'un système qui est précisément celui de la capitalisation. Il comprend un espace, à l'une des extrémités duquel se trouve le système de capitalisation dit de "répartition" et, à l'autre extrémité, il y a celle que l'on dénomme "capitalisation individuelle". Cet espace offre une infinité de possibilités, parmi lesquelles émergent, en raison d'une meilleure adaptation aux fonds de pensions assurés, celles que l'on connaît sous le nom de "capitalisation collective" et "couverture de capitaux".

Dans l'exemple choisi, le terme "capitalisation" s'emploie par opposition à "répartition", au sens le plus large du mot.

#### 3 .2.1. - Système de répartition

Le secteur ABGH, encaissement total des actifs, se répartit entre la consommation des actifs, DEGH, et ce qui est payé pour les pensions financées par la consommation des passifs de la génération antérieure, qui n'a pas économisé, ABDE.

En arrivant à l'âge de la retraite, ligne verticale BEH, les actifs deviennent passifs. Qui fincera leur consommation, signalé dans le secteur EFHI? Naturellement, ce ne sera pas grâce à leur propre épargne, dépensée pour la consommation de la génération antérieure.

Leur consommation peut être financée seulement par la génération suivante. Mais ils savent que cela dépend:

- que la situation le permette,
- qu'une base suffisante de population active le rende possible,
- que la volonté politique de la génération suivante repose sur la solidarité. Dans le fond, ça a toujours été une génération antérieure qui a pris la décision d'appliquer le système de répartition, ce qui a permis de consommer ce qu'on devrait avoir épargné, ce qui fait que la nouvelle génération reçoit la charge d'une décision qu'elle n'a pas adoptée. Et la perte de l'épargne n'a pas permis à la génération suivante d'en tirer le moindre profit.

Michael J. Boskin parle de ce phénomène et lance l'avertissement suivant:

"Il pourrait se produire la plus grande polarisation de l'histoire des Etats-Unis depuis la guerre civile. Ce serait la première guerre entre générations".

- le rentier aura la sensation d'être sous la dépendance d'autres personnes, d'être une charge pour le développement économique de la génération suivante.

Camilo Pieschacon expose dans son important ouvrage sur "Fonds de pensions, théorie et praxis", page 120:

"Bien que subtil, il n'en est pas moins important l'influx psychologique que peut exercer la Sécurité sociale dans cette attitude, parce que, comme le signale Von Fustenberg, "si on a offert à une personne sur le point de prendre sa retraite des pensions ou des bénéfices croissants, elle considérera avec raison qu'elle a subi une élévation de son niveau de bien-être et de son patrimoine et qu'elle peut par conséquent augmenter ses dépenses proportionnelle-

ment à cette amélioration. Cependant, en agissant ainsi, il sera manifeste pour les membres les plus jeunes du monde du travail et pour les futures générations que ce bien-être n'est qu'une fiction. Ceci implique que le patrimoine national ira se réduisant, si nous définissons le patrimoine national comme la valeur présente ou actuelle du futur produit brut du capital humain, matériel et de la terre".

### 3.2.2 - Système de capitalisation

Le revenu des actifs étant égal,  $\underline{JKPQ} = \underline{ABGH}$ , et leur consommation l'étant aussi,  $\underline{MNPQ} = \underline{DEGH}$ , la différence consiste en ce qu'il n'y a pas de consommation des passifs, car ils vivent de leurs propres économies. Les actifs de cette génération doivent se préoccuper de constituer leurs économies, afin de financer leur propre consommation future.

En arrivant à l'âge de la retraite, ligne  $\underline{KNQ}$ , les actifs deviennent passifs. Leur consommation de nouveaux passifs sera financée avec une épargne accumulée à l'époque d'actifs, car elle ne dépend pas de la génération suivante.

Leur épargne, et celle des autres, assureront une meilleure économie à la génération suivante, ce qui les rendra moins vulnérable aux crises économiques plus lointaines.

- On ne peut en aucune façon considérer que c'est une charge pour la génération suivante.

### 3.2.3 - Comparaison

On peut affirmer dans les cas parfaitement clairs pris dans l'exemple que le système de répartition:

- est un frein à la longue au développement économique.
- augmente l'inflation en occasionnant des dépenses et en absorbant des ressources.
- peut provoquer du chômage, en particulier si le financement des pensions se fait essentiellement à la charge du système de production (cotisations d'entreprises et travailleurs).

A l'inverse, le système de capitalisation:

- stimule le développement économique en fournissant des capitaux au marché.
- diminue l'inflation en ne consommant pas la partie qui passe à l'épargne et en augmentant l'offre au moyen de l'investissement tiré de l'épargne.
- par voie de conséquence favorise la création d'emplois dérivant de l'investissement.

En réalité, les faits ne sont pas si simples et les formules viables ne sont presque jamais tout à fait blanches ou complètement noires, mais elles sont teintées d'un gris d'une intensité très diverse.

Le tableau n° 21 s'efforce de représenter une période de transition d'un système à un autre.

Comme on peut le constater, la capacité d'épargne de l'actif, abde, a deux directions, la rétroprojective pour financer l'ancien système de répartition, qui réduit sa surface à la moitié, triangle abd, (austérité pour les passifs), et la projective, génération partielle d'épargne pour l'avenir, bef.

Naturellement, l'austérité de la consommation de l'actif est possible, en gagnant ce qui est nécessaire pour financer la consommation du passif et sa propre consommation différée, le secteur dejk (modération du salaire qui sera seulement effective avec un système de capitalisation).

L'avenir présente un aspect hybride. La génération suivante devra faire face à une partie de la consommation future de celui qui est actif aujourd'hui et lui-même, grâce à ses propres économies, pourra faire face au reste de ses besoins. Le tableau n° 21 nous permet d'identifier un autre aspect important de la réforme projetée de la Sécurité sociale.

En effet, le secteur abd doit correspondre à la pension minimale vitale du premier niveau, à chaque moment.

La surface dbe correspond à la phase d'administration d'un fonds de pension du second niveau, professionnel, et le secteur bef concerne la phase d'exécution, le paiement des pensions, tiré d'un fonds de pensions, assuré ou non.

#### 4 - LES PROBLEMES DE L'AVENIR DES RETRAITES: SOLUTIONS POSSIBLES

Si nous la considérons avec rigueur, la crise de la Sécurité sociale offre deux solutions radicales:

- a) D'un côté, diminuer les prestations, en s'attendant aux répercussions sociales logiques, de signe négatif, appuyées sur le délicat problème des droits acquis qui revêtent une importance tout spéciale dans un Etat de droit démocratique.
- b) Augmenter les cotisations, autant qu'il est nécessaire, afin de conserver le système actuel, ce qui peut déboucher sur une aggravation du problème, si on fait cas des paroles d'un politicien belge: "On ne peut pas construire un paradis social sur un cimetière économique".

Il semble qu'aucune de ces deux solutions n'est satisfaisante. Il s'avère donc nécessaire de trouver un équilibre nouveau et différent de celui qui existe, entre ce qui est désirable sur le plan social et possible sur le plan économique.

En définitive, nous sommes obligés à chercher des systèmes plus complexes, des formules intermédiaires, pour trouver l'équilibre désiré: différer l'âge de la retraite, améliorer la gestion de la Sécurité sociale au moyen de la démonopolisation, etc.

Sans vouloir faire une analyse détaillée, qui dépasserait le cadre de ce travail, nous joignons en annexe au tableau n° 22 une hypothèse tout à fait personnelle de la réforme de la Sécurité sociale par niveaux, modalité d'administration et forme de financement et, au tableau n° 22, une analyse des formes de coopération privée avec la Sécurité sociale.



## 5 - REDUCTION DU POIDS DU SYSTEME DE REPARTITION

En se basant sur le tableau n° 21 on peut se livrer à des considérations nouvelles et intéressantes.

En effet, afin de réduire économiquement au minimum la surface abd, tout en évitant de provoquer des effets négatifs ou injustes sur le plan social, il est possible d'adopter toute une série de décisions.

L'hétérogénéité des systèmes législatifs en vigueur dans les différents pays de la Communauté et leur casuistique compliquée ne permettent pas de traiter la question d'une manière générale. Mais l'analogie du phénomène de la crise, la composition de la population et les prestations de base permettent d'espérer de pouvoir tirer quelques conclusions générales en s'appuyant sur le cas de l'Espagne.

### 5.1 - Age de la retraite

Le tableau n° 24, qui concerne l'expérience biométrique des Etats-Unis, signale dans la zone ombragée le coût supposé, en pourcentages de salaires du monde du travail, le transfert de fonds aux retraités, de 1977 à 2050, en raison de l'abaissement de l'âge de la retraite de 65 à 62 ans. Plus l'âge de la retraite est avancé, plus la période d'activité est longue et autosuffisante et le poids sur la population active en est allégé d'autant.

Dans leur livre publié récemment "L'épargne et la retraite", Dennis Kesler et Dominique Strauss-Kahn tentent de trancher le noeud gordien:

"Le problème ne consiste pas à opposer le système de répartition à celui de la capitalisation par le truchement de phrases justes mais tout à fait stériles. Il consiste à déterminer pour chaque catégorie d'individus quelle est la partie de la pension versée pour la retraite qu'il convient d'assurer par une voie ou par une autre".

"Une fois que la partie socialisée de la pension de retraite a été définie, c'est-à-dire le niveau des transferts des cotisants aux retraités, il faut apporter le complément de cette pension que certaines personnes peuvent désirer financer, de façon obligatoire, par le système de capitalisation".

Vouloir reculer l'âge de la retraite se heurte à des thèses comme celle de la distribution des emplois existants. La réalité est que les retraites anticipées n'ont pas démontré une grande efficacité en faveur de la création d'emplois. Les retraites prises brusquement ou anticipées ont causé des traumatismes à bien des personnes. Il n'est pas très évident que les prétendus avantages d'une retraite anticipée pour donner du travail à la jeunesse soient réels, en supposant qu'il en soit ainsi et que les places soient amorties. Il reste à savoir si cette mesure compense les inconvénients d'un poids croissant des passifs sur l'économie des actifs et les effets sur le chômage.

D'un autre côté, l'augmentation de la longévité, selon les renseignements fournis par les Etats-Unis, provoquera un boom des personnes de plus de 62 ans, (observez à ce sujet l'élévation de la courbe), qui restera stable uniquement (en pourcentage) si on établit l'âge de la retraite à 70 ans (tableau n° 25).

#### 5.2 - Dépuración de situaciones irregulares

Il n'est pas nécessaire de fournir davantage d'explications.

#### 5.3 - Incompatibilidad de pensiones múltiples horizontales del primer pilar

Les effets restrictifs, sur le plan économique, du système de répartition et l'effort que la pension minimum vitale suppose pour l'économie et pour l'emploi exigent que le caractère de minimum soit rigoureusement maintenu.

#### 5.4 - Coefficient de la retraite

Comme il est démontré au tableau n° 26, l'Espagne est de beaucoup le pays qui applique les coefficients les plus élevés pour les prestations de la retraite. Et ceci est vrai tant au niveau des revenus qui sont bas qu'à celui des revenus élevés. Le système d'augmentation excessive des tarifs de cotisations pour attraper des revenus oblige, sous peine d'annuler un droit acquis, à maintenir un système coûteux de solidarité pour des revenus élevés, quand il n'y en a pas besoin.

Les tableaux Nos 27 et 28 confirment ce phénomène numériquement. L'Espagne, ainsi que la Grèce, est le pays du monde occidental où le coefficient de retraite est le plus élevé, record qui se maintient jusqu'à un niveau de rentes de 30.000 dollars (environ 4,5 millions de pesetas). En ce qui concerne le veuvage, en cas de décès avant d'atteindre l'âge de la retraite, le type espagnol est le deuxième de tous les pays, deux points en-dessous de la Suisse et 138 points au-dessus de l'Angleterre.

#### 5.5 - Calcul de la base régulatrice

Il semble possible de pouvoir agrandir, dans certains cas, la période de la base du calcul, en vue d'éviter le poids excessif des dernières cotisations, versées parfois dans l'unique but d'élever la base de régulation.

#### 5.6 - Identification indubitable de la cause de la pension

Il est bien connu qu'un des subterfuges les plus courants en Espagne consiste à modifier la cause de la pension en la transformant de retraite pour vieillesse en retraite pour invalidité. Ce changement fait que le coût de la pension augmente de plus de la moitié. On calcule qu'il y a presque 700.000 pensions d'invalidité, qualifiées artificiellement, y compris la tolérance de beaucoup, car leur nature réelle correspond à des pensions de retraite.

#### 5.7 - Période d'actualisation.

L'article 50 de la Constitution espagnole dit:

"Les pouvoirs publics garantiront au moyen de pensions adéquates, actualisées périodiquement, la quantité financière suffisante en faveur des citoyens du troisième âge ...". (tableau n° 29).

Comme on le constate, le texte constitutionnel parle d'actualisation périodique, mais il ne précise pas quand cette actualisation doit avoir lieu ni la période qu'elle doit embrasser. Ce point est soumis à la décision politique.

La possibilité est importante, parce que, comme on le sait, une des méthodes qui ont été employées en Allemagne pour revitaliser les Fonds de pensions privés, et ils sont très développés de nos jours, a été de procéder tous les trois ans, au lieu de le faire chaque année, à la révision de la pension minimale vitale. Il est vrai cependant que le taux d'inflation en Allemagne a été bien inférieur à celui de l'Espagne au cours des années passées.

## 6 - INITIATIVES INTERNATIONALES

### 6.1 - De réduction des coûts

A l'assemblée tenue à Genève en 1983, le secrétaire de l'Association internationale de la Sécurité sociale faisait un rapport de quelques-unes des mesures adoptées pour réduire les dépenses de la Sécurité sociale par les divers gouvernements.

"Comme à la période antérieure, un des procédés les plus courants pour faire diminuer les dépenses a été d'ajourner ou de modifier les réajustements des prestations. Dans quelques cas, ces mesures ont revêtu une forme simple; par exemple, quand le réajustement périodique de la base est appliqué plusieurs semaines ou plusieurs mois après la date habituelle. Dans d'autres cas, le but visé a été la quantité du réajustement proprement dit: quelques pays ont imposé un plafond pour les prestations ou bien ils ont fait savoir que le montant des augmentations serait versé au cours des deux ou trois années suivantes, en évitant de la sorte que l'inflation ait une répercussion sur les niveaux annoncés et c'est pourquoi les personnes bénéficiant de prestations ont dû se contenter d'une diminution de la valeur réelle de leurs prestations; d'autres pays ont modifié les normes d'élaboration de l'indice, en ne tenant pas compte des prix de biens ou de services déterminés, car on supposant qu'ils provoqueraient une augmentation exceptionnelle ou encore qu'ils seraient augmentés pour des motifs exceptionnels. Un nombre croissant de pays accorde des augmentations pondérées des prestations, ce qui a l'avantage de permettre que les bénéficiaires des prestations les plus faibles sont complètement protégés contre l'inflation, bien que les bénéficiaires les plus avantagés reçoivent seulement une compensation partielle".

"On a essayé aussi de faire des économies en modifiant le mode de calcul des prestations et en modifiant les normes sur la détermination des dates qui correspondent aux paiements. Dans les deux cas il y a eu une tendance à une application plus stricte du principe de l'assurance, c'est-à-dire en établissant un rapport plus étroit entre la valeur des prestations et les cotisations payées. Dans un pays on a donc aboli la prestation minimale en pensant que les bénéficiaires de pensions de

vieillesse, sans autre source de revenus, aient droit en tout cas à l'assistance sujette à la vérification des ressources, tandis que dans quelques autres pays la condition de la durée des prestations, en particulier celle de chômage, a été supprimée pour les travailleurs qui ont été assurés seulement pendant une période relativement courte".

"Les conditions exigées pour avoir droit aux prestations sont devenues bien plus rigoureuses dans un certain nombre de pays, principalement en ce qui concerne le chômage. On applique à présent des critères plus sévères, afin de pouvoir déterminer si le chômeur est en mesure de travailler et s'il démontre un intérêt suffisant pour trouver un autre emploi. Quand les chômeurs n'acceptent pas un poste de travail proposé par le bureau d'embauche, les sanctions adoptées alors sont bien plus graves. Les bureaux d'embauche ont été autorisés à proposer des emplois qui sont moins en rapport aux aptitudes et aux salaires antérieurs de l'intéressé. Dans de nombreux régimes de Sécurité sociale, de nouvelles dispositions apparaissent ou les anciennes deviennent plus strictes, selon lesquelles la prestation peut être retenue pendant un certain nombre de semaines ou de mois, par exemple quand les indemnisations de renvoi ou la paie de vacances ont été payées, si le travailleur a abandonné son poste sans cause justifiable ou pour mauvaise conduite ou bien si le travailleur a perçu antérieurement des revenus élevés, non habituels. Quelques pays exigent des conditions pour avoir droit aux prestations pour incapacité, plus rigoureuses que par le passé et, dans certains cas, ils les suppriment après avoir procédé à une révision".

Cette longue citation a pour objet de démontrer la sensibilité des différents gouvernements des pays industrialisés en face des problèmes qui se présentent à la suite de la hausse insupportable des coûts de la Sécurité sociale.

## 6.2 - De l'impulsion donnée aux Fonds de pensions

L'option des Fonds de pensions se présente dans bien des pays comme une raison d'espérance en l'avenir. Le terme "fonds" est employé dans son sens le plus large, c'est-à-dire comme synonyme de plans de pensions collectives privées.

Il semble évident que l'importance des Fonds de pensions privées aux Etats-Unis, bien supérieure à celle des plans de pensions gouvernementaux, est l'exemple valable du but qu'il est possible d'atteindre, naturellement en y adaptant les moyens convenables qui s'harmonisent avec cet objectif (tableau n° 30).

Le tableau n° 31 montre la capacité de l'épargne institutionnelle de l'assurance privée, tant par le truchement d'opérations d'assurance-vie individuelles ou en groupe (première colonne), comme les Fonds de pensions assurés.

Ce n'est pas l'effet du hasard que, dans les pays latins, le montant insignifiant des Fonds de pensions coïncide avec le faible développement de l'assurance-vie.

Et ce n'est pas un hasard, psrce que l'une des causes jouant dans le faible développement de l'assurance-vie privée (à part une inflation comparativement supérieure et l'intervention de l'administration de l'Etat dans les compagnies d'assurances des pays latins) est due au fait que les systèmes de pensions versées par l'Etat. selon la méthode de répartition, absorbent la capacité d'épargne des entreprises et des travailleurs et il n'existe pas de terrain législatif ni économique pour préparer des pensions privées élevées par le système de capitalisation.

Le tableau n° 31 confirme le contenu du tableau n° 32, qui placent a Portugal, l'Espagne et l'Italie au premier rang de l'effort de contribution totale et de Sécurité sociale. Il ne reste pas de capacité pour l'assurance privée.

De là découle l'importance, le besoin et l'occasion d'introduire l'image des Fonds de pensions.

Comme l'expose Martin Jansen dans son ouvrage "Le système suisse de Sécurité sociale", en se rapportant aux problèmes de son pays, "le travail empirique réalisé à notre institut suggère que l'expansion d'un système collectif, financé par répartition simple, conduise à une réduction globale de l'épargne nationale. On espère cependant qu'un accroissement du système de Fonds de pensions conduise à une augmentation" et cet auteur calcule que

le montant approximatif que peuvent atteindre les Fonds de pensions est de 150 billions de francs suisses et de 90% du revenu national.

### 6.3 - Conditions essentielles pour le développement des Fonds de pensions

Il ne conviendrait pas de terminer ce chapitre sans mentionner les deux conditions nécessaires pour la mise en place des Fonds de pensions ou, si l'on préfère, en se reportant au tableau no 21, pour augmenter la surface du triangle dbe.

Les exigences nécessaires pour rendre viables les Fonds de pensions, à part les raisons politiques et macro-économiques, sont essentiellement les deux suivantes: une fiscalité adéquate et une diminution des cotisations versées à la Sécurité sociale par les entreprises.

#### 6.3.1 - Fiscalité adéquate

Au sujet de la nécessité d'avoir une fiscalité adéquate, il suffira de dire que si cette question n'a pas été résolue auparavant, selon la ligne marquée par d'autres pays du monde occidental, l'alternative des Fonds de pensions ne passera pas des colonnes du BOE (Journal officiel) à la vie réelle.

#### 6.3.2 - Capacité d'épargne pour la prévision professionnelle et libre

Au sujet de la nécessité d'une diminution du poids de la Sécurité sociale sur les entreprises pour leur permettre de récupérer la capacité d'épargne nécessaire pour constituer leurs Fonds de pensions propres, il semble que c'est une exigence aussi évidente en théorie que difficile à réaliser dans la pratique, en raison de ce que l'on appelle l'inertie expansive de la Sécurité sociale et sa tendance à percevoir les fonds.



7 - LE PROBLEME DES DROITS ACQUIS A LA TRANSITION D'UN SYSTEME DE REPARTITION A CELUI DE LA CAPITALISATION

L'équilibre entre ce qui est socialement désirable et économiquement possible passe par la restriction de ce qui est en outre politiquement viable.

A mon avis, la viabilité politique passe nécessairement par ces deux exigences: d'une part, l'exigence juridique du respect des droits acquis, et, d'autre part, l'exigence économique et sociale suivant laquelle l'ensemble des prestations que perçoivent les travailleurs au moment de leur retraite par le truchement d'un système mixte de répartition (premier pilier) et de capitalisation (deuxième et troisième piliers) ne peut pas être inférieur à ce qui serait reçu si on ne modifiait pas le système actuel de retraites.

Le problème du respect des droits acquis ne concerne pas tellement le terrain juridique, mais plutôt le terrain économique. Un Etat de droit, qui a modifié une législation et adopté un système de répartition, en vertu duquel les retraités, qui le sont actuellement, ont acquis des droits légalement, ne peut pas nier de façon valide l'existence de ces droits et par conséquent il est évident qu'il faut que l'Etat continue à financer pour maintenir ces situations jusqu'à ce qu'elles prennent fin.

Moins claire est la situation des droits acquis des personnes qui, tout en restant en activité, ont cotisé à la Sécurité sociale, en s'acquittant de la part de paiement leur correspondant, tant elles-mêmes que les entreprises, dans le cadre d'un système juridique, en vertu duquel l'Etat assumait l'obligation de verser des contre-prestations pour l'avenir. Bien que la question ne soit pas facile à résoudre, il est évident que si l'on tient compte de l'âge et des cotisations versées, il est alors possible de calculer le niveau des obligations actuelles (valeur actuelle), au moment de changer le système. En d'autres mots, c'est l'évaluation des droits acquis jusqu'à un moment déterminé. Je passe sous silence, à dessein, quel doit être le système de capitalisation qui doit être appliqué pour évaluer le montant de ce droit perçu et acquis jusqu'à ce moment-là.

Après avoir résolu le problème antérieur, on peut affirmer, raisonnablement, qu'à l'avenir on peut agir librement. Personne ne met en doute les droits acquis par une personne à un niveau de prestations en fonction de critères d'ancienneté, de cotisations payées, etc. Mais il n'y a pas de droits acquis par rapport à un système déterminé qui peut être changé parfaitement et légitimement par un parlement en fonction de l'intérêt général.

En progressant dans le développement de la thèse, il faut mettre sur pied un système complémentaire tel que la somme de l'évaluation des droits acquis, à leurs valeurs correspondantes, chaque année, plus la somme des systèmes complémentaires ou supplémentaires de pensions obtenues par un système de capitalisation, ne soit pas inférieure à ce que le travailleur actuel aurait pu espérer, au cas où le système actuel aurait été conservé.

Naturellement, ceci veut dire que l'Etat devra continuer à faire face à toutes ses obligations contractées envers les retraités actuels, jusqu'à ce qu'elles expirent et, en outre, imaginer un système pour respecter les droits acquis des travailleurs actuellement en activité pour arriver au moment où ils passeront à la situation de passifs.

Au contraire, avec le nouveau système de capitalisation, l'Etat serait notablement déchargé en ce qui concerne l'avenir des personnes en activité, au fur et à mesure qu'ils seront incorporés au système de capitalisation. Cette exonération d'obligations publiques irait en croissant, à mesure que le système de capitalisation se développerait. Et tout cela aurait lieu indépendamment des nouvelles ressources fiscales que l'investissement des actifs à long terme, représenté par les fonds de pensions et les réserves mathématiques des compagnies d'assurance-vie, supposent pour le développement économique et par corrélation pour la croissance de la base impositive.

En arrivant à ce stade du raisonnement, les autorités se demandent toujours quel est le montant de la dette représentative des droits déjà acquis, appelé en Espagne, dans le langage familier, le "trou" de la Sécurité sociale.

En tout cas, c'est une dette qui est amortie à terme . C'est pourquoi le financement instantané de la totalité de la dette ne sera pas exigé immédiatement.

Le problème sera d'autant plus nécessaire et difficile à résoudre à la fois que, comme il arrive en Espagne, le financement de la Sécurité sociale au moyen d'impôts est très faible par rapport au financement par voie de cotisations.

Indépendamment des mesures de politique générale de réduction du déficit public et d'obtention de ressources en passant par l'élimination de dépenses somptueuses et de l'efficacité de la gestion, l'Etat est en mesure d'émettre une dette, à terme variable, pour pouvoir faire face aux obligations à assumer et même si la gestion est démonopolisée, pour fournir des fonds aux administrateurs, dans le but de garantir le paiement des pensions acquises par le système de répartition.

La croissante libéralisation des futures obligations de l'Etat, due au changement de système, doit lui permettre de créer des ressources à long terme, afin de financer la dette, dans sa totalité ou dans sa plus grande partie.

D'autre part, si la transition d'un système de répartition à un système dont le principal composant est la capitalisation est une décision qui doit être adoptée avec rapidité, tant sur le plan juridique que politique, son exécution peut être échelonnée avec le temps en vertu des circonstances économiques et sociales du moment et de l'endroit.

## 8 - LE PERFECTIONNEMENT DE LA GESTION DE LA SECURITE SOCIALE ET LES NOUVELLES TECHNOLOGIES

Quand tant l'alternative de diminuer les prestations que celle de freiner la croissance économique et de drainer l'emploi en augmentant le financement de la Sécurité sociale sont des opérations si douloureuses, augmenter l'efficacité de la gestion devient un impératif éthique.

Jusqu'ici on a tenté de fournir des réponses à quelques problèmes en rapport avec le système de financement de la Sécurité sociale (qui est lié à l'économie et à la biométrie) et avec le système de financement de prestations déterminées (capitalisation ou répartition).

Il existe un troisième aspect qui garde un rapport tant avec le financement qu'avec la qualité des services et avec l'économie de la gestion. Cet aspect se rapporte à l'application de nouvelles technologies.

Tout le monde admet sans difficulté que l'application de la technologie de l'informatique, bureautique, télématique, etc. doivent apporter une amélioration dans la qualité des services et une diminution des coûts.

Une première phase, qui est préalable à l'informatique, est celle d'une rationalisation préalable de la gestion et des processus opératifs. Informatiser un mauvais processus, c'est informatiser une erreur.

C'est pourquoi il faut reconsidérer les objectifs sociaux (prestation ou paiement de services) et économiques (avec le moindre coût possible) et en fonction de ces objectifs il faut établir un système qui leur est adéquat.

Il semble évident que la démonopolisation de la Sécurité sociale et la mise en place de critères de gestion privée, même quand la gestion est effectuée par des organismes publics, offrent de grandes possibilités d'amélioration. L'utilisation de budgets à base zéro, de l'analyse systématique de contrôle budgétaire et de gestion, l'établisse-

ment de circuits de décision, de correction immédiate, etc. en fonction de la rapidité et de l'abondance de l'information fournie par l'informatisation, sont des éléments indispensables.

L'abandon du régime de "cotisations globales" et son remplacement par celui de "cotisations et prix individuels par prestations" rendrait possible une analyse des coûts, ce qui permettra de déceler les problèmes dans le secteur où ils seront soulevés.

La concurrence entre le secteur public et le privé, pour les mêmes prestations, améliorera l'efficacité de chacune des parties et à la fois la satisfaction des bénéficiaires de cette concurrence. D'un autre côté, l'élaboration de coûts standard permettra de mesurer les niveaux d'efficacité des secteurs respectifs.

La décentralisation des décisions grâce aux terminales d'ordinateurs et leur distribution en processus rationalisés au préalable doivent impliquer que les décisions seront prises rapidement.

La collaboration entre les secteurs publics et privés, surtout dans le domaine des prestations maladie, doit permettre une utilisation optimale des ressources de chaque pays, sans double emploi et sans les lacunes qui découlent de l'absence de connexion.

Il est clair que l'application de critères de gestion privée doit éliminer toute possibilité de se servir de la Sécurité sociale comme un instrument de captation de clientèle politique.

L'utilisation de l'informatique doit être un élément clé pour réduire le temps excessivement long mis à faire suivre la filière à des dossiers déterminés, par exemple ceux des pensions.

La bureaucratie gigantesque consomme des ressources qui sont tirées DE L'économie, mais qui ne sont pas destinées aux bénéficiaires, ce qui est précisément tout le contraire des objectifs économique et social recherchés par la Sécurité sociale et c'est un problème par-

ticulièrement grave quand il y a une situation de crise et que les ressources sont rares.

En résumé:

- a) La démonopolisation en ce qui concerne la gestion.
- b) L'application graduelle de systèmes de capitalisation.
- c) La mise en marche de techniques de gestion privée dans les systèmes publics de Sécurité sociale.
- d) Les mesures en faveur de la constitution des Fonds de pensions, par voie législative et fiscale.
- e) L'informatisation de la gestion.

Cet ensemble d'actions doit fournir une part importante des ressources nécessaires pour atteindre les objectifs financiers et sociaux recherchés et pour améliorer le degré de satisfaction et le niveau relatif des prestations. En outre, ces mesures doivent faciliter à court terme la transition difficile vers une Sécurité sociale plus rationnelle et plus juste.

Je voudrais préciser que la démonopolisation ne veut pas dire que la Sécurité sociale doit être démantelée, sous son aspect de secteur public, ni qu'elle doit être supprimée comme mécanisme de protection, mais précisément qu'elle doit être consolidée. La démonopolisation suppose tout simplement, sous la réserve du contrôle public pertinent et sous la direction d'un régime juridique convenable, que des entreprises privées puissent collaborer dans la gestion de la Sécurité sociale avec des conditions équivalentes.

Au sujet du mode de fonctionnement des formes de collaboration (tableau n° 23), je m'en rapporte aux quatre formes de coopération positives qui sont décrites dans mon ouvrage "Problèmes de gestion en rapport avec la crise de l'économie et de la Sécurité sociale", présenté au Colloque du Comité Européen des Assurances, tenu à Zurich, en 1984, sous la devise générique "Assurer l'avenir". Ces quatre formes sont: la gestion déléguée, par supplément, par sous-contrat, par complément, à laquelle il faut ajouter, naturellement, la gestion directe légalement autorisée.

Dans cette catégorie, la gestion directe, la déléguée et celle de sous-contrat pourraient être appliquées dans le domaine du premier pilier et les deux autres, celles de supplément et de complément, dans la zone du troisième pilier.

## 9 - LES FONDS DE PENSIONS ET L'ASSURANCE

### 9.1 - Liens existant entre ces deux concepts

En 1970, le BIT a édité un livre qui s'intitule en espagnol "Introducción a la Seguridad Social".

En ce qui concerne la fonction de l'assurance et la question des pensions de retraite, l'OIT reconnaît que:

"Les compagnies d'assurances ont un rôle important à jouer en tant que complément de la protection offerte par les régimes de sécurité sociale, dont les prestations sont souvent considérées insuffisantes par les secteurs les plus favorisés de la population. De nos jours, on a recours principalement à ces compagnies pour s'assurer des pensions complémentaires, fonction techniquement compliquée qu'elles peuvent remplir mieux que personne. Par ailleurs, au cours de ces dernières décennies, les compagnies d'assurances ont pris à leur charge les régimes de pensions antérieurement administrés par les employeurs, après les avoir organisés sur des bases plus solides. Elles ont ainsi vendu dans le monde occidental des polices qui garantissent des pensions complémentaires aux travailleurs de milliers d'entreprises d'une importance moyenne et même de petites entreprises d'une prospérité relative. Il y a eu une tendance de plus en plus grande, en particulier dans les pays industrialisés, à l'expansion et à la prolifération de ces régimes privés de pensions à la charge des employeurs qui sont devenus un élément important de la protection générale dont jouissent les travailleurs à l'abri des principales contingences défavorables". (pages 10 et 11).

Comme l'a exprimé un auteur espagnol dans un ouvrage bien documenté, du mois de février 1980, intitulé "Système de plans de pensions", les Fonds de pensions répondent à des façons d'envisager se rapprochant beaucoup du concept de l'assurance-vie.

Cette proximité fait que sur le marché international on observe une correspondance entre les compagnies d'assurance-vie et les administrateurs des fonds de pensions, qui coïncident généralement. C'est bien pourquoi les assureurs-vie comptent sur des procédés de gestion et d'investissement similaires, à la rigueur identiques, à ceux qui sont applicables aux fonds de pensions:

l'épargne tirée des réserves mathématiques, propre aux assurances-vie est une des méthodes qui offrent la plus longue période de maturité et c'est une raison pour laquelle on les achemine de préférence vers le marché de capitaux à plus long délai. Cette modalité explique l'attitude anti-inflationniste de l'assurance-vie et des fonds de pensions; elle explique aussi leur capacité potentielle et croissante de créer des emplois.

Le tableau n° 33 recueille les systèmes de prévision privés des pays les plus développés, sous cet aspect, au point de vue garanties, prestations et gestion.

Comme on peut le constater, la gestion est grandement influencée par l'intervention des compagnies d'assurances, tant par la voie des Fonds de pensions assurés que, en concurrence avec d'autres organismes, que les fonds non assurés.

Le tableau n° 34 est plus explicite que le tableau n° 33 en indiquant les quantités dont disposent les Fonds de pensions assurés et non assurés. Hipólito Sánchez signale qu'aux Etats-Unis "Trois sociétés d'assurance-vie seulement ont administré en 1978 des Fonds de pensions d'un montant de 50 milliards de dollars (20 milliards par la "Prudential Insurance", 18 par la "Equitable Life Insurance et 12 milliards par la "Metropolitan Life").

"Evidemment, il faut chercher l'origine de ce phénomène dans la Sécurité sociale américaine qui, depuis toujours, offre des niveaux très bas, en permettant à l'initiative privée de jouer le plus grand rôle".

## 9.2 - Fonds de pensions: Assurés et Non assurés

En ce qui concerne la terminologie de "fonds assurés" et "non assurés", des doutes ont plané fréquemment sur le contenu précis qui doit être donné à chacun de ces termes.

M. Javier Soler Bordetas, qui a obtenu récemment le prix Rey Juan Carlos, définit les fonds de pensions assurés en ces termes:



"Les fonds de pensions sont des institutions d'assurance privée et de prévision; ils doivent être sutorisés, favorisés, pris en tutelle, contrôlés et surveillés par l'Etat. Ils ont pour but de GARANTIR la réception de prestations économiques, stipulées au préalable, sous forme de capital ou de rente, pour protéger des situations dérivées des contingences qui affectent la vie humaine".

Peut-être que la meilleure définition des fonds de pensions prut être donnée du point de vue fonctionnel.

En principe, d'un point de vue fonctionnel, le tableau n° 35 explique, mécaniquement, le fonctionnement d'un fonds de pensions. En se basant sur ce graphique, on pourrait dire a grosso modo que le dessin correspond à un fonds de pension non assuré (l'eau qui sort est celle qui est entrée par les divers robinets) et que les caractéristiques du fonds de pension assuré sont que le robinet des pensions va laisser sortir un courant constant et déterminé à l'avance, quel que soit le niveau des trois jets d'entrée, parce que la compagnie d'assurances assume le risque d'ajouter, à la charge de ses réserves et pour le compte de sa solvabilité, le flux de liquide supplémentaire qui sera nécessaire.

Le tableau n° 36 permettra de mieux faire ressortir la différence opérative entre les fonds assurés et les non assurés.

Comme ce tableau permet de constater, les fonds assurés sont, logiquement, administrés par une compagnie d'assurances, en une seule opération, et c'est pourquoi, bien qu'en théorie on distingue la phase de gestion (cadre A) de la phase d'exécution (cadre B), il s'agit en réalité d'une opération indivisible, de la même manière que dans une police d'assurance-vie mixte les opérations d'épargne et de garantie de risque de mortalité sont unifiées dans une même police et font l'objet d'une même gestion. Mais ceci ne veut pas dire que dans la Note technique on n'établisse pas de différence entre les deux facteurs ou que, aux fins d'analyse, comme il est indiqué dans ce tableau, nous ne puissions pas distinguer parfaitement ces deux phases.

Pour les fonds non assurés, même pas partiellement, dans la phase de gestion (cadre C), il est indispensable d'établir une séparation entre la phase de gestion et celle de l'exécution.

Cette dernière doit être toujours assurée, nécessairement, parce que le fait d'assurer les risques encourus par la vie humaine est une fonction exclusive des assurances.

Le cadre E représente un intermède supposé, dans lequel le fonds non assuré, dans sa phase de gestion, peut assurer certains risques précis, comme par exemple le veuvage par mort prématurée ou l'invalidité; en effectuant la gestion, sans avoir recours à l'assurance, des fonds qui en leur temps serviront pour assurer les pensions de retraite correspondantes.

Ceci tend à démontrer que la différence entre un fonds de pensions assuré et un autre non assuré existe seulement dans la phase de gestion, puisque dans la phase d'exécution il s'agit toujours d'un risque assuré. Donc, la différence essentielle entre un fonds qui est assuré et celui qui ne l'est pas, se trouve dans la garantie d'assurance des prestations finales, dès le premier moment et, naturellement, dans l'application des techniques actuarielles appropriées pour rendre possible cette opération d'assurance ou cette garantie.

10 - NORMES COMMUNAUTAIRES EN MATIERE DE FONDS DE PENSIONS ET D'ASSURANCE

Directive CEE du 5 mars 1979

La première directive du Conseil de la C.E.E. sur la coordination des dispositions législatives concernant l'accès à l'activité de l'assurance-vie et au pouvoir de l'exercer, en date du 5 mars 1979, s'occupe de régulariser l'activité des assureurs en matière de fonds de pensions assurés et non assurés.

Cette directive a été mise en application en Espagne à partir du premier janvier 1986 et elle a été reproduite presque littéralement par les articles 1 lettre d) et 2 bis de la loi sur l'assurance privée en date du 2 août 1.984.

L'article 2, lettre C, qui a trait aux opérations soumises au domaine tracée par cette directive, dit ce qui suit (tableau n° 37):

- c) Les opérations de gestion de fonds collectifs de retraite, c'est-à-dire les opérations qui, pour l'entreprise impliquée, consistent à administrer les investissements et essentiellement les actifs représentatifs des réserves des organismes qui versent des prestations en cas de décès, en cas de vie ou en cas de cessation ou de réduction des activités".

On peut en tirer les déductions suivantes:

- a) Qualification des compagnies d'assurances pour administrer des fonds non assurés.
- b) Distinction correcte entre la phase d'administration et la phase postérieure du service d'assurance.

De son côté, la lettre d) du même article établit:

- d) Les opérations comprises au paragraphe c) quand elles sont combinées avec une garantie d'assurance qui se rapporte soit à la conservation du capital soit à la garantie d'un intérêt minimum". (tableau n° 38)

Comme on peut le constater, la systématique communautaire est absolument orthodoxe: dès qu'on garantit un capital ou un intérêt minimaux, l'opération devient une assurance.

Le professeur Fernández-Rañada, actuel Directeur Général des Assurances, commente en ces termes les normes communautaires dans son ouvrage sur le traitement légal des Fonds de pensions, présenté au Séminaire placé sous le patronage de la Bourse de Madrid, tenu en novembre 1983:

"Comme on le constate, la citation communautaire présente deux modes d'agir de la compagnie d'assurance: la gestion des "Fonds de pensions non assurés", où l'activité de la compagnie se limite à l'administration des ressources, et l'intervention dans le cas des "Fonds de pensions assurés" où l'assureur garantit des rendements minimaux et/ou le maintien du capital ou patrimoine du Fonds".

La directive communautaire va encore plus loin et, dans son article 19-número 3, elle soumet au domaine de la directive (tableau n° 39):

"Les opérations qui dépendent de la durée de la vie humaine, définies ou prévues par la législation des assurances sociales, quand elles sont mises en pratique ou sont administrées conformément à la législation d'un Etat membre de la part des entreprises d'assurances et pour leurs risques et périls".

Comme on l'avertit, rien n'empêche une compagnie d'assurance de faire des opérations au régime des assurances sociales, à la condition qu'elle assume un risque et que la législation le lui permette. C'est pour cela que dans notre proposition de pension minimale de vieillesse du premier pilier nous avons proposé la gestion mixte, en harmonie avec l'ouverture de la directive communautaire inspirée, sans doute, par celles qui ont été présentées au nord de l'Europe qui, dans ce domaine, concèdent un grand champ d'action aux compagnies d'assurances privées.

Luis Perrote, dans son ouvrage "Politique de réserves et solvabilité des Fonds de pensions", présenté aux Troisièmes journées sur les Fonds de pensions et les nouveaux actifs financiers, tenues à Madrid, souligne que , si l'objectif des Fonds de pensions est de "garantir le versement de prestations économiques, stipulées au préalable, sous forme de capital ou de rente, pour assurer une protection contre des situations dérivant des contingences qui affectent la vie humaine", il faut en déduire que les Fonds de pensions devront être constitués selon un système financier-actuariel "d'où doivent naître ses réserves techniques et sa solvabilité".

Cet auteur suggère avec perspicacité que "ce n'est pas par hasard que ce soit précisément la même directive de la CEE sur l'assurance-vie qui, en comprenant dans le domaine du droit des assurances les Fonds de pensions garantis, exige d'une manière très stricte tant la constitution de réserves techniques suffisantes que la création de ladite Marge de solvabilité qui fait l'objet d'une norme énoncée à l'article 19 de cette directive".

Cette voie signalée par Luis Perrote est tout spécialement opportune pour permettre d'aborder un thème qui ne peut être esquivé. En effet, l'article second de la directive de la CEE, au numéro 3, dit ce qui suit:

"La présente directive ne se rapporte pas à:

.....

- 3) Les opérations effectuées par des organismes différents des entreprises mentionnées à l'article premier, dont le but est de verser aux travailleurs, salariés ou non, groupés dans le cadre d'une entreprise ou d'un groupe d'entreprises ou encore d'un secteur professionnel ou interprofessionnel, des prestations en cas de mort, en cas de vie ou en cas de cessation ou de réduction d'activités, quoique les engagements découlant de ces opérations soient intégralement couverts ou non par des réserves mathématiques et à n'importe quel moment".

Dans la pratique rien n'empêche à un administrateur non assureur d'assurer avec une compagnie d'assurance une partie plus grande ou plus petite des risques inhérents à un fonds, qui serait garanti pour eette quantité, en réservant pour le fonds le risque de la gestion du reste qui, pour cette autre fraction, ne bénéficierait pas de garantie,

Cette souplesse des alternatives offertes entre les concepts purs de fonds garanti et non garanti, unie à la concurrence propre à une économie de marché et aux relations existant entre des administrateurs assureurs et non assureurs, très fréquentes et bien souvent très intenses doit permettre que, tout en conservant le respect dû aux concepts techniques et juridiques, le marché offre une gamme presque illimitée d'alternatives qui satisfassent toutes sortes de besoins en matière de pensions et de financement de l'économie.

TABLEAU N° 1

CONTEXTE SYSTEMATISE

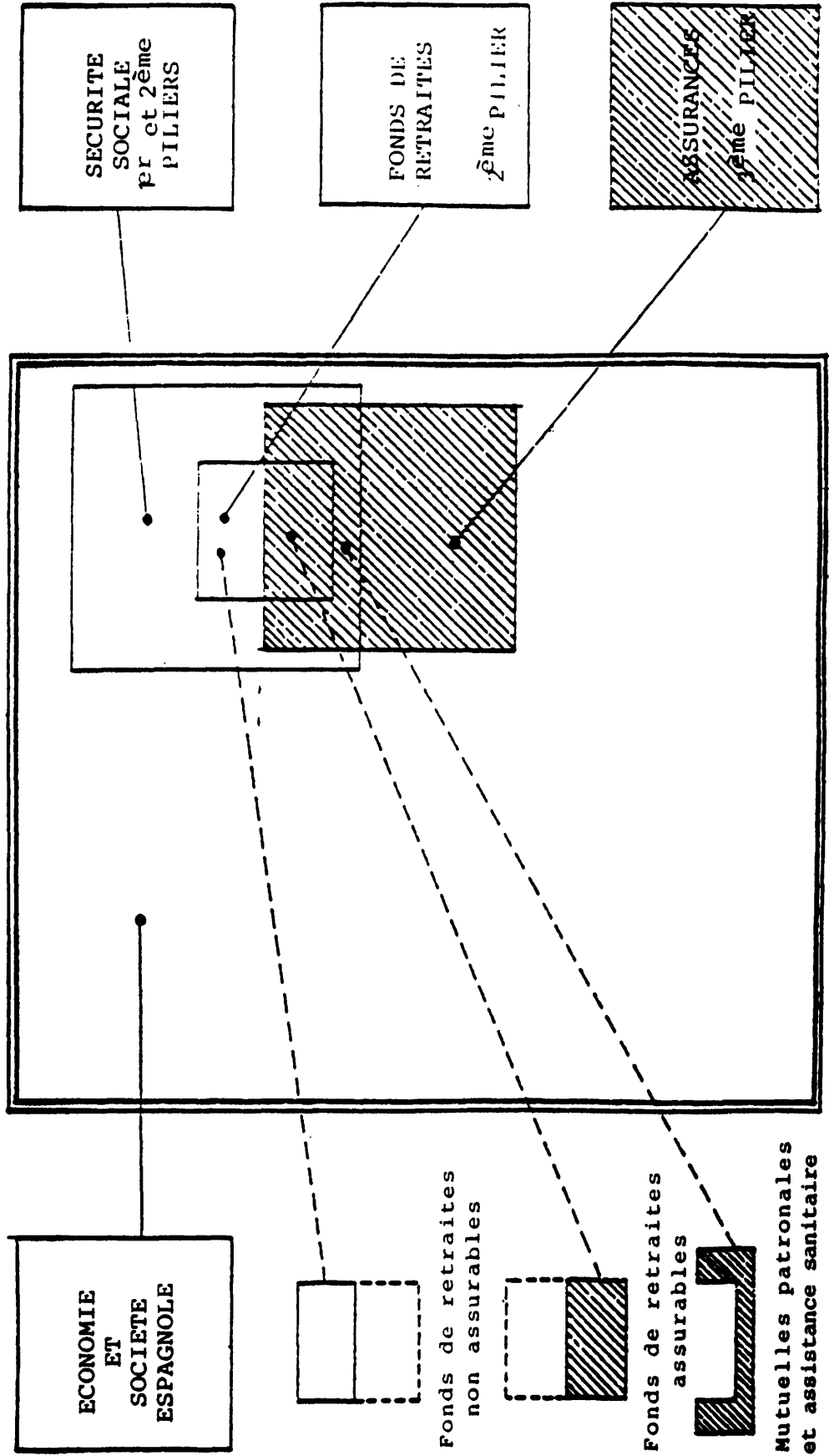


TABLEAU No 2

L'EFFET DE LA CRISE ECONOMIQUE

<u>CONCEPT</u>	<u>PERIODE 1.974-1.982</u>		
	<u>ESPAGNE</u>	<u>OCDE EUROPE</u>	<u>OCDE TOTALE</u>
CROISSANCE DU P.I.B	+ 1,50	+ 1,75	+ 2,25
PRIX A LA CONSOMMATION	+ 17,25	+ 11,50	+ 9,75
COUTS LABORAUX UNITAIRES (INDUSTRIE MANUFACTURIERE)	+ 19,00	+ 10,25	+ 8,50
TAUX DE CHOMAGE	+ 8,34	+ 6,25	+ 5,75
EMPLOI TOTAL	- 2,25	0,00	+ 0,75
INVESTISSEMENT FIXE	- 2,00	0,00	+ 1,75



TABLEAU NO 3

CHOMAGE, EMPLOI ET REVENUS  
EUROPE, ETATS-UNIS ET JAPON

	TAUX DE CHOMAGE EN % DE LA POPULATION ACTIVE TOTALE			ECART ENTRE L'EVOLUTION DES SALAIRES REELS PAR TETE ET LE PIB EN VOLUME PAR PERSONNE ACTIVE (A)		
	CE	USA	JAPON	CE	USA	JAPON
MOYENNE 1961-70	2,1	4,6	1,2	100,0	100,0	100,0
1.973	2,4	4,5	1,3	106,4	103,3	100,7
1.975	4,1	8,0	1,9	114,0	106,5	107,2
1.978	5,2	5,7	2,2	112,3	105,4	104,2
1.980	5,8	6,7	-2,0	113,0	106,8	98,7
1.983 (ESTIMATION)	10,8	10,1	2,4	116,8	109,2	97,9
	SALAIRES REELS PAR TETE Δ % P.A. (B)			PIB EN VOLUME PAR PERSONNE ACTIVE Δ % P.A.		
1961-73	4,9	2,5	7,6	- 4,4	2,1	8,5
1974-80	2,5	0,3	2,3	1,6	- 0,2	2,8
1981-83 (ESTIMATION)	1,1	0,5	1,4	- 0,0	- 0,2	1,7
	EMPLOI Δ EN % P.A.			PIB EN VOLUME Δ % P.A.		
1961-73	0,24	2,0	1,2	4,6	4,0	10,3
1974-80	0,13	2,0	0,85	2,3	2,2	3,7
1981-83 (ESTIMATION)	- 1,4	0,2	1,1	0,1	0,8	3,1

(A) INDICES 1.961-70 = 100, INDICE DE LA RÉMUNÉRATION DES SALARIÉS PAR SALARIÉ DÉFLATÉ AVEC LE PRIX À LA CONSOMMATION PRIVÉE ET DIVISÉ PAR LE PIB EN VOLUME PAR PERSONNE ACTIVE.

(B) DÉFLATÉS AVEC LE PRIX À LA CONSOMMATION PRIVÉE.

SOURCE: "RAPPORT MM. ALBERT ET BALL" POUR LE PARLEMENT EUROPEEN.

TABLEAU N° 4

CHOMAGE

P A Y S	1.973	1.974	1.975	1.976	1.977	1.978	1.979	1.980	1.981	1.982	1.983	1.984
FRANCE	2,6	2,8	4,1	4,4	4,7	5,2	5,9	6,3	7,3	8,0	8,25	9,25
ALLEMAGNE	1,2	2,6	4,7	4,6	4,5	4,3	3,8	3,8	5,5	6,8	8,5	9,2
ITALIE	6,4	5,4	5,9	6,7	7,2	7,2	7,7	7,6	8,4	9,1	10,0	10,5
HOLLANDE	2,8	3,5	5,0	5,3	5,1	5,0	5,1	5,9	9,0	---	---	---
PORTUGAL	---	1,8	4,5	6,4	7,5	8,1	8,2	7,8	8,2	---	---	---
ROYAUME-UNI	2,7	2,7	4,1	5,7	6,2	6,1	5,7	7,4	11,4	11,0	11,5	11,5
ESPAGNE	2,5	2,9	4,7	5,3	6,3	8,2	10,1	12,6	15,4	17,1	18,4	19,1
ETATS-UNIS	4,9	5,6	8,5	7,7	7,1	6,1	5,8	7,1	7,6	9,7	9,5	8,0
JAPON	1,3	1,4	1,9	2,0	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,7	2,7

SOURCE: O.I.T. STATISTIQUES SUR LE TRAVAIL 1.982

ANNUAIRE STATISTIQUE DE L'ESPAGNE, 1.982. DOCUMENTS SUR L'ECONOMIE ESPAGNOLE 1982. N° 12/13 PAGE 96

C.E.O.E.

TABLEAU N° 5

ACCROISSEMENT EN POURCENTAGE DE L'EMPLOI

P A Y S	1.976	1.977	1.978	1.979	1.980	1.981	1.982	1.983	1.984
ALLEMAGNE	- 0,8	- 0,2	0,6	1,3	0,9	- 0,7	- 1,9	- 1,3	---
FRANCE	0,7	0,8	0,4	- 0,1	- 0,1	- 0,6	- 0,9	- 0,3	---
ITALIE	0,5	1,0	0,5	1,1	1,5	0,4	- 0,4	0,0	---
ROYAUME UNI	- 0,6	0,3	0,7	0,4	- 0,1	- 1,5	- 3,2	- 1,3	---
ETATS UNIS	3,4	3,7	4,4	2,9	0,5	1,1	- 0,9	0,2	---
JAPON	1,2	1,3	1,2	1,3	1,0	0,8	1,0	0,9	---
PAYS DE L'O.C.D.E.	1,4	1,8	2,2	1,7	0,4	0,0	- 0,9	---	---
ESPAGNE	---	- 0,5	- 2,6	- 2,1	- 3,2	- 3,1	- 1,2	- 0,9	- 1,7

SOURCE: C.E.O.E.

TABLEAU N° 6

SYSTEME DE LA SECURITE SOCIALE  
RAPPORT TRAVAILLEURS COTISANTS-RETRAITES (ESPAGNE)

<u>ANNEES</u>	<u>TOTAL SYSTEME</u>	<u>GENERAL</u>	<u>AUTONOMES</u>	<u>AGRAIRE</u>	<u>CHARBON</u>	<u>CHEMINS DE FER</u>	<u>MER</u>
1.976	2,88	4,05	5,01	1,46	0,91	0,97	2,20
1.977	2,72	3,80	4,66	1,36	0,90	0,95	2,03
1.978	2,59	3,63	4,30	1,28	0,89	0,90	1,89
1.979	2,49	3,44	3,99	1,24	0,83	0,87	1,73
1.980	2,41	3,32	3,61	1,21	0,83	0,86	1,50
1.981	2,28	3,13	3,42	1,14	0,79	0,83	1,41
1.982	2,22	2,97	3,31	1,15	0,79	0,84	1,49
1.983	2,14	2,84	3,09	1,10	0,78	0,80	1,44
1.984 *	2,07	2,72	3,04	1,07	0,73	0,75	1,37
1.985 *	2,00	2,62	2,96	1,02	0,67	0,67	1,32

\* ESTIMATION

SOURCE: MEMOIRE STATISTIQUE DE L'I.N.S.S.

STATISTIQUE DE COTISANTS DE TRESORERIE GENERALE DE LA SECURITE SOCIALE

TABLEAU N° 7

POPULATION ACTIVE  
(TAUX D'ACTIVITE)

<u>P A Y S</u>		<u>TOTAL</u>	<u>HOMMES</u>	<u>FEMMES</u>
AUTRICHE	1. 982	43,7	56,6	32,0
BELGIQUE	1. 980	42,1	54,1	30,7
DANEMARK	1. 981	52,1	58,7	45,7
FRANCE	1. 982	43,4	53,8	33,5
ALLEMAGNE	1. 982	46,0	59,1	33,9
ITALIE	1. 982	40,3	54,7	26,7
HOLLANDE	1. 982	39,9	53,6	26,4
PORTUGAL	1. 981	46,0	56,8	36,2
ROYAUME UNI	1. 980	47,0	58,8	35,9
ESPAGNE	1. 981 (1)	36,25	52,47	20,55
ETATS UNIS	1. 982	48,5	57,3	40,3
JAPON	1. 982	48,7	60,4	37,4

SOURCE: O.I.T. ANNUAIRE DE STATISTIQUES DU TRAVAIL 1. 983

(1) ANNUAIRE STATISTIQUE DE L'ESPAGNE. 1. 982. DOCUMENTATION ECONOMIE ESPAGNOLE N° 12 1. 982 PAGE 96

TABLEAU N° 8

PROPORTION EN POURCENTAGE DES PRESTATIONS DE LA SECURITE SOCIALE

	B	DK	D	FR	IRL	IT	L	NL	UK	EUR 9	E
ASSISTANCE SANITAIRE	21,9	23,5	27,0	24,7	29,0	22,5	22,8	25,6	20,3	24,1	29,0
VIEILLESSE	27,0	34,3	29,8	34,0	24,9	34,7	26,7	27,0	40,6	33,3	42,0
ALLOCATIONS FAMILIALES	9,9	9,4	6,5	9,6	9,4	6,9	7,6	8,1	10,6	8,3	1,02
CHOMAGE	14,2	13,7	7,1	9,8	13,1	3,2	3,1	12,7	10,1	8,4	15
AUTRES	27,0	19,1	29,6	21,9	23,6	32,7	39,8	26,6	18,4	25,9	9
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

SOURCE: COMMISSION DES COMMUNAUTES EUROPEENNES: "PROBLEMES DE LA SECURITE SOCIALE, THEMES D'INTERET COMMUN".  
PAGE. 4. REDACTION PROPRE.

TABLEAU NO 9

EVOLUTION DANS LE NOMBRE DE PENSIONS EN VIGUEUR LE 31 DECEMBRE (ESPAGNE)

TOTALITE SYSTEME - VENTILATION PAR CATEGORIE DE PENSION

(1.973 - 1.983)

ANNEES	INVALIDITE	RETRAITE	PENSION DE VEUVE	PENSION D'ORPHELIN	ALLOCATIONS FAMILIALES	AUTRES	TOTAL	Δ %
1.973	498.016	1.818.017	629.811	95.507	11.068	13.955	3.066.374	---
1.974	566.517	1.857.724	674.522	98.247	12.204	12.346	3.221.560	5,1
1.975	639.830	1.910.707	726.145	104.485	13.368	9.941	3.404.476	5,7
1.976	713.107	1.959.012	787.766	109.380	14.476	8.264	3.592.005	5,5
1.977	801.581	2.019.397	847.465	115.061	15.793	611	3.799.908	5,8
1.978	883.044	2.079.288	912.651	122.846	16.765	504	4.015.098	5,7
1.979	962.319	2.133.515	974.093	129.455	17.917	400	4.217.699	5,0
1.980	1.024.413	2.190.247	1.026.614	137.819	19.094	247	4.398.434	4,3
1.981	1.106.402	2.261.999	1.093.130	144.815	20.082	184	4.626.612	5,2
1.982	1.215.367	2.307.016	1.145.028	149.104	20.971	157	4.837.643	4,6
1.983	1.331.710	2.362.191	1.190.973	151.541	21.701	---	5.058.116	4,6
Δ 2S/1.973	167	29,93	89,10	62,72	96,06	---	64,95	

INCLUS SOVI

SOURCE: I.N.S.S.

TABLEAU No 10

COTISANTS A LA SECURITE SOCIALE (ESPAGNE)

(EN MILLIONS)

<u>ANNEES</u>	<u>REGIME GENERAL</u>	<u>REGIMES SPECIAUX</u>	<u>TOTAL SYSTEME</u>
1.974	6.717	3.416	10.133
1.975	6.825	3.395	10.220
1.976	6.883	3.458	10.341
1.977	6.873	3.456	10.329
1.978	6.927	3.484	10.411
1.979	6.957	3.546	10.503
1.980	7.006	3.594	10.600
1.981	6.963	3.609	10.572
1.982	6.968	3.794	10.762
1.983	7.050	3.906	10.956
1.984	---	---	---
1.985	7.125	3.870	10.996

SOURCE: STATISTIQUES SUR COTISATION DE LA TRESORERIE DE LA SECURITE SOCIALE.



TABLEAU NO 12

	TAUX DE CROISSANCE DE LA POPULATION		
	1.980/1.985 -	2.000/2.005	2.020/2.025
MONDE	1,70	1,39	0,95
EUROPE	0,34	0,15	0,03
REGIONS MOINS DEVELOPPEES	2,04	1,64	1,10

SOURCE: D.F. WILLEKENS. CEA. "ASSURER L'AVENIR". PAGE 50

TABLEAU NO 13

STRUCTURES DE LA POPULATION

	REGION	1.960	1.980	2.000
MONDE	0 - 14 ANS	37,2	35,0	30,7
	15 - 65 ANS	57,4	59,1	62,7
	PLUS DE 65 ANS	5,4	5,9	6,6
REGIONS PLUS DEVELOPPEES	0 - 14 ANS	28,6	23,1	21,0
	15 - 65 ANS	62,9	65,6	66,0
	PLUS DE 65 ANS	8,5	11,3	13,0
REGIONS MOINS DEVELOPPEES	0- 14 ANS	41,1	39,1	33,2
	15 - 65 ANS	54,9	56,9	61,9
	PLUS DE 65 ANS	4,1	4,0	4,9

SOURCE: D.F. MILLEKENS. CEA. "ASSURER L' Avenir". PAGE 51

TABLEAU NO 14

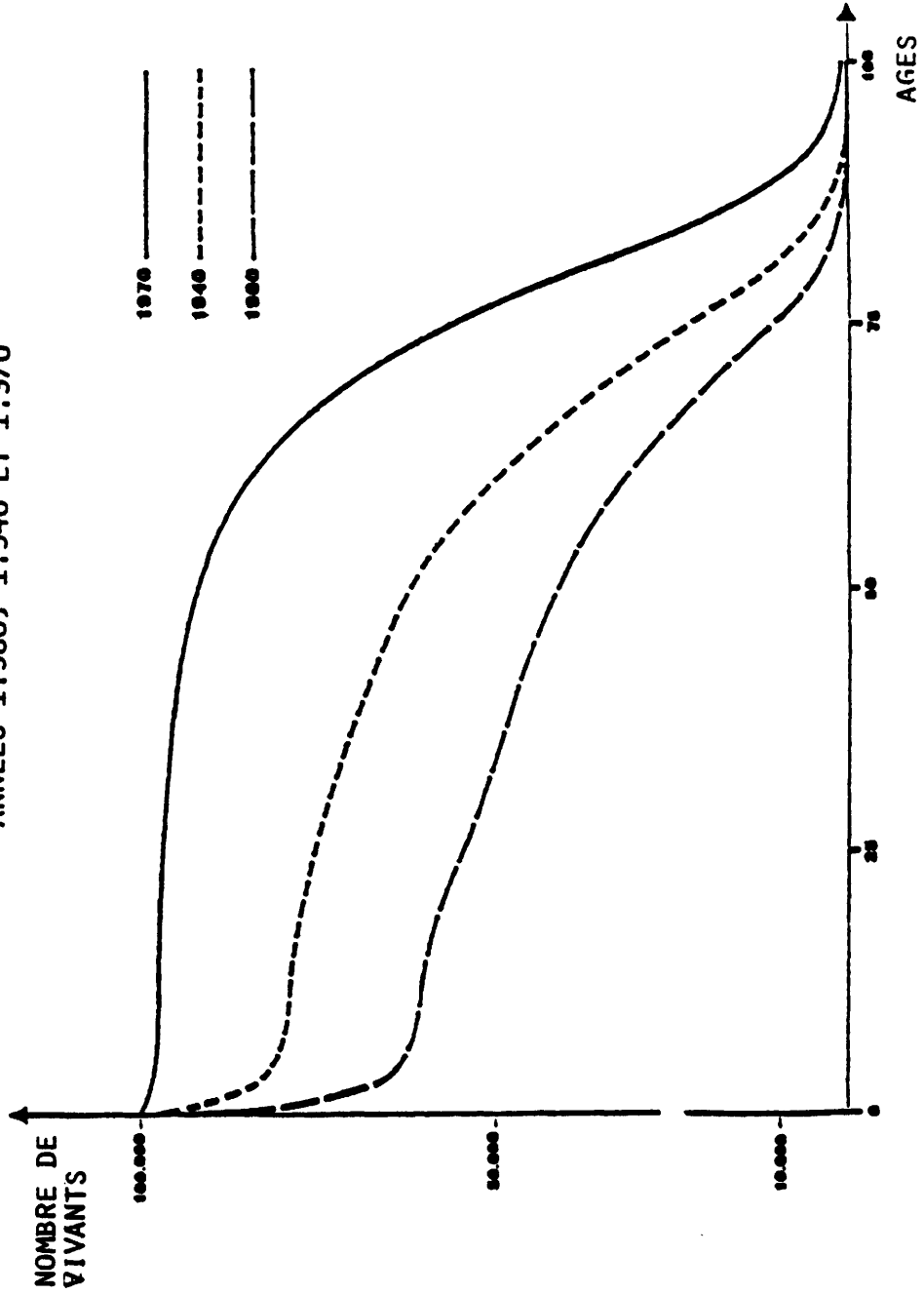
ESPERANCE DE VIE A L'AGE DE 65 ANS (ESPAGNE)

<u>ANNE</u>	<u>HOMMES</u>	<u>FEMMES</u>	<u>TOTAL</u>
1.960	13,14	15,31	14,36
1.970	13,25	15,89	14,70
1.975	13,58	16,44	15,14

SOURCE: ANNUAIRE STATISTIQUE DE L'ESPAGNE. 1.982. PAGE 65

TABLEAU NO 15

EVOLUTION DE L'ESPERANCE DE VIE EN ESPAGNE  
ANNEES 1.900, 1.940 ET 1.970



SOURCE: CAMILO PIESCHACON: "FONDS DE RETRAITES. THEORIE ET PRACTIQUE" PAGE 166

TABLEAU No 16

EFFECTS HISTORIQUEMENT PRODUITS PAR LE SYSTEME DE SECURITE SOCIALE ESPAGNOLE

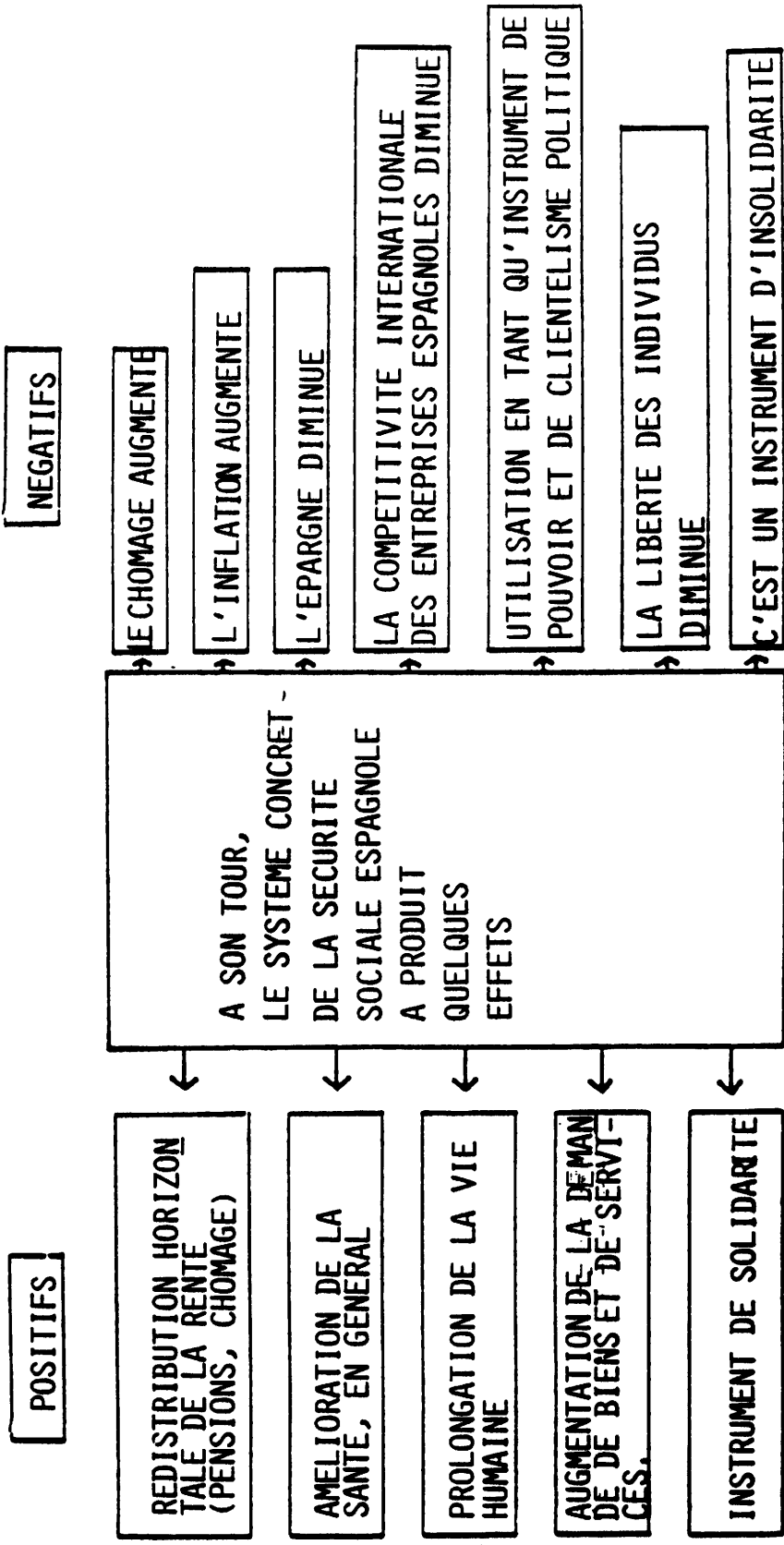
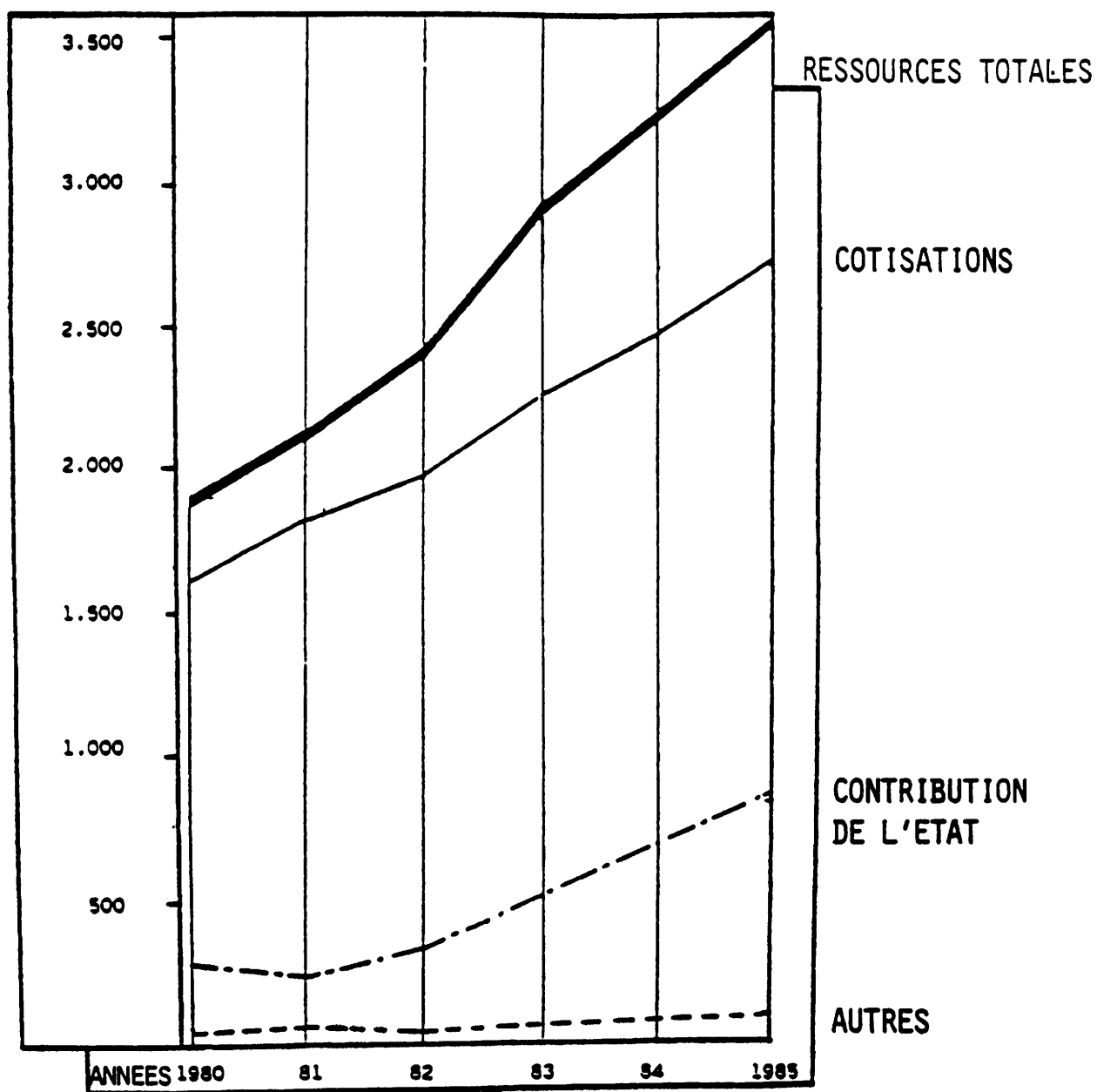


TABLEAU No 17

EVOLUTION DES RESSOURCES  
1.980 - 1.985 (ESPAGNE)



(EN MILLIEURS DE MILLIONS)

SOURCE: BUDGET DE LA SECURITE SOCIALE 1985

TABLEAU N° 18

FINANCEMENT DE LA SECURITE SOCIALE EN 1.983 SELON LA NATURE DES RECETTES (EN %)

	B	DK	D	FR	IRL	GR	IT	L	NL	UK	E
COTISATIONS DES EMPLOYEURS	32,9	10,9	40,2	52,8	23,0	24,2	53,3	33,1	31,1	31,8	64,7
COTISATIONS DES BENEFICIAIRES	16,8	3,7	29,6	23,6	12,5	25,5	13,9	25,6	36,8	15,9	12,1
SUBVENTIONS PUBLIQUES	39,8	81,5	26,8	20,6	63,3	45,8	30,6	32,8	18,6	43,4	22,0
AUTRES RECETTES	4,2	4,8	3,4	3,1	1,2	5,0	2,2	8,5	13,5	8,9	1,2
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

SOURCE: COMMISSION DES COMMUNAUTES EUROPEENNES: "PROBLEMES DE LA SECURITE SOCIALE, THEMES D'INTERET COMMUN".

PAGE 4. REDACTION PROPRE.

TABLEAU No 19

UTILISATION DU REVENU FAMILIAL BRUT EN % (ESPAGNE)

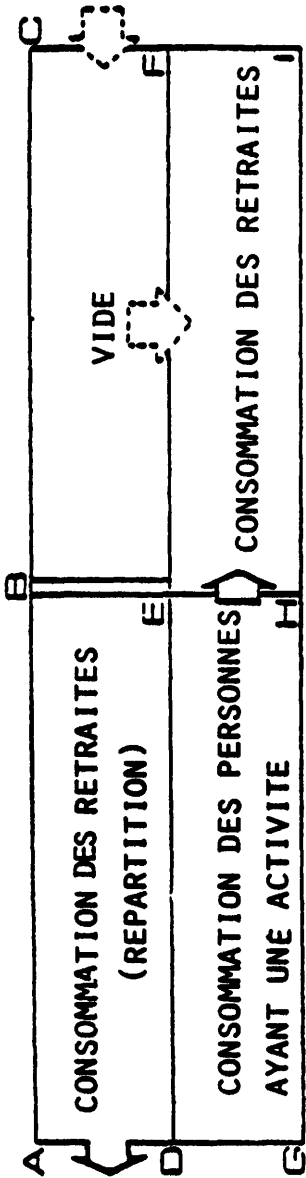
	<u>1.973</u>	<u>1.983</u>	<u>% DE VARIATION</u>
CONSOMMATION PRIVEE	75,1	76,1	+ 1,3
EPARGNE	12,3	4,7	- 61,8
COTISATIONS SOCIALES	10,8	13,9	+ 28,7
IMPOTS INDIRECTS	1,8	5,3	+194,4

SOURCE: BANCO DE BILBAO. RAPPORT ECONOMIQUE 1.983. PAGE 250 ELABORATION PROPRE



**TABLEAU N° 20**

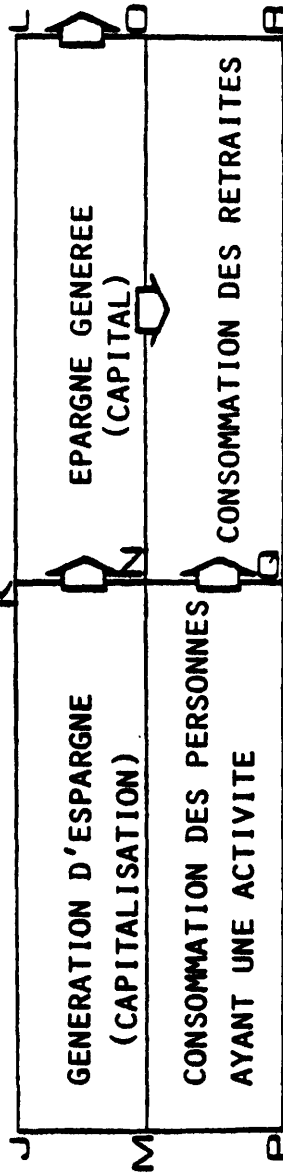
**SYSTEME DE REPARTITION**



- Situation économique  
- Volonté politique de la génération suivante

- Frein au développement économique et à l'emploi

**SYSTEME DE CAPITALISATION**



- Financement de la future économie

- Absence de charges pour la nouvelle génération

COMPARAISON	
REPARTITION	CAPITALISATION
FREIN AU DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE	STIMULATION POUR LE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE
AUGMENTATION DE L'INFLATION	INSTRUMENT ANTIINFLATIONNISTE
AUGMENTATION CHOMAGE	CREATION D'EMPLOI

TABEAU N° 21

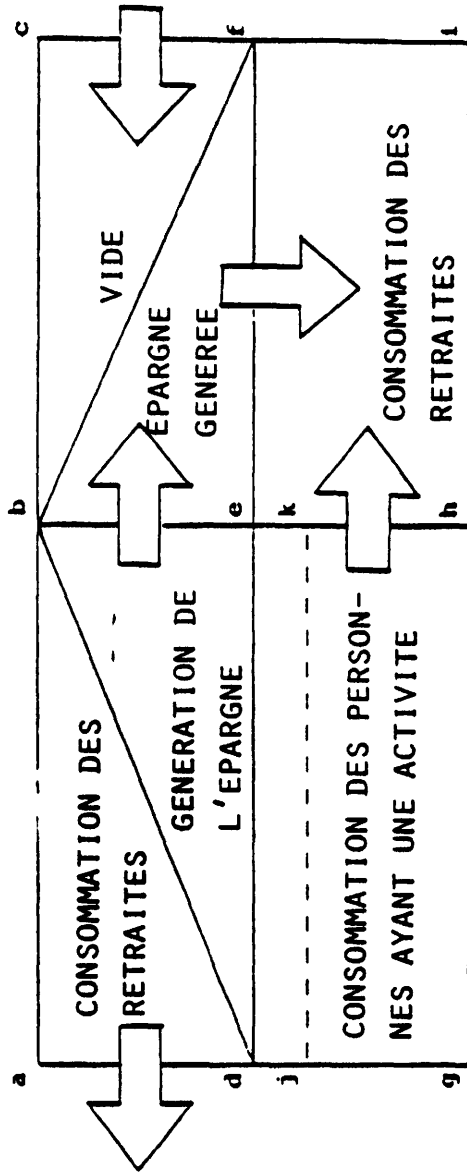


TABLEAU No 22

HYPOTHESE DE SECURITE SOCIALE REFORMEE

NIVEAUX	FORME DE GESTION	FINANCEMENT
<p>TROISIEME PILIER: INDIVIDUEL LIBRE</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ASSURANCES</li> <li>- SERVICES PROFESSIONNELS</li> <li>- INSTITUTIONS FINANCIERES</li> <li>- ETC. ETC.</li> </ul>	<p>P R I V E E</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- INDIVIDUEL</li> <li>- PROFESSIONNEL</li> <li>- ETC. ETC.</li> </ul>
<p>SECOND PILIER: NIVEAU PROFESSIONNEL</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>INDEMNISATION DECES</li> <li>PENSIONS (EN GENERAL)</li> <li>ACCIDENTS DU TRAVAIL</li> <li>CHOMAGE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PRIVEE</li> <li>PRIVEE</li> <li>PRIVEE</li> <li>PUBLIQUE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ENTREPRISES</li> <li>- TRAVAILLEURS</li> <li>- ETAT (LA SOCIETE)</li> </ul>
<p>PREMIER PILIER: NIVEAU GENERAL OU BASILIER</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ALLOCATIONS FAMILIALES</li> <li>ASSISTANCE SANITAIRE</li> <li>PENSION MINIM VIEILLESSE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PUBLIQUE</li> <li>MIXTE</li> <li>MIXTE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- LA SOCIETE DANS SON ENSEMBLE (SYSTEME UNIVERSEL) A TRAVERS LES IMPOTS QU'ELLE VERSE A L'ETAT</li> </ul>

SYSTEME PRIVE

SYSTEME PUBLIQUE

TABLEAU NO 23

FORMES ACTUELLES DE COOPERATION PRIVEE  
AVEC LA SECURITE SOCIALE

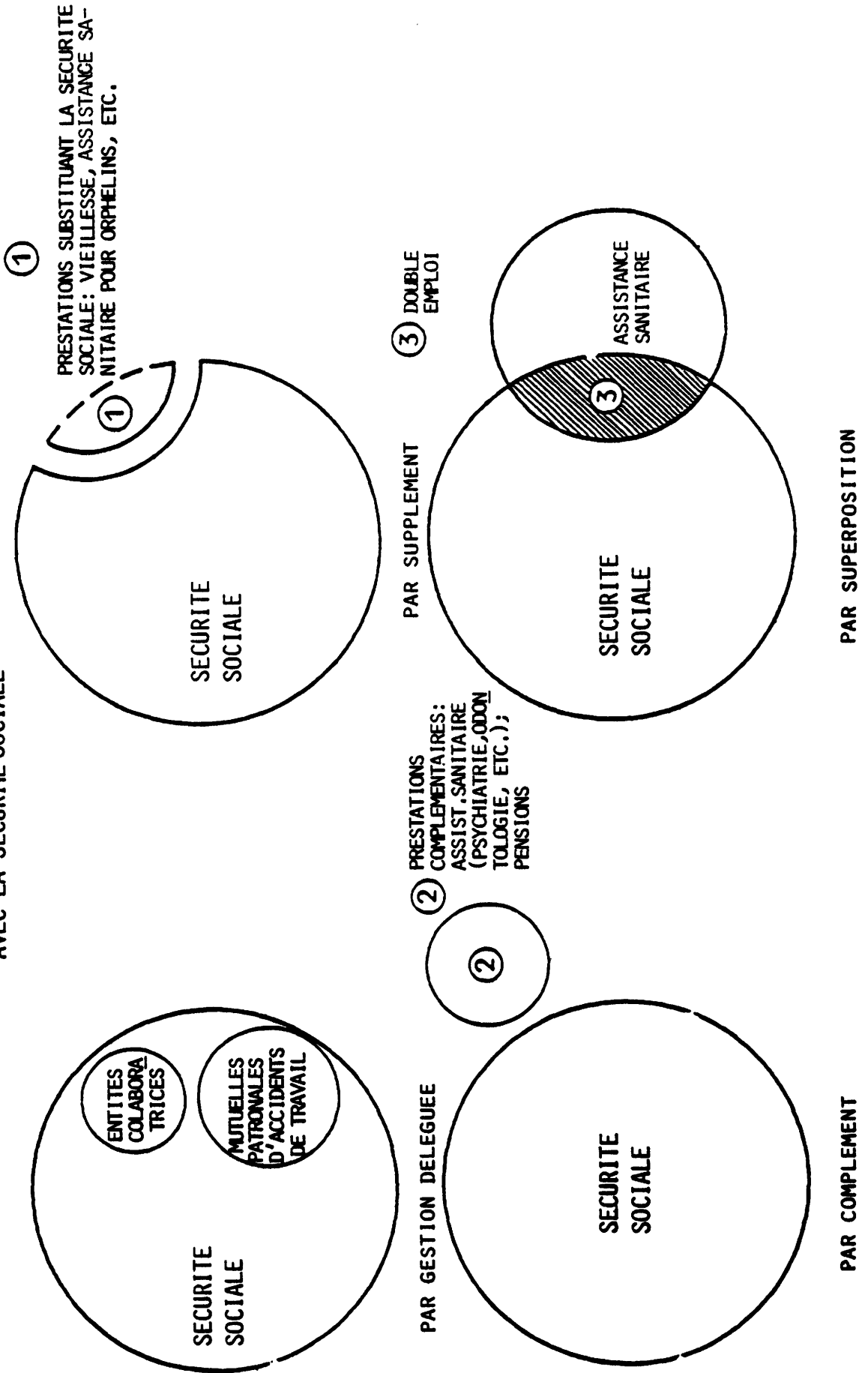
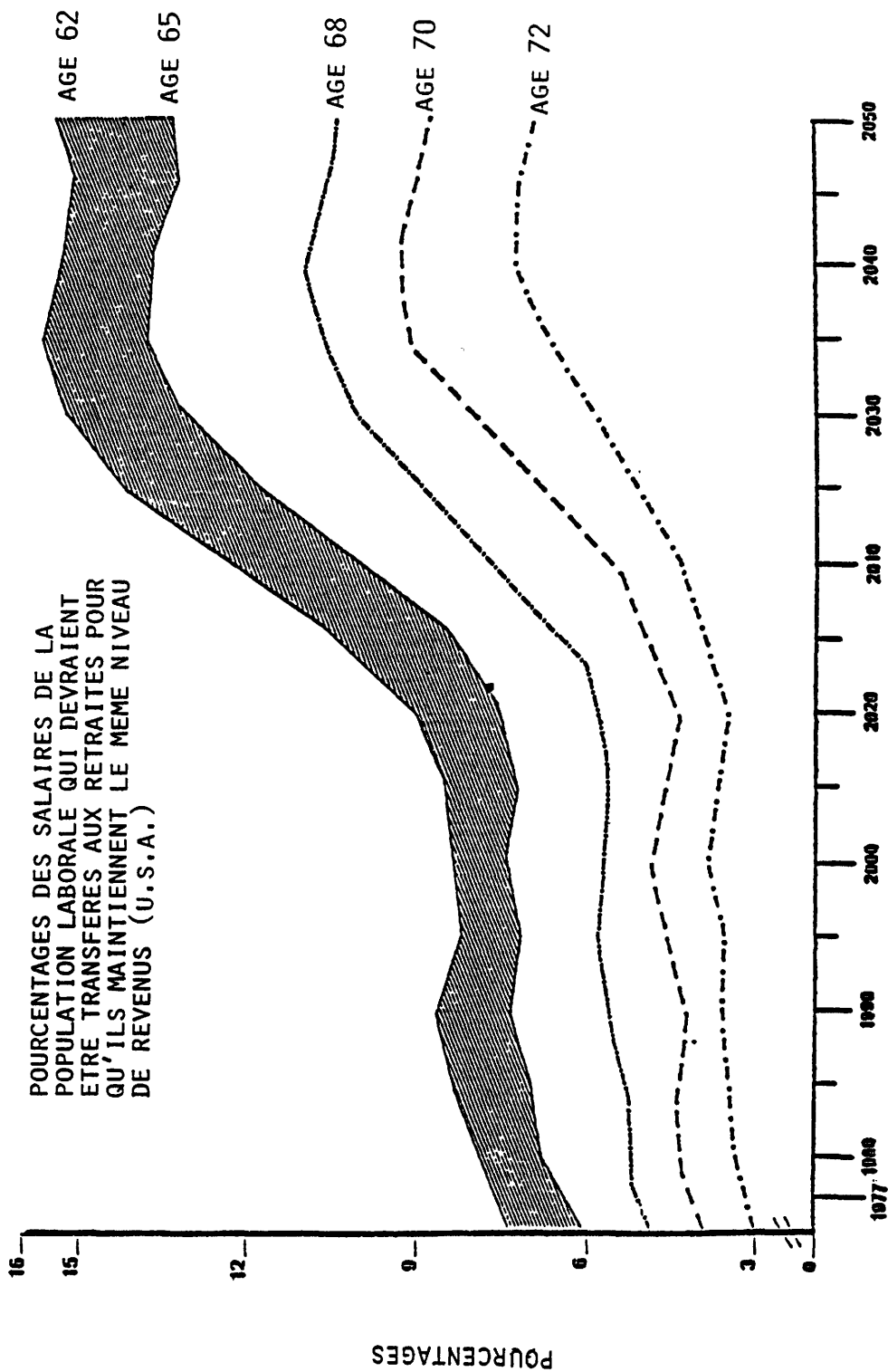


TABLEAU No 24



SOURCE: CAMILO PIESCHACON "FONDS DE RETRAITES. THEORIE ET PRACTIQUE". PAGE 197.

TABLEAU NO 25

COEFFICIENTS DE DEPENDANCE AUX ETATS-UNIS

POPULATION EN AGE DE PRENDRE SA RETRAITE EN %  
DE LA POPULATION EN AGE DE TRAVAILLER (U.S.A.)

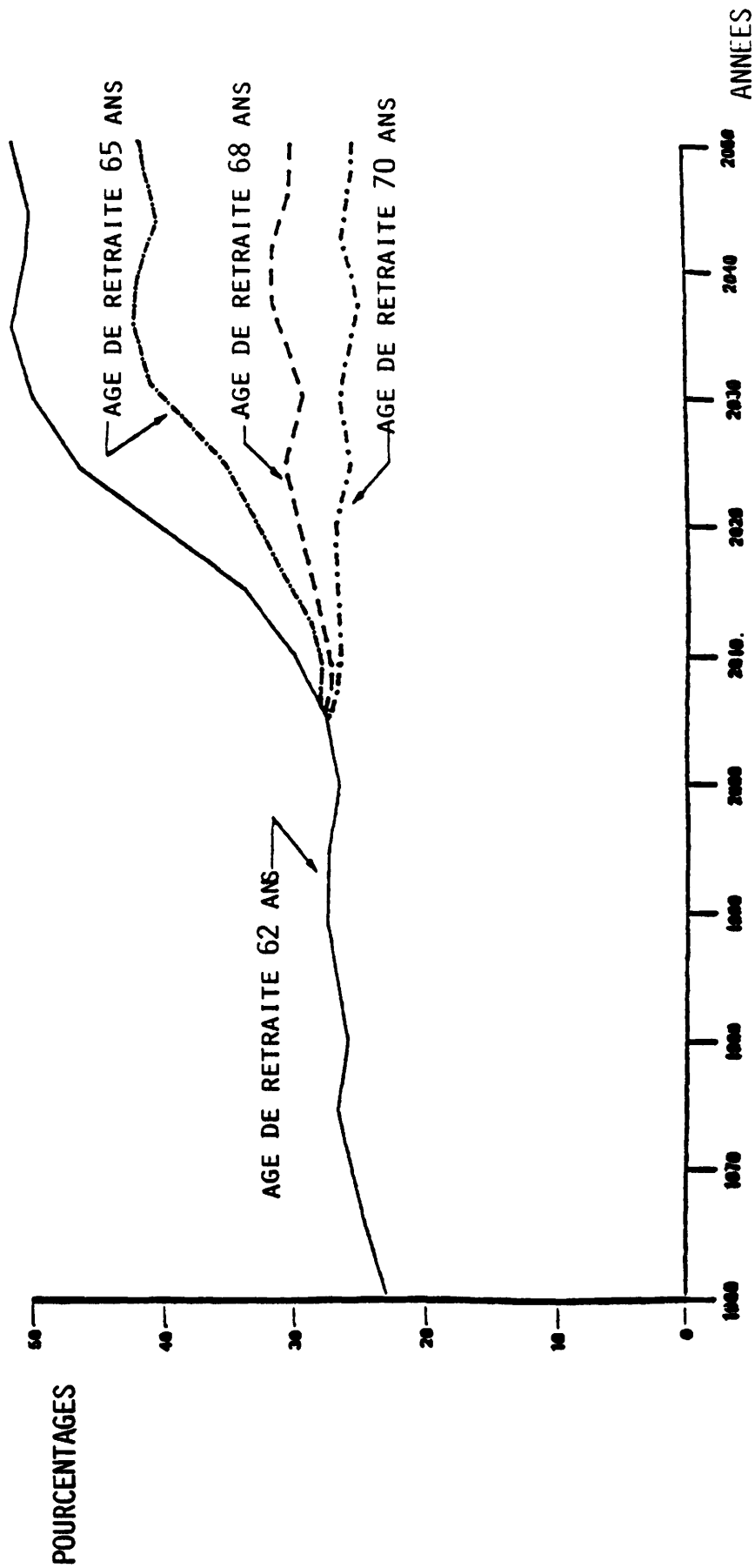
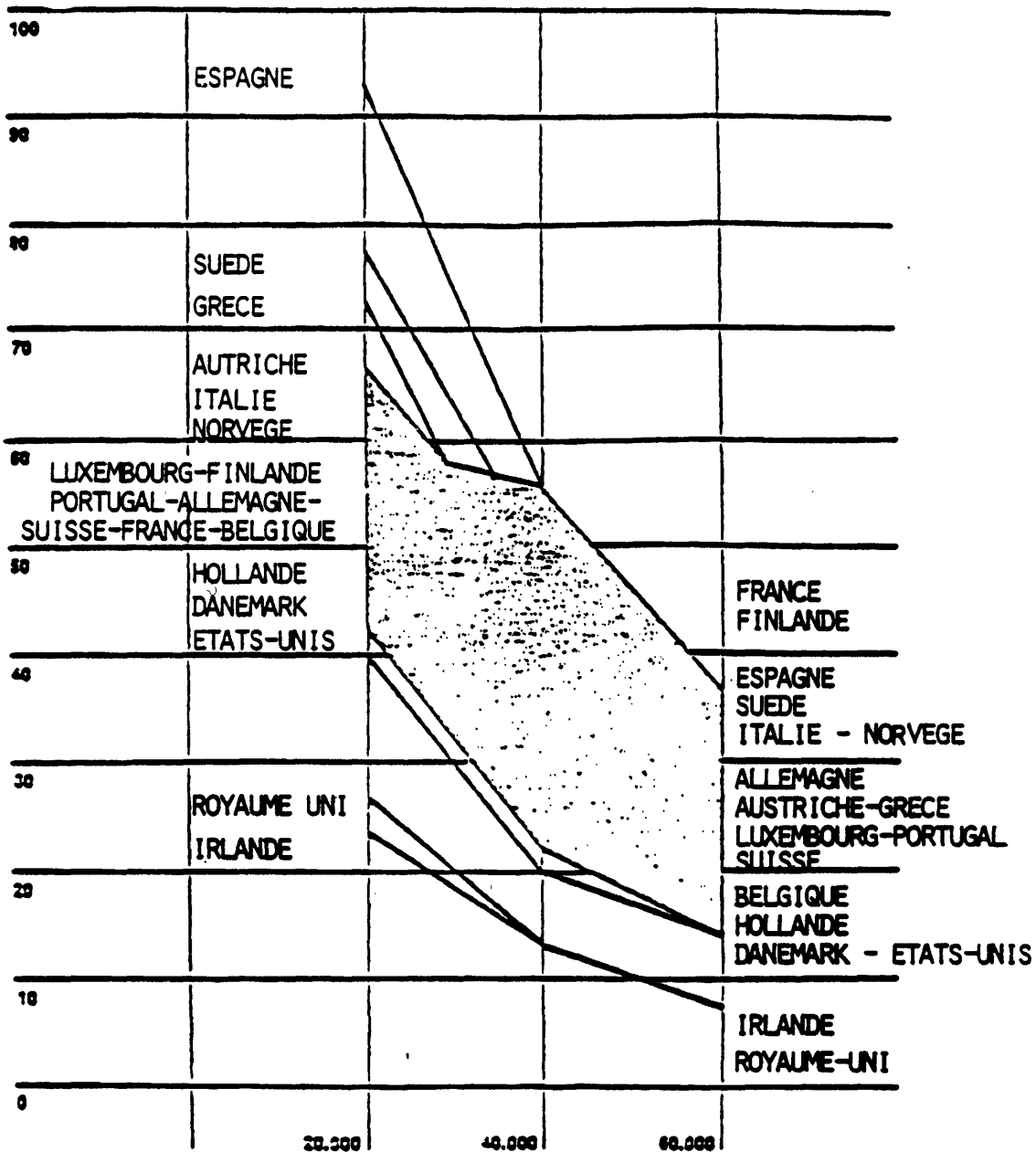


TABLEAU No 26

NIVEAU DES PRESTATIONS POUR RETRAITE DANS  
LES ASSURANCES SOCIALES DE QUELQUES PAYS

POURCENTAGE DU SALAIRE FINAL



SOURCE: CAMILO PIESCHACON

TABLEAU No 27

**POURCENTAGE DE REVENUS ANNUELS AU MOMENT DE LA RETRAITE COUVERTS PAR DES PLANS DE RETRAITE OBLIGATOIRES. SECURITE SOCIALES ET AUTRES PLANS DE RETRAITES QUI SOIENT EGALEMENT OBLIGATOIRES**

	10.000 \$	20.000 \$	30.000 \$	40.000 \$	50.000 \$	60.000 \$
ALLEMAGNE	55	55	45	33	27	22
AUTRICHE	70	66	44	33	27	22
BELGIQUE	63	45	30	23	18	15
DANEMARK	73	37	24	18	15	12
ESPAGNE	94	90	60	45	36	30
FINLANDE	72	56	51	48	47	46
FRANCE - GIRC	NON APLICABLE	51	49	48	47	43
- RRCCO	72	56	45	39	27	NON APLICABLE
GRECE	94	66	44	33	27	22
HOLLANDE	71	36	24	18	14	12
ANGLETERRE	44	22	15	11	9	7
IRLANDE	51	26	17	13	10	9
ITALIE - BASIQUE	70	55		27	22	18
- CADRES	NON APLICABLE	68	59	44	35	30
LUXEMBOURG	56	49	44	33	26	22
NORVEGE	73	50	38	30	24	20
PORTUGAL	52	51	44	33	26	22
SUEDE	90	75	58	43	35	29
SUISSE	77	53	39	29	23	20
MOYENNE	68	53	40	31	26	22

SOURCE: M. RABADAN "LES FONDS DE PENSIONS" PAGE 125



TABLEAU No 28

**PENSIONS DE VEUVE EN CAS DE DECES AVANT L'AGE DE LA RETRAITE COUVERTES PAR DES PLANS DE RETRAITE OBLIGATOIRES. SECURITE SOCIALE ET AUTRES PLANS DE RETRAITES OBLIGATOIRES (EN % DES REVENUS)**

	REVENUS AU MOMENT DU DECES EQUIVALENT A Δ :						
	10,000 \$	20,000 \$	30,000 \$	40,000 \$	50,000 \$	60,000 \$	
ALLEMAGNE	37	36	29	22	17	14	
AUTRICHE	62	47	31	23	19	10	
BELGIQUE	53	43	29	22	17	15	
DANEMARK	44	22	15	11	9	7	
ESPAGNE	80	77	51	38	31	26	
FINLANDE	60	60	60	60	60	60	
FRANCE - Δ GIRC	NON APLICABLE	24	22	20	20	18	
- Δ RRCC	33	25	19	16	NON APLICABLE		
GRECE	53	47	31	24	19	16	
HOLLANDE	71	36	24	18	14	12	
ANGLETERRE	42	21	14	10	8	7	
IRLANDE	44	22	15	11	9	7	
ITALIE - BASIQUE	42	34	22	17	13	11	
- CADRES	NON APLICABLE	56	49	37	30	25	
LUXEMBOURG	51	41	35	26	21	18	
NORVEGE	71	43	36	28	23	19	
PORTUGAL	34	33	33	30	24	20	
SUEDE	71	54	40	30	24	20	
SUISSE	82	57	42	31	25	21	
MOYENNE	55	41	31	25	21	18	

SOURCE: M. RABADAN: "LES FONDS DE PENSIONS" PAGE 127

TABLEAU No 29

ARTICLE 50 DE LA CONSTITUTION ESPAGNOLE

" LES POUVOIRS PUBLIQUES GARANTIRONT, MOYENNANT DES RETRAITES ADEQUATES ET PERIODIQUEMENT MISES A JOUR, LA SUFFISANCE ECONOMIQUE AUX CITOYENS (\*) POUR LE TROISIEME AGE..."

DE LA ON DEDUIT :

- A) GARANTIRONT, IL N'EST PAS EXPRIME DE QUELLE FACON
- B) RETRAITES ADEQUATES, SUFFISANCE ECONOMIQUE. LA MISE A JOUR EST LA SUFFISANCE, DECISION POLITIQUE
- C) AUX CITOYENS (\*), A TOUS. A NOUVEAU LA CONCEPT D'UNIVERSALISATION
- D) MISE A JOUR, SANS PRECISER LE DELAI , LA PERIODE, EGALEMENT UNE DECISION POLITIQUE

(\*) N.T. CITOYENS: RESSORTISSANTS

TABLEAU NO 30

ACTIFS DES FONDS DE PENSIONS AUX ETATS-UNIS 1950-1980

(MILLIONS DE DOLLARS)

ANNEES	PLANS PRIVES		PLANS GOUVERNEMENTAUX				TOTAL
	ASSURES	NON ASSURES	CHEMINS DE FER	FEDERAUX	ETATIQUES		
1950	5.600	6.500	2.553	4.343	5.154	24.150	
1955	11.300	16.100	3.505	6.690	10.604	48.199	
1960	18.800	33.100	3.740	10.790	19.600	86.030	
1965	27.300	59.200	3.946	10.516	33.100	140.062	
1970	41.200	97.000	4.398	23.928	58.000	224.526	
1975	72.210	145.166	3.600	39.248	103.700	363.924	
1980	165.845	256.898	2.086	75.802	185.226	685.857	

SOURCE: KLEMSKY, ROBERT C., ET SCOTT, DAVID E. JR. "PENSION FUND: PREVAILING ISSUES" EN MSU BUSINESS TOPICS, PAGE 15-27, MICHIGAN, 1974, ET "PENSION FACTS 1981". AMERICAN COUNCIL OF LIFE INSURANCE, NEW YORK:

CAMILO PIESCHACON: "FONDS DE PENSIONS. THEORIE ET PRACTIQUE" PAGE 215

TABLEAU NO 31

EPARGNE INSTITUTIONNELLE DE L'ASSURANCE DANS DIFFERENTS PAYS

P A Y S	A RES: MATH. (80-81)	A F. PENS. (80-81)	A (R.MAT.+F. PENS.) (80-81)
	EPARGNE 81	EPARGNE 81	EPARGNE 81
ESPAGNE	0.92 Z	0.- *	0.92 Z
ITALIE	2.52 Z	0.- *	2,52 Z
ANGLETERRE	40.90 Z	45.1 Z	86.00 Z
HOLLANDE	12.24 Z	64.4 Z	76.64 Z
FRANCE	6.12 Z	0.- *	6.12 Z
ALLEMAGNE	15.59 Z	N/D	N/D
SUEDE	31.16 Z	11.96 Z	43.12 Z
ETATS-UNIS	22.70 Z	30.61 Z	53.31 Z

\* EN ESPAGNE, EN ITALIE ET EN FRANCE, LES CHIFFRES NE SONT PAS SIGNIFICATIFS, VU LEUR FAIBLE IMPORTANCE. N/D: ON NE DISPOSE PAS DE DONNEES.

SOURCE: ICEA: ANALYSE COMPARATIVE DES ASSURANCES-VIE ET DES FONDS DE PENSIONS EN ESPAGNE ET DANS D'AUTRES PAYS. PAGE 18

TABLEAU No 32

EFFORT DE SECURITE SOCIALE EN 1.980

NOMBRE D'ORDRE	PAYS OU ORGANISATION	SECURITE SOCIALE EN RAPPORT AVEC LE PIB(1)	PIB PER CAPITA EN DOLLARS(2)	EFFORT DE SECURITE SOCIALE (1)/(2) X 100
1	PORTUGAL	8.05	2.470	0.328
2	ESPAGNE	11.79	5.624	0.2096
3	GRECE	7.60	4.163	0.182
4	FRANCE	18.38	10.721	0.171
5	ITALIE	11.57	6.903	0.168
6	HOLLANDE	17.62	11.847	0.149
7	AUTRICHE	12.98	10.291	0.127
8	BELGIQUE	13.74	11.815	0.116
9	O.C.D.E.	9.75	8.897	0.109
10	LUXEMBOURG	13.89	12.630	0.107
11	C.E.E.	10.771	10.345	0.104
12	IRLANDE	5.26	5.174	0.102
13	SUEDE	14.21	14.881	0.096
14	ALLEMAGNE	12.75	13.305	0.096
15	O.C.D.E. TOTAL	8.46	9.686	0.087
16	TURQUIE	1.10	1.272	0.086
17	JAPON	7.56	8.873	0.085
18	ETATS-UNIS	8.11	11.367	0.071
19	ROYAUME-UNI	6.10	9.335	0.065
20	SUISSE	9.47	15.922	0.059
21	NORVEGE	7.17	14.045	0.051
22	CANADA	3.42	10.574	0.032
23	FINLANDE	2.99	10.439	0.029
24	DANEMARK	0.81	12.952	0.006

SOURCE: STATISTIQUES DE RECETTES PUBLIQUES DES PAYS MEMBRES DE L'O.C.D.E. 1965-81. O.C.D.E. PARIS 1.982

MAIN ECONOMIC INDICATORS. O.C.D.E. DEPARTMENT OF ECONOMICS AND STATISTICS. PARIS. AOUT 1.983

TABLEAU NO 33

INSTITUTIONS DE PREVOYANCE PRIVEES

	CARACTERE	COUVERTURES	PRESTATIONS	GESTION
E.E.U.U.	COMPLEMENTAIRE A LA SECURITE SOCIALE FACULTATIF	RETRAITE	LIBRE	<ul style="list-style-type: none"> <li>* FONDS DE PENSIONS ASSURES AVEC DES COMPAGNIES D'ASSURANCES</li> <li>* FONDS DE PENSIONS NON ASSURES (DANS FIDEICOMMIS)</li> </ul>
HOLLANDE	COMPLEMENTAIRE A LA SECURITE SOCIALE FACULTATIF	RETRAITE	<ul style="list-style-type: none"> <li>* LIBRE: BAREMES ORDINAIRES 60-80% DU SALAIRE BRUT ANTERIEUR A LA RETRAITE</li> <li>* VEUVES: 70% P. RETRAITE</li> <li>* ORPHELINS: 20 ET 40% P. RETRAITE</li> <li>* LABORALE: 80 ET 100% DES SALAIRES PERÇUS</li> </ul>	<p>FONDS DE PENSIONS</p> <p>— PATRONAUX OU PAR SECTEURS INDEPENDANTS ASSURES AVEC DES COMPAGNIES D'ASSURANCES</p>
SUISSE	COMPLEMENTAIRE A LA SECURITE SOCIALE FACULTATIF	RETRAITE VEUVES ORPHELINS INVALIDITE	<ul style="list-style-type: none"> <li>* RETRAITE LIBRE AVEC PLAFOND 100% SALAIRE</li> <li>* RESTE: VARIABLE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- FONDS DE PENSIONS</li> <li>- CAISSES AUTONOMES</li> <li>- CAISSES DE PREVOYANCE SEMI-AUTONOMES (CESSION A COMP. D'ASSURANCES)</li> <li>- ASSURANCES DE GROUPES (COMP. D'ASSURANCES)</li> </ul>
ALLEMAGNE	COMPLEMENTAIRE A LA SECURITE SOCIALE	RETRAITE VEUVES-ORPHELINS DECES INCAPACITE LABORALE	<ul style="list-style-type: none"> <li>* RETRAITE: BAREMES ORDINAIRES: 75 % DERNIER SALAIRE (PENSION S.S.) VARIABLE ANNEES SERVICE</li> <li>* VEUVES: 60% P. RETRAITE</li> <li>* DECES/I.L.: VARIABLE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- FONDS DE PENSIONS DE L'ENTREPRISE</li> <li>- FONDS DE PENSIONS INDEPENDANTS</li> <li>- FONDS ASSURES SOUMIS A LA LOI D'ASSURANCES</li> <li>- ASSURANCES DE GROUPES (COMP. D'ASS.)</li> </ul>
ANGLETERRE	REMPLACEMENT DU 2EME TRONÇON DE LA SECURITE SOCIALE	RETRAITE VEUVES-ORPHELIN DECES	<ul style="list-style-type: none"> <li>* RETRAITE: 60-80% DERNIER SALAIRE (PENSION S.S.)</li> <li>* VEUVES: 50% RETRAITE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- FONDS DE PENSIONS AVEC AUTORISATION ADMINISTRATIVE PREALABLE (ADMON. PROPRE OU COMP. D'ASSURANCES)</li> </ul>

TABLEAU No 34

LES FONDS DE PENSIONS EN 1.980

(CHIFFRES EN MILLIERS DE MILLIONS DE DOLLARS)

	<u>ALLEMAGNE</u>	<u>BELGIQUE</u>	<u>FRANCE</u>	<u>HOLLANDE</u>	<u>ANGLETERRE</u>	<u>SUISSE</u>	<u>ETATS-UNIS</u>
FONDS DE PENSIONS NON ASSURES	20	--	6,3	52	91	34,4	616
FONDS DE PENSIONS ASSURES	73	--	0,2	39	124	N.D.	500
PATRIMOINE TOTAL	93	9,4	6,5	91	215	N.D.	1.116
PRODUIT NATIONAL BRUT	664	9,6	496	130	425	40	2.626
PATRIMOINE DES FONDS DE PENSIONS EN % DU PNB	14	10	1	70	50	87	42
PATRIMOINE DES FONDS DE PENSIONS EN % CAPITALISATION BOURSIERE	127	100	3,3	333	106	77	70

N.D. : NON DISPONIBLE

SOURCE: M. RABADAN: "LES FONDS DE PENSIONS" PAGE 132

FONCTIONS D'UN FONDS DE PENSIONS

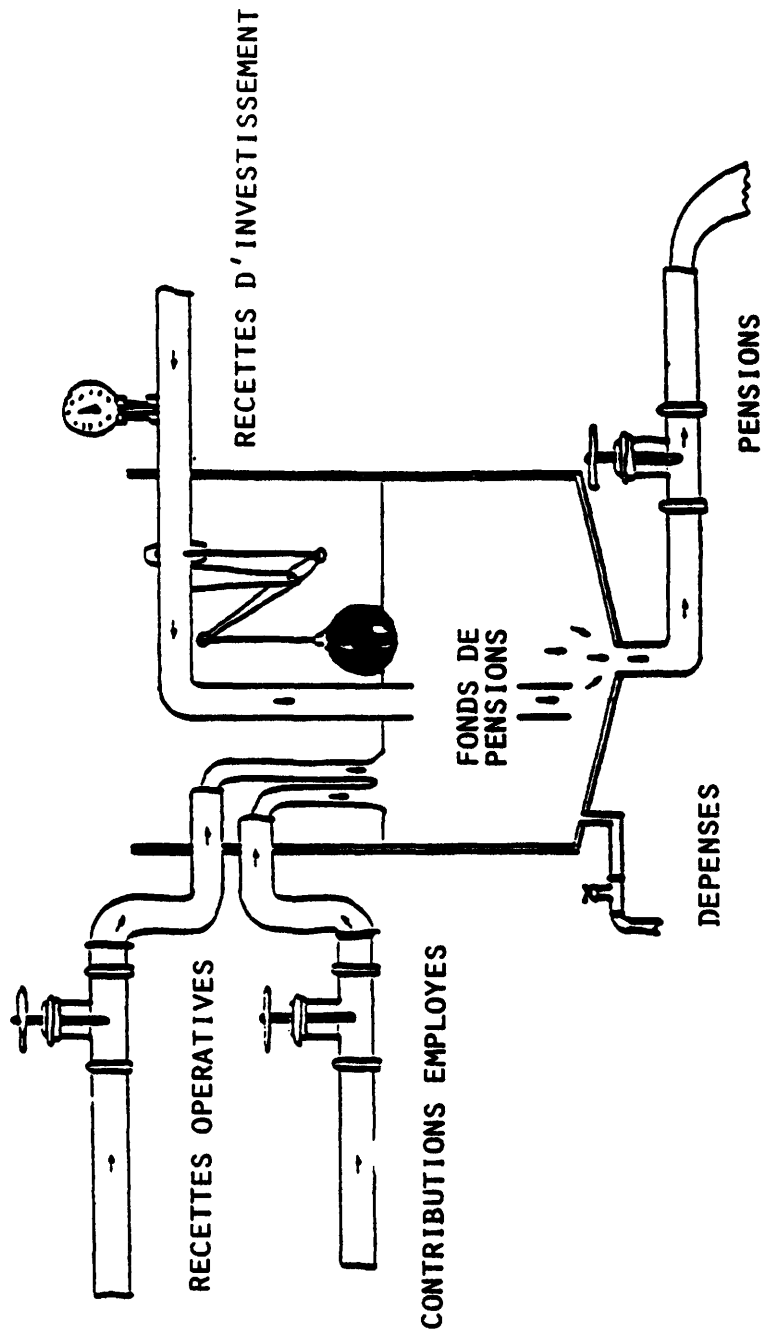




TABLEAU No 36

FONDS ASSURES ET NON ASSURES

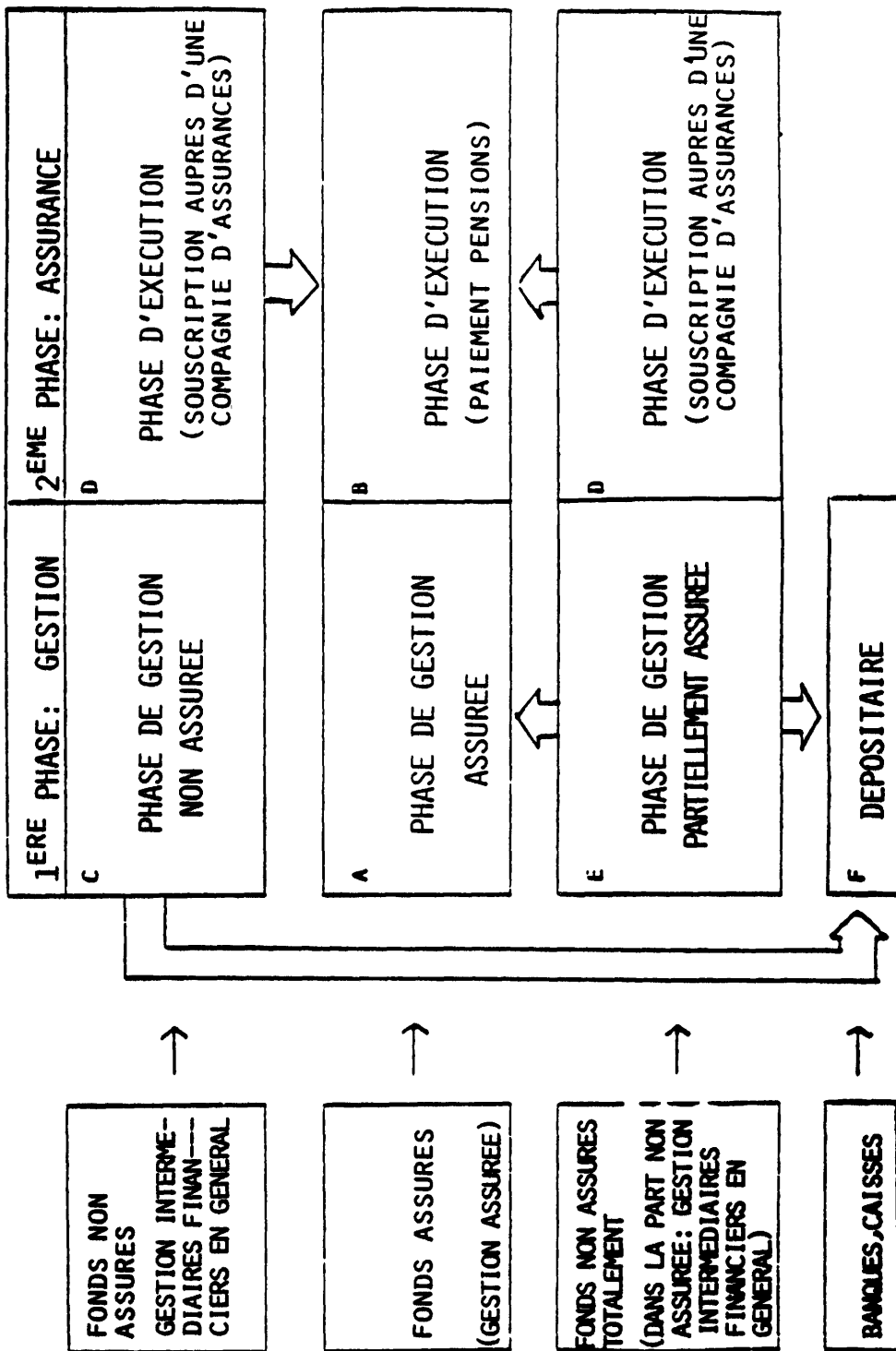


TABLEAU N° 37

C.E.E. PREMIERE DIRECTIVE DU CONSEIL DU 5 MARS 1.979

ART. PREMIER, NUMERO 2. OPERATIONS SOUMISES A LA DIRECTIVE SUR ASSURANCE DIRECTE VIE

"C) LES OPERATIONS DE GESTION DE FONDS COLLECTIFS DE RETRAITE, C'EST A DIRE; LES OPERATIONS QUI, POUR L'ENTREPRISE CONCERNÉE, CONSISTENT A ADMINISTRER LES INVESTISSEMENTS ET SPECIALEMENT LES ACTIFS REPRESENTATIFS DES RESERVES DES ORGANISMES QUI FACILITENT DES PRESSIONS EN CAS DE DECES, EN CAS DE VIE OU EN CAS D'INTERRUPTION OU DE REDUCTION DES ACTIVITES".

DE LA DECOULE:

A) LA QUALIFICATION DES ENTITES D'ASSURANCES POUR ADMINISTRER LES FONDS DE PENSIONS NON ASSURES

B) LA DISTINCTION CORRECTE ENTRE LA PHASE D'ADMINISTRATION ET LA PHASE POSTERIEURE D'ASSURANCE .

TABLEAU N° 38

C.E.E. PREMIERE DIRECTIVE DU CONSEIL DU 5 MARS 1.979

ART. PREMIER, NUMERO 2. OPERATIONS SOUMISES A LA DIRECTIVE SUR L'ASSURANCE DIRECTE VIE

"D) LES OPERATIONS COMPRISES DANS LE PARAGRAPHE C), LORSQU'ELLES SE COMBINENT AVEC UNE GARANTIE D'ASSURANCE QUI CONCERNE SOIT LA CONSERVATION DU CAPITAL, SOIT LA GARANTIE D'UN INTERET MINIMUM".

DE LA DECOULE:

A) DES QUE SERA GARANTI UN CAPITAL OU UN INTERET MINIMES, CELA SE CONVERTIRA EN ASSURANCE.

TABLEAU NO 39

C.E.E. PREMIERE DIRECTIVE DU CONSEIL DU 5 MARS 1.979

ART. PREMIER, NUMERO 3. OPERATIONS SOUMISES A LA DIRECTIVE SUR L'ASSURANCE DIRECTE VIE

"LES OPERATIONS DEPENDANT DE LA DUREE DE LA VIE HUMAINE, DEFINIES OU PREVUES PAR LA LEGISLATION DES ASSURANCES SOCIALES, LORSQUE CELLES-CI SONT FAITES OU ADMINISTREES CONFORMEMENT A LA LEGISLATION D'UN ETAT MEMBRE PAR LES ENTREPRISES D'ASSURANCES ET A LEURS RISQUES ET PERILS".

DE LA DECOULE:

A) RIEN N'EMPECHE UNE ENTITE D'ASSURANCES D'OPERER A L'INTERIEUR D'UN REGIME DES ASSURANCES SOCIALES, A CONDITION QU'ELLE ASSUME UN RISQUE ET QUE LA LEGISLATION LE LUI PERMETTE.

**Comportements des ménages et innovations financières :  
spécificités nationales et convergences dans l'espace européen**

**A. Babeau**

*Université Paris-Dauphine, Paris*



COMPORTEMENTS DES MENAGES ET INNOVATIONS FINANCIERES :  
SPECIFICITES NATIONALES ET CONVERGENCES DANS L'ESPACE EUROPEEN

Les comportements financiers des ménages regroupent tous les comportements ayant trait à l'accumulation et à la gestion des patrimoines. Ces derniers, au niveau du ménage, peuvent être très modestes et très peu diversifiés ou, à l'autre extrémité de la distribution, très importants et comportant un grand nombre d'actifs financiers ou non financiers.

Les comportements financiers qui concernent aussi bien l'accumulation et la gestion des actifs (y compris les encaisses de transaction) que l'accumulation ou la gestion des passifs, dépendent d'assez nombreux facteurs :

- 1 - D'abord, les "goûts" des ménages et notamment la fameuse "préférence pour le présent" ; on ne peut pas non plus exclure certaines "préférences de structures" ayant trait, par exemple, à la composition des patrimoines ;
- 2 - Les "dotations" économiques qui interviennent comme des contraintes : niveau de patrimoine de départ, niveau de revenu par tête ;
- 3 - L'environnement économique et financier qui a, de plus en plus, une dimension internationale, en particulier dans la fixation des taux d'intérêt. Mais les systèmes de prix d'actifs (notamment les prix des actifs physiques) et les besoins de financement des agents non financiers autres que les ménages (entreprises sociétaires) gardent souvent un caractère national ;
- 4 - Les réglementations nationales particulières qui concernent les institutions financières elles-mêmes et les produits financiers, soit dans leurs caractéristiques intrinsèques (rémunération des dépôts, durée des prêts, etc...), soit dans la fiscalité qui y est attachée ; dans plusieurs pays existent également des politiques délibérées de stimulation de l'épargne ;
- 5 - Les comportements d'offre des institutions financières qui incluent l'éventail des produits disponibles, les conditions de leur production et les modalités de leur distribution.

Les comportements financiers des ménages que nous observons résultent du jeu complexe de ces cinq séries de facteurs. Or la vague d'innovations financières apparue il y a une quinzaine d'années, d'abord sur le continent nord-américain, ensuite dans la plupart des pays développés, a surtout concerné, de façon d'ailleurs variable d'un pays à l'autre, les facteurs

numérotés 4 et 5, sans changer a priori les facteurs numérotés 1 à 3. Il n'est donc pas surprenant dans ces conditions que, dans les comportements observés, dans les structures de patrimoine, le poids des spécificités nationales reste considérable. Ces spécificités sont visibles dans les comportements d'épargne d'endettements, d'investissement et de placements financiers.

Nous projetons, dans une première partie de cet exposé, d'insister sur les différents aspects de ces spécificités nationales. Cependant la vague d'innovations financières du début des années soixante-dix - portée d'ailleurs par des facteurs économiques généraux comme le déficit des pouvoirs publics et la hausse des taux d'intérêt - a eu une dimension internationale très marquée et a en conséquence entraîné dans certains domaines, un début d'homogénéisation des comportements des ménages, par exemple à l'égard de la gestion des encaisses de transaction et de la détention des valeurs mobilières ; c'est ce que nous voudrions développer dans la seconde partie de cet exposé.

Deux remarques avant de commencer, l'une, méthodologique, l'autre, de fond.

1° - Pour traiter correctement le sujet tel qu'il est présenté, il faudrait, dans l'idéal, disposer d'une énorme masse d'informations. En particulier des enquêtes micro-économiques seraient très utiles pour faire entrevoir les changements de comportement dans le temps. Mais de telles enquêtes, quand elles existent, sont trop disparates d'un pays à l'autre et, à notre connaissance, aucune synthèse de ce type d'enquêtes n'a jamais été faite. On comprendra donc pourquoi tous les développements qui suivent sont fondés sur des données macro-économiques assez souvent publiées par des organismes internationaux (C.E.E., O.C.D.E.). Au surplus, même publiées dans des annuaires internationaux, ces données peuvent comporter de notables hétérogénéités : beaucoup de commentaires devront donc être présentés avec prudence.

2° - Ce qui nous intéresse le plus dans une éventuelle homogénéisation des comportements financiers des ménages c'est évidemment ce qui se passe dans l'espace européen non-socialiste et, en particulier dans l'espace de "l'Europe des douze". Cependant, là encore, les lacunes qui subsistent dans l'information rendent difficile l'exploration systématique et approfondie de cet espace. En outre, il est intéressant de pouvoir situer les comportements financiers des ménages de "l'Europe des douze" par rapport aux comportements financiers des ménages des autres pays développés.



I - LE POIDS IMPORTANT DES SPECIFICITES NATIONALES DANS LES  
COMPORTEMENTS FINANCIERS DES MENAGES DES PAYS DE L'EUROPE DES  
DOUZE.

Pour faire ressortir les spécificités nationales, il est sans doute nécessaire de se replacer dans un cadre général d'interprétation, ce cadre fût-il purement comptable. Beaucoup de commentaires concernant l'évolution des comportements d'épargne des ménages se contentent d'utiliser la relation :

$$/1/ \text{ Epargne brute} = \text{investissements bruts} + \text{capacité de financement}$$

Une telle relation est, à l'évidence, très insuffisante dans la mesure où la capacité de financement n'est qu'un solde qui, comme tous les soldes, détruit beaucoup d'informations. On a en effet en principe l'égalité :

$$/2/ \text{ Capacité de financement} = \text{Variations nettes des actifs financiers} - \text{Variations nettes de passif.}$$

soit encore :

$$/3/ \text{ Capacité de financement} = \text{Variations nettes des actifs financiers} - (\text{Emprunts nouveaux} - \text{Remboursements d'emprunts})$$

En remplaçant /3/ dans /1/ et en appelant "placements financiers" les variations nettes d'actifs financiers, il vient

$$/4/ \text{ Epargne brute} + \text{Emprunts nouveaux} = \text{Investissements bruts} + \text{Placements financiers} + \text{Remboursements d'emprunts.}$$

Soit enfin en rapportant toutes ces grandeurs au revenu disponible des ménages :

$$/5/ \text{ Taux d'épargne brut} + \text{Taux d'emprunt brut} = \text{Taux d'investissement brut} + \text{Taux de placements financiers} + \text{Taux de remboursement.}$$

Il est évident qu'une telle relation entre les ressources financières (membre de gauche) et leurs emplois (membre de droite) permet déjà de mettre en évidence beaucoup mieux que la relation /1/, les similitudes ou spécificités des comportements financiers des ménages. Cependant peu de pays publient des séries de remboursements d'emprunts des ménages et ce que l'on connaît le plus souvent c'est la variation nette de passif (emprunts nouveaux moins remboursements). Nous avons donc été obligé de restreindre notre ambition et de nous contenter au tableau 1, de la relation :

$$/6/ \text{ Taux d'épargne brut} + \text{Taux d'emprunt net} = \text{Taux d'investissement} + \text{Taux de placements financiers.}$$

Encore l'égalité prévue par la relation /6/ n'est-elle pas réalisée dans le tableau 1 pour deux raisons qui sont l'une et l'autre bien connues :

- l'existence de "transferts en capital" en provenance ou à destination des autres secteurs de l'économie ;
- la présence d'un "ajustement statistique" dû au fait que le solde du compte financier qui provient des informations fournies par les Banques centrales est souvent supérieur au solde du compte de capital émanant des données de la comptabilité nationale.

Sous cette réserve, le tableau 1 avec les données qui ont pu y être rassemblées fournit déjà un éclairage intéressant (1).

### I-1 - Les ressources financières des ménages

Composées de leur épargne brute et de leurs emprunts nets, les ressources financières des ménages font apparaître des situations très différentes : la Suède, par exemple, a un taux de ressources financières spécialement faible qui est dû plus à la modestie du taux d'épargne qu'au niveau du taux d'emprunt. Dans les quatre pays appartenant à "l'Europe des Douze", les différences sont à peine moins grandes. Un groupe de pays comprenant le Royaume-Uni, la France (et sans doute aussi la RFA) disposent d'un taux de ressources financières des ménages de l'ordre de 20 %. Deux pays de l'Europe du Sud (Italie et Portugal, mais aussi sans doute ni l'Espagne ni la Grèce), paraissent disposer d'un taux de ressources financières supérieur à 25 %.

---

(1) En passant on soulignera qu'un tel cadre de référence met cruellement en évidence l'inégal développement de la réflexion économique, à la fois théorique et appliquée. Le taux d'épargne, à lui seul, a suscité des tombereaux de littérature (fonctions de consommation micro et macro-économiques), les placements financiers des brouettes d'ouvrages (choix de portefeuille), mais les investissements des ménages, notamment dans le logement, n'ont fait l'objet que de travaux assez disparates et les comportements d'emprunt ou de remboursement n'ont que rarement intéressé les chercheurs, théoriciens ou appliqués. Il n'est ainsi pas sûr que la "matière grise" ait été toujours répartie proportionnellement à l'intérêt des différents domaines de recherche.

TABLEAU 1

LES RESSOURCES FINANCIERES DES MENAGES ET LEURS EMPLOIS

(en % du revenu disponible)

	RESSOURCES			EMPLOIS		
	Taux d'épargne brut	Taux d'emprunt net des remboursements	TOTAL	Taux d'inves- tissement brut	Taux de placements financiers	TOTAL
ROYAUME-UNI	11,6	9,2	20,8	6,9	14,6	21,5
	11,4	9,7	21,1	7,4	16,8	24,2
FRANCE	14,4	5,1	19,5	9,0	11,5	20,5
	13,7	4,2	17,9	8,6	11,7	20,3
ITALIE	24,8	1,1	25,9	10,9	15,4	26,3
PORTUGAL	28,5	9,7	38,2	9,7	24,9	34,6
SUEDE	5,7	9,5	15,2	4,9	9,6	14,5
	5,9	9,5	15,4	4,9	9,9	14,8
FINLANDE	12,8	6,8	19,6	10,1	9,8	19,9
ETATS-UNIS	12,5	10,8	23,3	9,0	18,2	27,2
CANADA	17,5	5,7	23,2	6,2	15,5	21,7
	17,5	5,2	22,7	5,4	16,1	21,5
JAPON	22,8	6,3	29,1	10,5	18,9	29,4
	21,0	6,0	27,0	9,4	17,8	27,2

Source : EUROSTAT, Comptes nationaux par secteurs, 1970-1982

OCDE, Comptes nationaux détaillés, 1971-1983 et 1972-1984

Au sens d'EUROSTAT ET DE L'OCDE, le secteur ménages inclut les entreprises individuelles.

En outre, pour l'Italie, le Royaume-Uni, la Suède et le Canada, les administrations privées sont regroupées avec les ménages, mais leur poids est très faible.

I-2 - Le taux d'épargne brut

Il est intéressant de resituer l'épargne des ménages dans l'ensemble de l'épargne nationale. C'est ce que fait le tableau 2 pour l'année 1982 et quatre pays de l'Europe des Douze. Dans ces quatre pays, l'épargne des ménages approche ou dépasse nettement la moitié de l'épargne nationale. En Italie en raison du déficit très élevé des administrations publiques, l'épargne des ménages dépasse même le total de l'épargne nationale.

TABLEAU 2

COMPOSITION DE L'EPARGNE NATIONALE BRUTE (en %) 1982

	Sociétés et quasi sociétés	Ménages et entreprises individuelles et administrations privées	Institutions de crédit et entreprises d'assurances	Administrations publiques	total
France	25,3	64,8	6,4	3,5	100,0
Italie	12,8	108,4	14,6	- 35,8	100,0
Pays-Bas	37,2	67,4	4,3	- 8,9	100,0
Royaume-Uni	42,8	47,6	11,0	- 1,4	100,0

Source : EUROSTAT, Comptes nationaux, 1970-1982.

Le tableau 3 fait référence à des taux d'épargne plus récents que ceux du tableau 1. Dans l'Europe des Douze, la RFA, le Royaume-Uni et la France paraissent dans des situations assez proches. Comme ci-dessus, les ménages italiens semblent avoir un taux d'épargne particulièrement élevé. Pour l'Italie, comme d'ailleurs pour le Portugal, on voudrait être sûr qu'il n'y a là aucun biais dans la mesure de ce taux. Il est en effet curieux que des pays à niveau de vie moyen plus modeste que celui des autres pays européens aient un taux d'épargne tellement plus élevé. Il est vrai que l'on a peu étudié les facteurs structurels expliquant les différences internationales de taux d'épargne, pas plus d'ailleurs que les facteurs structurels expliquant l'évolution à long terme du taux d'épargne dans un pays donné.

Mais les facteurs conjoncturels d'évolution du taux d'épargne ont été davantage étudiés : là encore, on s'aperçoit que les facteurs qui influencent les comportements sont assez variables d'un pays à l'autre. De toutes les hypothèses testées sur neuf pays, une seule semble faire l'unanimité (1) : à court

(1) Teyssier (R), Eléments de comparaison internationale du comportement de consommation des ménages, Ministère de l'Economie, Direction de la Prévision, 1982, ronéoté, 22 pages, Les pays concernés sont les Etats-Unis, le Royaume-Uni, le Canada, la RFA, la Belgique, les Pays-Bas, l'Italie, le Japon et la France.

terme, le taux d'épargne fluctuerait autour de sa valeur tendancielle dans le même sens que l'évolution des revenus de part et d'autre de leur croissance tendancielle. Un point supplémentaire de pouvoir d'achat du revenu au-delà de sa croissance tendancielle impliquerait une augmentation du taux d'épargne de 0,3 point en France et en Belgique, mais seulement de 0,1 point au Japon.

TABLEAU 3

TAUX D'EPARGNE DES MENAGES  
(en % du revenu disponible)

	1984	1985	1986
Italie	23,7	24 1/4	24 1/4
Royaume-Uni	11,7	12 1/4	12 1/2
France	13,7	13,0	12 1/2
R F A	11,6	11 1/2	11 3/4
Etats-Unis	6,3	4 1/4	4,0
Canada	13,4	13 1/2	12 1/4
Japon	17,7	17 1/2	17 1/2

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 1985.

L'hypothèse de constitution d'encaisses de précaution liée à l'extension du chômage n'apparaît vérifiée qu'en RFA, en France et aux Etats-Unis : dans ces trois pays, un point supplémentaire de taux de chômage impliquerait une augmentation du taux d'épargne de 0,6 à 0,9 point.

Les variations du taux d'inflation autour de leur valeur moyenne paraissent influencer positivement le taux d'épargne de certains pays : ainsi un point supplémentaire d'inflation entraînerait une augmentation du taux d'épargne de 0,15 point au Royaume-Uni, 0,22 point aux Pays-Bas, 0,27 points au Japon et 0,28 points au Canada.

Ces résultats ont été cités comme illustration des résultats économétriques que l'on peut obtenir dans ce domaine. A part celle du revenu, toutes les autres influences apparaissent comme très fragiles. En outre, ni le niveau du patrimoine accumulé, ni celui du taux d'intérêt réel ne paraissent jouer de rôle bien net dans l'évolution du taux d'épargne.

I-3 - Le taux d'emprunt des ménages.

Au tableau 1, on n'a pu faire figurer que les taux d'emprunt nets de remboursement et cela est très regrettable : pour des pays comme la France, le Royaume-Uni ou la RFA les remboursements d'emprunts de court, moyen et long terme peuvent représenter actuellement de 3 à 5 % du revenu disponible du ménage. Pour des taux d'épargne de l'ordre de 12 %,

on voit qu'il ne s'agit pas d'un emploi marginal puisque c'est entre le quart et la moitié de cette épargne qui est utilisée pour faire face aux remboursements. Il est donc dommage que l'on ne puisse pas disposer d'informations plus précises pour étudier les différences d'épargne "contrainte" : en effet les remboursements d'emprunts constituent la forme la plus importante d'épargne contractuelle.

Les taux d'emprunt nets que l'on a pu calculer font ressortir des différences de comportement assez sensibles : trois groupes de pays apparaissent dans le tableau 1. Les pays où les ménages sont apparemment de gros emprunteurs : Royaume-Uni, Portugal, mais aussi Suède et probablement Etats-Unis (emprunts nets proches de 10 % du revenu disponible). Un second groupe rassemble les pays dont le taux d'emprunt ne dépasse guère 5 à 6 % du revenu disponible : France, Canada et Japon. Enfin le cas de l'Italie apparaît comme tout à fait sui generis avec un taux d'emprunt des ménages spécialement faible, au moins d'après les statistiques dont nous avons pu disposer.

On pourrait évidemment arguer que des statistiques de flux pour une seule année sont trop fragiles pour fonder une typologie. Cela est bien évident ; mais d'une part ces statistiques de flux sont moins instables que les statistiques désagrégées de flux financiers, d'autre part les statistiques de stocks auxquelles nous avons pu avoir accès confirment grosso modo ce classement : les encours de dettes de toutes durées représenteraient aux Etats-Unis, au Canada et au Royaume-Uni de 16 à 18 % de la valeur du patrimoine brut total des ménages contre 10 à 12 % en RFA, en France et au Japon (cf. tableau 7), et quelques pourcents seulement pour l'Italie.

Pour approfondir l'étude des comportements d'endettement, il faudrait disposer d'informations dans la double dimension indiquée à la figure 1 qui, déjà, au niveau d'un pays donné est assez difficile à remplir.

COMPOSITION DE L'ENDETTEMENT  
(en encours)

Court terme      Moyen et long terme

Ménages au  
sens strict

Entreprises  
individuelles


Figure 1

Contentons-nous donc à cet égard d'indications qualitatives. Dans la plupart des pays développés, les emprunts des ménages à titre professionnel sont nettement minoritaires dans l'ensemble des emprunts des ménages, ne semblant guère dépasser le quart ou le tiers du total ; mais il y a sans doute là aussi des différences entre pays que nous ne pouvons pas mettre en lumière en l'état actuel de nos connaissances.

Dans le partage entre crédits à court terme d'une part, crédits à moyen et long terme de l'autre, il n'est pas douteux que des différences importantes apparaissent : dans des pays comme les Etats-Unis et le Canada, les encours de crédits à court terme (crédits à la consommation) représentent sans doute de 25 à 30 % de l'endettement total. En Europe continentale (RFA, France), les emprunts à court terme ne dépassent sans doute pas une quinzaine de pourcents du total de l'endettement. Notons toutefois qu'en flux au moins, l'endettement de court terme paraît jouer un rôle important dans un pays comme le Portugal (40 % d'emprunts à court terme dans le flux total d'emprunts nets de l'année 1981).

Dans la plupart des pays où l'endettement des ménages joue un rôle, c'est évidemment l'endettement hypothécaire pour l'achat du logement qui occupe la place principale correspondant assez souvent aux trois quarts de l'encours. Cette place doit cependant varier d'un pays à l'autre, non seulement en raison de la propension des ménages à s'endetter à long terme, mais aussi en raison des caractéristiques techniques des prêts par exemple, suivant les pays, la durée des prêts hypothécaires pour le logement varie de 15 à 50 ans. Mais cet endettement est évidemment aussi en relation avec l'importance des investissements réalisés dans le logement.

#### I-4 - Le taux d'investissement des ménages.

Le tableau 1 fait apparaître, du point de vue du taux d'investissement brut, deux groupes de pays : les pays à taux d'investissement de l'ordre de 9 à 10 % du revenu disponible ; il s'agit de pays européens (France, Italie, Portugal) mais aussi des Etats-Unis et du Japon. L'autre groupe de pays fait ressortir des taux d'investissement des ménages plus faibles, compris entre 5 et 7 % de leur revenu disponible (Royaume-Uni, Suède, Canada).

Cet investissement a deux composantes : l'investissement logement et l'investissement professionnel. Mais ce dernier paraît assez nettement minoritaire : dans un pays comme la France, il représente à peine plus du quart de l'investissement total. La structure de l'endettement à moyen et long terme paraît donc proche de la structure de l'investissement.

Comme d'autre part l'investissement en logement est largement le fait des ménages, il n'est pas étonnant que l'on retrouve (tableau 4), à partir du pourcentage d'investissement

logement (ménages et autres secteurs) dans le produit intérieur brut, un classement assez comparable à celui qui ressort du tableau 1. Mais le tableau 4 ne concerne que des pays européens.

Sur la moyenne de la période 1976-1981, les pays gros investisseurs dans le logement (au-dessus de 6 % du P.I.B.) ont été la RFA, l'Italie, la France et la Grèce. La Belgique et l'Italie se situent dans un second groupe. La Suède et le Royaume-Uni viennent assez loin derrière.

**TABLEAU 4**  
**FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE DANS LE LOGEMENT**  
en pourcentage du produit intérieur brut

	1981	Moyenne sur la période 1976-1981
Belgique	4,0	5,4
France	6,0	6,4
Grèce	6,0	7,4
Italie	5,6	6,1
Pays-Bas	5,6	5,7
RFA	6,6	6,2
Royaume-Uni	2,1	3,0
Suède	4,6	4,5

Source : Les cahiers de l'ANAH, n° 33, 1985

La proportion de ménages propriétaires de leur logement principal (tableau 5) n'a pas nécessairement de rapport avec le niveau d'investissement des ménages dans le logement des différents pays. Avec une proportion élevée de locataires, on peut avoir un fort niveau d'investissement des ménages dans le logement, si un tel placement est considéré comme rentable. Cependant on ne peut nier que les politiques d'aide à l'accession à la propriété du logement principal, dans des pays comme la France, n'aient contribué à soutenir puissamment le volume d'investissement des ménages dans le logement (importance du secteur "aidé" par rapport au secteur non aidé).

Selon le tableau 5, la proportion de ménages propriétaires de leur logement principal apparaît presque inversement proportionnelle au niveau de vie des différents pays, mais on sait cependant que les Etats-Unis ont un taux de propriétaires très élevé (supérieur aux deux tiers des ménages).

Pour être plus complet en ce qui concerne le volume de l'investissement en logement, il faudrait encore mentionner le poids des résidences secondaires qui, dans des pays comme la France, occupent une place non négligeable puisque quelque 10 % des ménages y sont propriétaires d'une telle résidence (le taux est du double dans la région parisienne). Il faudrait



aussi signaler que, dans certains pays, la baisse de l'investissement dans le logement neuf a été en partie compensée par l'augmentation du volume des travaux et des dépenses de gros entretien.

TABLEAU 5  
TAUX DE PROPRIETAIRES OCCUPANT LEUR LOGEMENT EN EUROPE  
(en % du parc de résidences principales)

	Vers 1960	1982-1983
Belgique	49,7	61,0
Pays-Bas	32,0	44,0
France	41,6	51,0
RFA	35,1	40,0
Royaume-Uni	41,0	60,0
Italie	45,0	60,0
Espagne	50,6	69,0
Autriche	38,0	52,9
Suède	36,2	41,0

Source : Nations-Unies

#### I-5 - Taux de placements financiers

D'après le tableau 1, le taux de placements financiers varie beaucoup d'un pays à l'autre : moins de 10 % des réserves disponibles en Suède et près de 25 % au Portugal. De telles différences demanderaient naturellement à être confirmées.

Le tableau 6 fournit, pour quatre pays européens, la décomposition des placements financiers : de tels flux annuels peuvent évidemment beaucoup changer d'une année à l'autre et un calcul de structure moyenne sur plusieurs années serait plus fiable (ils ont été faits pour la RFA).

Tel qu'il est, le tableau 6 fournit déjà d'intéressantes indications :

- en ce qui concerne les placements en assurances-vie et fonds de pension, la faiblesse des pays pratiquant le système de la répartition (France, Italie) apparaît bien face aux pays qui ont davantage recours à la capitalisation (Royaume-Uni, RFA)
- en ce qui a trait aux valeurs mobilières, le Royaume-Uni, avec des placements négatifs, se singularise par rapport aux trois autres pays où la part de ces placements est de 15 à 25 %.

- en ce qui concerne la place du numéraire et des dépôts à vue, la France et l'Italie sont en tête laissant loin derrière elles le Royaume-Uni et la RFA. Mais on verra plus loin cependant qu'il s'agit là d'un domaine dans lequel les évolutions vont dans le même sens.

Après avoir passé en revue les spécificités des différents pays du point de vue de la formation du patrimoine (flux annuels), il convient de s'interroger sur les spécificités qui peuvent exister dans les patrimoines existants.

TABLEAU 6  
COMPOSITION DES PLACEMENTS FINANCIERS DES MENAGES (en flux)

	RFA (moyenne 1980-1983)	France (1983)	Italie (1982)	Royaume-Uni (1982)
Numéraire et dépôts à vue	4,2	14,1	27,2	9,7
Autres dépôts et épargne-logement	} 44,0	50,2	36,9	50,6
Titres à court terme		- 2,6	12,8	- 0,2
Obligations	24,2	12,3	14,2	- 1,9
Actions	0,3	13,2	0,8	- 2,6
Réserves techni- ques des assu- rances et fonds de pension	27,3	12,8	8,1	44,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : Eurostat et calculs personnels à partir de divers documents

#### I-6 - La composition des patrimoines

On ne passe pas aisément et immédiatement de la structure des flux récents à la composition des patrimoines actuels pour au moins deux raisons :

- la composition actuelle des patrimoines dépend de flux parfois très anciens : ainsi les achats nets de terres et terrains pour les ménages sont quasi-inexistants depuis très longtemps et pourtant les terres et terrains continuent d'occuper une part non négligeable dans les patrimoines, même si cette part décline ;

- entre la constitution des flux (par exemple, d'investissements en logements ou en actions) et la valorisation du stock s'interposent des mouvements de prix qui, pour certaines années, peuvent être plus importants que le flux marginal constitué.

Au tableau 7 figurent, pour la fin de l'année 1983, la composition et la valeur moyenne par ménage du patrimoine brut dans quatre pays différents : deux pays européens et deux pays nord-américains. Du point de vue de la valeur moyenne, les comparaisons sont évidemment très sensibles aux taux de change utilisés : mais les Etats-Unis viennent assez nettement en tête et la France en dernière position devancée par l'Allemagne fédérale.

Du point de vue de la composition, on notera la très grande similitude entre les patrimoines des ménages allemands et français : dans les deux pays, plus des deux tiers d'actifs physiques dont quelque 10 % correspondent au patrimoine professionnel. Du côté des actifs financiers, la relative faiblesse des placements en assurances-vie et fonds de gestion est compensée en France par un plus grand recours aux actions et titres de sociétés d'investissement.

Les patrimoines nord-américains (dont se rapproche sans doute de ce point de vue le patrimoine des ménages anglais) possèdent une structure très différente : la moitié au moins du patrimoine en actifs réels avec en particulier une relative faiblesse de la part des actifs résidentiels ; des actifs financiers importants dans lesquels la détention d'actions paraît jouer un rôle sensiblement plus grand qu'en Europe continentale.

Malgré les similitudes dans la composition du patrimoine en RFA et en France, il reste dans "l'Europe des Douze", on l'a vu, des spécificités notables dans les comportements financiers des ménages, que ces spécificités soient dues au niveau de vie, aux goûts ou aux particularités institutionnelle et réglementaires. Cependant, en dépit de ces spécificités, plusieurs évolutions récentes sont intervenues, qui conduisent à une certaine convergence des comportements.

## II - INNOVATIONS FINANCIERES ET CONVERGENCES DES COMPORTEMENTS

Malgré les spécificités nationales qui ont été mises en évidence dans la première partie de cette contribution, sont apparues depuis une dizaine d'années un certain nombre de convergences dans les comportements des ménages, convergences qui résultent de la conjonction d'un assez grand nombre de facteurs, pas toujours indépendants, que nous nous contenterons d'énumérer :

TABLEAU 7

COMPOSITION ET VALEUR MOYENNE DU PATRIMOINE  
(fin 1983, en %)

	FRANCE	RFA	ETATS-UNIS	CANADA
Terres et terrains	7,6	)	10,3	13,3
Actifs résidentiels	50,3	)	20,4	21,7
Capital professionnel	9,6	10,8	20,0	7,5
Actifs réels	67,5	67,5	50,7	42,5
Monnaie, épargne liquide et à terme	19,3	19,9	17,3	21,2
Obligations	3,9	4,7	6,4	8,6
Actions	6,2	1,1	14,1	13,6
Réserves des compagnies d'assurances et des fonds de pensions	3,1	6,8	11,5	14,1
Actifs financiers	32,5	32,5	49,3	57,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Patrimoine moyen par ménage	en 1.000 F 598	en 1.000 DM 229	en 1.000 \$ US 134	en 1.000 \$ canadien
Rapport Endettement/Patrimoine brut en %	11,1		18,7	16,4

Source : France, INSEE, Comptes patrimoniaux et estimations CREP .RFA: Kredit und Kapital, Heft 9, 1985  
Etats-Unis, Survey of Current Business, mai 1982, volume 62 n°5.

- la hausse des taux d'intérêt réels résultant de l'augmentation des taux nominaux et/ou de la désinflation ;
- l'augmentation des risques des placements liés au ralentissement de la croissance et à certains endettements sectoriels ou géographiques importants ;
- la déréglementation qui a contribué à renforcer la concurrence entre les différents réseaux de collecte de l'épargne ;
- la vague d'innovations financières et techniques (les marchés de "futures", l'internationalisation des marchés, etc..) qui, comme la déréglementation, est partie du continent nord-américain, mais a bientôt atteint les pays européens ;
- les déficits publics souvent liés à l'entrée dans la "crise" et qui ont été à l'origine d'importants emprunts et ont lancé la fameuse controverse sur les "effets d'éviction" ;
- les stratégies des différents réseaux de collecte pour s'adapter aux facteurs qui viennent d'être évoqués et conserver ou agrandir leur part de marché.

Du côté des patrimoines non financiers, la hausse des taux d'intérêt et une certaine saturation des besoins du second-après-guerre ont contribué à ralentir, dans la plupart des pays de la CEE, les investissements des ménages dans le logement. Mais c'est du côté des patrimoines financiers des ménages que nous étudierons, de façon un peu plus approfondie, les différentes convergences concernant :

- la gestion des encaisses de transaction ;
- la gestion des encaisses de précaution ;
- l'attitude à l'égard des placements en valeurs mobilières ;
- l'attitude à l'égard des produits d'assurances-vie et d'épargne-retraite.

## II-1 - La gestion des encaisses de transaction

Au moment de l'inflation à deux chiffres, les encaisses de transaction des ménages, souvent non rémunérées, ont beaucoup souffert, perdant une partie non négligeable de leur pouvoir d'achat. C'est pourquoi, dès que des produits nouveaux se sont présentés, les ménages ont tenté de conjuguer liquidité et rentabilité. L'exemple initial a été donné par l'apparition des Money Market Funds aux Etats-Unis. Les billets et dépôts à vue détenus ont ainsi, même pendant la période de désinflation, vu leur part diminuer dans le patrimoine financier des ménages.

Si l'on considère le flux d'épargne financière, la monnaie et les dépôts à vue qui, au cours de la période 1970-1979, représentaient en RFA près de 9 % de l'épargne financière des ménages, n'en forment qu'à peine plus de 4 % en moyenne, dans la période 1970-1983 (1).

---

(1) Fricke (Dieter) in Kredit und Kapital, Duncker et Humblot, 1975, Der volkswirtschaftliche Sparprozess, p. 441.

TABLEAU 8  
COMPARAISONS INTERNATIONALES DE LA COMPOSITION DES PATRIMOINES FINANCIERS DES MENAGES  
(fin 1983 en %)

	ITALIE	FRANCE	R. F. A.	ROYAUME-UNI 1981	ETATS-UNIS	CANADA	JAPON
Billets et dépôts à vue	24,4	17,5	7,7		5,7		11,2
Dépôts d'épargne, dépôts à terme	47,7	41,9	49,0	42,6	29,6	35,1	53,6
Réserves des assu- rances et fonds de pension	6,0	9,5	19,2	33,9	23,2	23,3	15,2
Valeurs mobilières	21,9	31,1	16,9	21,3	41,5	36,6	12,8
. emprunts et obliga- tions	(14,4)	(12,0)	(13,5)	(6,3)	(12,9)	(14,1)	(8,6)
. actions *	(7,5)	(19,1)	(3,4)	(15,0)	(28,6)	(22,5)	(4,2)
Autres actifs finan- ciers **			7,2	2,2		5,0	7,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources: Kredit und Kapital, op. cit., p. 831 - France, INSEE et diverses autres sources nationales.

\* Ces actions comprennent les actions nationales ou étrangères et les titres des sociétés d'investissements.

\*\* Notamment les dépôts en trust pour le Japon.

En France, l'évolution est plus récente : en 1982, la monnaie et les dépôts à vue représentaient encore près de 21 % de l'épargne financière des ménages ; en 1983, ce pourcentage est tombé à 12 %. Il ne s'est pas rétabli au cours des années récentes et les dépôts en fonds de trésorerie (SICAV et FCP) ont beaucoup progressé (1).

Aux Etats-Unis, au cours de la période 1980-1983, les dépôts (stocks) en Money Market Funds en sont venus à représenter plus de la moitié de l'épargne détenue sous la forme de monnaies et dépôts à vue (2).

Au tableau 8, figure la composition du patrimoine financier des ménages de 7 pays différents : quatre de la CEE et 3 pays extérieurs. Ce tableau est, comme les autres, à prendre avec une très grande prudence car l'on n'est jamais sûr de la parfaite correspondance des nomenclatures.

Si l'on en croit cependant ce tableau, la part de la monnaie et des dépôts à vue, malgré les évolutions intervenues, reste forte dans des pays comme l'Italie ou la France, par rapport à la RFA et aux Etats-Unis.

## II-2 - La gestion des encaisses de précaution

La plus grande sensibilité des ménages au rendement de leur épargne les a amenés, en face d'une palette de plus en plus riche de produits offerts, à diversifier leurs encaisses de précaution.

En RFA, ce fut l'apparition des Sparbriefe (Sparkassenbriefe) qui, avec des taux d'intérêt plus élevés, vient compléter les comptes d'épargne. Dans ce pays, de nombreuses formes d'épargne particulières sont apparues, cependant que se modifiait la politique d'aide gouvernementale à l'épargne. Au total, en flux, les dépôts d'épargne simples ne représentaient plus que 16,5 % des placements financiers des ménages au cours de la période 1980-1983, alors qu'ils en représentaient près de 37 % en moyenne entre 1970 et 1979. Au contraire, de la première à la seconde de ces deux périodes, la part des dépôts à terme des ménages allemands augmentait considérablement puisqu'elle passait de moins de 13 à près de 23 % de leurs placements financiers (3).

En France, dès le début des années 1980, on a assisté à une baisse très prononcée des dépôts en Caisse d'Épargne. La concurrence des dépôts à terme dans les banques et des émissions d'obligations jouait certainement un rôle important. En septembre 1981, l'accès aux conditions intéressantes des

(1) Babeau (André), Kredit und Kapital, op. cit. p. 760.

(2) Akhtar (A) et Frydl (E.J.), Kredit und Kapital, op. cit. p. 749.

(3) Fricke (Dieter) in Kredit und Kapital, op. cit. p. 441.

dépôts à terme fut rendu plus difficile. Mais l'offre de titres obligataires (importance des emprunts publics) est restée forte et les ménages ont alors souscrit des obligations, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire des fonds d'investissement (SICAV). Les fonds de trésorerie, pratiquement sans coût de transaction ont également joué leur rôle. Aussi les dépôts et livrets d'épargne ne sont pas remontés, cependant que les comptes et plans d'épargne-logement continuaient de se bien porter.

Rappelons qu'aux Etats-Unis, c'est dès le milieu de la décennie 1970 que les Savings and Loan Associations furent ébranlées par des retraits pour réaliser des placements plus rémunérateurs.

### II-3 - L'attitude à l'égard des placements en valeurs mobilière

Aux Etats-Unis, en raison de l'évolution défavorable du marché au cours de la décennie 1970, une partie des ménages semblent se détourner de la détention d'actions, mais la part des obligations dans le patrimoine financier des ménages augmente (1).

En RFA, la part des actions dans les flux d'épargne et dans le patrimoine financier des ménages (voir tableau 8) reste faible, mais l'augmentation de la part des obligations a été spectaculaire, passant, en flux d'épargne, de moins de 15 % au cours de la période 1970-1979 à plus de 24 % au cours de la période 1980-1983. Là encore, les émissions publiques ont joué un rôle important (2).

En France, dans les flux de placements financiers, les souscriptions de valeurs mobilières représentaient 14,3 % en 1973 ; elles sont passées à près de 29 % en 1983. Les souscriptions d'actions nouvelles de sociétés n'occupent qu'une place restreinte jusqu'à 1983 ; ce sont les souscriptions d'emprunts d'Etat et autres émissions du secteur public qui ont alors occupé la plus grande place. En 1984 et 1985, la souscription directe d'emprunts et obligations par les ménages a perdu du terrain et les souscriptions ont été plus souvent indirectes par l'intermédiaire de fonds d'investissement. Au tableau 8, dans les patrimoines financiers, la France ne paraît devancée, du point de vue de la part des actions, que par les Etats-Unis et le Canada : la bonne tenue de la Bourse de Paris au cours des années récentes explique pour partie cette observation ; mais il y a eu aussi d'importants placements en fonds d'investissement et ceux-ci sont ici répertoriés dans les actions.

(1) Akhtar et Frydl in Kredit und Kapital. op. cit. p. 748 ; cette augmentation est surtout due au fort volume d'émissions des autorités publiques (fédérales ou locales)

(2) Fricke (Dieter) in Kredit und Kapital, op. cit. p. 441.



Dans la plupart des pays développés, il faut naturellement mentionner l'influence des innovations financières sur le marché des titres : options d'achat sur les actions, obligations à taux variables ou convertibles en actions, obligations à terme etc... On n'en finirait pas d'énumérer les nombreuses catégories de titres qui ont vu le jour au cours des cinq à dix dernières années. Seuls les ménages les plus aisés y ont directement accès, mais ils sont souvent très appréciés par les investisseurs institutionnels car ils permettent de donner à leurs portefeuilles toutes les caractéristiques possibles en termes de rendement et de risque.

Enfin, il faut naturellement signaler l'importance prise par la dimension internationale des placements. Globalement, les portefeuilles des particuliers ont eu tendance à se diversifier du point de vue géographique. Là encore la diversification peut se faire en détenant directement des titres étrangers. Mais comme au risque d'évolution du taux d'intérêt des obligations et du cours des actions s'ajoute le risque des fluctuations de change, ces placements sont souvent l'affaire de professionnels : les ménages achètent alors des parts de fonds de placements, parfois spécialisés dans telle ou telle partie du monde.

#### II-4 - L'attitude à l'égard des produits d'assurance-vie et d'épargne-retraite

Le nouvel intérêt provoqué dans de nombreux pays développés par les produits d'assurance-vie et les produits d'épargne-retraite est sans doute dû à la conjonction de deux évolutions :

- la tendance de long terme au vieillissement des populations (faiblesse du taux de fécondité, qui abaisse le taux de rendement des systèmes de répartition,
- l'existence depuis plusieurs années de taux d'intérêt réels largement positifs qui ont contribué à élever le rendement du portefeuille des compagnies d'assurances.

A une clientèle rendue plus attentive, les compagnies d'assurances ont pu offrir des produits divers plus attrayants. Naturellement, l'intensité du mouvement a varié d'un pays à l'autre, en fonction du développement antérieur de l'assurance-vie et - ceci n'est pas totalement indépendant de cela - du poids respectif du système de la répartition et du système de la capitalisation dans le dispositif de protection vieillesse.

Aux Etats-Unis et au Canada, pays où l'assurance-vie était déjà bien développée, la part de ce type de placement (voir tableau 8) s'est simplement maintenue au niveau élevé qu'elle avait atteint antérieurement.

En Europe, la progression a été plus nette. Ainsi au Royaume-Uni, pays de forte pénétration de l'assurance-vie, la part des placements en flux dans les assurances-vie et fonds de pension a crû de 1982 à 1983 et plus encore l'année suivante (1).

En RFA, où les réserves des systèmes de retraite en capitalisation sont pourtant déjà importantes (voir tableau 8), la part moyenne des placements en assurance-vie et fonds de retraite par rapport à l'ensemble des placements financiers est passée de 18 % (période 1970-1979) à plus de 27 % (période 1980-1983) (2). Une partie d'ailleurs de ces contrats prennent place dans le cadre de loi des 624 DM d'aide à la formation du patrimoine (3).

En France, pays où la protection vieillesse fait peu appel au système de la capitalisation et où l'assurance-vie est relativement peu développée (voir tableau 8), le mouvement est de même sens et de même ampleur qu'en FRA, même s'il se situe encore, globalement, à un niveau inférieur : 7 % des placements dans l'assurance-vie en 1973 et près de 13 % en 1983 (4).

Du point de vue de la composition des patrimoines financiers (tableau 8), la France est encore loin du Royaume-Uni et même de la RFA en ce qui concerne la part de patrimoine détenue en produits d'assurance-vie et fonds de pension. Mais elle est elle-même assez loin devant l'Italie, pays où le régime de base de protection vieillesse, géré en répartition, joue un rôle essentiel.

#### CONCLUSION

Du point de vue du comportement financier des ménages l'espace européen comporte encore beaucoup d'hétérogénéités. Il y a l'Europe du Nord et l'Europe du Midi. Il y a peu, certains pays européens investissaient beaucoup dans le logement, d'autres beaucoup moins. Encore maintenant, il y a des pays dans lesquels les ménages s'endettent volontiers, d'autres où le recours à l'emprunt est encore assez rare. Il y a des pays à fort taux d'épargne et des pays - parfois plus développés - où le taux d'épargne est modeste. Enfin il y a des pays où la

(1) Rapport de la Banque centrale d'Angleterre, septembre 1985, p. 181.

(2) Fricke (Dieter) op. cit. p. 441.

(3) Sandvoss (Ernst-Otto) in Kredit und Kapital, op. cit. p. 263.

(4) Babeau (André) in Kredit und Kapital, op. cit. p. 760

protection vieillesse a plutôt déprimé les placements fondés sur une technique de capitalisation, d'autres où ceux-ci ont été confortés par celle-là.

Malgré ces hétérogénéités, d'assez nombreuses convergences sont apparues dont les principales causes ont été rappelées. Ces convergences ne concernent pas seulement les pays de la CEE, mais dans presque tous les pays de la CEE, elles apparaissent. A part le Royaume-Uni où la part du patrimoine financier dans le patrimoine total était déjà très élevée cette part progresse ailleurs plus ou moins vite et notamment en RFA et en France. Au sein des actifs financiers, la part des actifs monétaires peu (ou pas) rémunérés diminue. Si cette part reste encore élevée dans un pays comme l'Italie et, à moindre degré, comme la France, elle paraît nettement plus faible en RFA. Dans la plupart des pays, ce résultat est à attribuer au développement de dépôts spéciaux mieux rémunérés, des portefeuilles de valeurs mobilières et de l'épargne contractuelle (assurance-vie ou logement).

Dans ce processus de convergence qui se poursuit, le rôle actif de tous les réseaux et intermédiaires financiers a été et reste important.

Celui de la Commission des Communautés Européennes devrait l'être également, dans la ligne des propositions contenues dans le livre blanc adressé au Conseil en juin 1985. L'objectif ultime qui consiste dans ce domaine à accélérer le développement économique de la Communauté en réalisant une allocation optimale de l'épargne européenne paraît effectivement primordial. Et dès lors apparaît comme souhaitable la mise en place aussi rapide que possible d'un "système financier intégré attractif et concurrentiel". A cet égard, le calendrier, jusqu'à 1992, fourni dans le livre blanc, en ce qui concerne les propositions de directives ou de recommandations, est particulièrement intéressant. L'harmonisation de l'activité du secteur bancaire et du secteur des assurances doit être promue afin de donner aux épargnants le maximum de liberté dans le choix des placements et services financiers. L'interconnexion des marchés de titres est aussi de nature à élargir l'ensemble de choix des détenteurs de portefeuille.

De même, l'influence de la fiscalité sur les décisions financières des particuliers ne doit pas non plus être négligée. De ce point de vue, il serait certainement utile d'introduire une réflexion sur l'influence exercée par les traits spécifiques de tel ou tel système fiscal national (mode de taxation du capital, déductibilité des intérêts payés sur les emprunts, modalités précises d'imposition des revenus) sur les comportements financiers des particuliers. Il est certain que, dans ce domaine, un travail approfondi de comparaisons internationales nous en apprendrait beaucoup sur la sensibilité des ménages à l'existence de mesures fiscales spécialement favorables ou défavorables à tel ou tel type de comportement.

Enfin, pour faire progresser les connaissances, il serait aussi très utile de favoriser, dans la Communauté, le développement harmonisé des comptabilités patrimoniales, tout spécialement en ce qui a trait au patrimoine des particuliers. Certes, les comptabilités patrimoniales ont progressé dans certains pays de la Communauté, mais cette progression est loin d'être générale et, quand elles existent, les comparaisons de ces comptes, d'un pays à l'autre, restent difficiles. Rappelons aussi l'intérêt qu'il y aurait à mener, à l'intérieur de la Communauté, une grande enquête sur les comportements financiers des particuliers (épargne, endettement, placements) en utilisant dans tous les pays le même questionnaire et à exploiter systématiquement cette enquête en faisant ressortir les spécificités de structures (économiques, financières et fiscales, mais aussi démographiques, sociologiques et psychologiques) qui expliquent les différences observées dans les comportements financiers.

# **Consumer protection**

**J. Mitchell**

*National Consumer Council, London*

✓

We are in the early stages of an exciting - but partly unpredictable - revolution in personal financial services. How will this revolution provide consumers in the European Community with the opportunity to improve the range, quality and choice of the financial services they get? What strategies should the institutions of the European Community adopt to ensure that consumers, as well as financial institutions, benefit from the changes that will take place?

The three most significant aspects of this revolution in financial services are:

- A The breaking down of barriers between different types of financial institutions;
- B The extension of new communications technologies from back office operations to service delivery to consumers;
- C The growing internationalisation of personal financial services.

Each of these will be examined from the consumer viewpoint.

#### The breaking down of barriers between different types of financial institutions

The barriers between different types of financial institution are coming down with increasing speed. A particular type of financial institution is no longer tied to a specific financial service. Financial institutions are beginning to compete with each other over a wide range of financial services.

This is not just a matter of changes in the boundaries of prudential control for different types of financial institution, but a direct response to consumers' needs. The radical changes that building societies in the UK are undergoing are a good example of this. In 1983, the UK National Consumer Council carried out a major study of Banking Services and the Consumer (Methuen, 1983). One of the aims of the study was to find out to what extent consumers wanted building societies to compete with banks over the whole range of retail banking services. The study included a national random sample survey of UK consumers. Within that sample, there was a sub-sample of consumers who had both bank and building society accounts, and who were therefore in a position to compare both types of financial institution. The percentages of the sub-sample who wanted to see their building societies provide specific banking services are shown in Table I below.

Table I : UK consumers' attitudes to building societies providing banking services.

Question: "If building societies were able to offer a range of banking services such as those listed as this card, which, if any, would you like your building society to be able to provide you?"

Cheque book facilities	56%
Payment of standing orders	39%
Cash dispensers (ATMs)	32%
Personal loans (unsecured)	28%
Travellers' cheques	26%
Overdraft facilities	20%
None of these	23%
Don't know	<u>3%</u>
No. in sub-sample	<u>834</u>

source: National Consumer Council

The significant point about these figures is that the sub-sample consisted of consumers who already had accounts at both a bank and a building society and who could therefore already obtain all these services from their bank. Nevertheless, substantial proportions also wanted to be able to obtain them from their building society. It is evidence that points to consumers wanting a choice between different types of financial institution in the provision of personal financial services.

In the UK, the situation has changed since the National Consumer Council survey was carried out. New legislation, The Building Societies Act 1986, has just been passed by Parliament. Under this Act, as well as their traditional function of lending money to consumers to buy houses, building societies may now also:

- Make unsecured loans;
- Lend on overdraft;
- Engage in money transmission services;
- Engage in foreign exchange services;
- Establish and administer pension schemes;
- Establish and manage personal equity plans (through a subsidiary);
- Establish and manage unit trust schemes for provision of pensions (through a subsidiary),
- Arrange provision of insurance to individuals;
- Provide estate agency services (through a subsidiary).



From this list, it will be clear that building societies are now not only in a position to compete with banks over a wide range of banking services, but are also free to provide pensions, insurance and estate agency services.

This is one example of the demolition of barriers between different types of financial institution. An even more significant one is in prospect in the UK in the form of the Financial Services Bill, which is currently under discussion in the UK Parliament and which will transform both the boundary patterns and systems of prudential control for financial institutions providing savings and investment services to consumers.

There is no doubt consumers can benefit from the increasingly direct competition between different types of financial service. However, the costs of providing each service should be transparent and there should be no concealed cross-subsidisation, which distorts competition. In the UK, for example, the banks have until recently been reticent about disclosing their charging structures, though this situation is now improving. In France, legislation stipulated, as from 1 November 1984, all banks should exhibit their charges for their principal services, either in a leaflet or a notice. However, in a survey carried out between mid-December 1984 and mid-January 1985, l'Union Federale des Consommateurs found that, of a sample of 278 bank branches visited, 229 (82.4%) did not comply with the law (Que Choisir? April 1985).

Giving consumers comprehensive and accurate information about charges is only one aspect of market transparency, but it is a significant one in a period of rapidly increasing competition between different types of financial institution. Community policies should have improved transparency as an explicit objective.

#### The extension of new communications technologies from back office operations to service delivery to consumers

The three most significant new technologies from the consumer viewpoint are Automated Teller Machines (ATMs), Electronic Funds Transfer at Point-of-Sale (EFTPOS) and home banking.

- i ATMs are such a widespread feature of retail banking services in most developed countries that it is easy to forget that they are a relatively recent innovation. The world total of ATMs (beginning 1985 figures) is about 134,000, of which 59,300 are in the USA, 38,366 in Japan and 21,797 in the European Community. These overall figures tend to mask wide variations in the density of ATM provision. The figures in Table II show that Japan has 323 ATMs per million population and the USA 250 per million, compared with only 68 per million in the European Community. This suggests that expansion of the ATM network may still have a long way to go in the Community.

Within the European Community, Table II again shows wide variations in the density of ATM provision between member states. Consumers in France and the UK are relatively well provided for, with 132 and 122 ATMs per million population, respectively. By extreme contrast, the density in Greece, the Netherlands and Portugal is 3 ATMs per million population, or less. Comparing the European Community as a whole, as well as some of its individual member countries, with other economically developed countries, it is surprising to find this relative under-provision of ATMs.

One possible explanation is that consumers' requirements vary appreciably between countries. In the absence of any evidence one way or the other on that point, the question should also be put as to whether retail banking institutions throughout the Community are sufficiently aware of the advantages that ATMs offers consumers. ATMs make it easier for consumers to get at their own money, especially out of banking hours. They also appeal to those consumers who prefer to keep their personal contacts with bank staff to the minimum.

There are, of course, some disadvantages. ATM reliability has improved since their first, shaky introduction, but service failure (for example, card eating, running out of cash) is still a common problem for consumers. Also, looking to the future, there are three ATM developments that would benefit consumers:

- It is little use a consumer having an ATM card if it can only be used at a small number of ATMs. A widespread ATM network is of great importance to the consumer. For medium-sized and smaller financial institutions, this means that ATM network sharing arrangements are very significant in promoting consumer acceptance and use. In Denmark, this is a battle that has been fought and won by the consumer organisation, Forbrugerradet.
- There should be more ATMs installed at public sites, such as railway and bus stations, airports, hospitals, colleges, factories and shopping centres. Banks' thinking about ATM siting is still very conventional. The overwhelming proportion of ATMs are installed on bank premises. These are not always sited conveniently for where consumers live and work.

- The ability of ATMs to handle consumer deposits should be improved. Financial institutions should be developing new technology to help consumers build up their savings as well as to give them easier access to their money. Most ATMs in use in the European Community only take deposits in a sealed envelope which is opened and counted later. However, a new range of Japanese ATMs accepts coins and bank notes, counts them and recycles the notes within the ATM so that they can be used for subsequent withdrawals. This 'turnaround' system is estimated to reduce ATMs cash needs by 80 per cent. There does not seem to be any equivalent European technology.

ii The comparative international development of EFTPOS is also shown in Table II. The total figure of 71,860 EFTPOS terminals within the European Community (225 per million population) means little in view of the enormously wide diversity of experience. In France, Carte Bleue and Credit Agricole have taken the lead in developing decentralised networks and have agreed to a compatible card to be used in EFTPOS terminals. In Belgium, Mister Cash and Bancontact are multi-bank networks and there is a major retailer network in Maxi-Card. In Denmark, the banks are taking part in a centrally organised network. In other Community countries, the outlook for EFTPOS is at present less certain. In the UK, the banks collectively are still after several years in the planning stage of a centrally organised system, while three banks are pursuing their own individual trials. One building society (Anglia) has started its own EFTPOS scheme. In Germany, a centrally organised bank-based system is in preparation. Oil companies are also active in developing EFTPOS networks at petrol stations, following the US pattern.

The advantages of EFTPOS to consumers are not immediately self-evident. Because an EFTPOS transaction is faster than payment by cheque or credit card (though probably slower than paying cash) it could help to reduce consumer congestion at checkouts and tills. Paying by EFTPOS also means that the consumer doesn't have to carry so much cash. However, there are a number of unresolved consumer doubts about EFTPOS.

- Single-bank EFTPOS schemes that have featured in developments in a number of countries are unlikely to be generally acceptable to consumers in the long-term: the consumer is likely to be deterred by finding EFTPOS payment at a shop or petrol station is available only to customers of another bank.

- Consumers may lose the benefit of 'float' that they get when using a cheque or credit card.
- Consumers must be guaranteed absolute privacy, especially in relation to financial information: the retailer should not have access to information about the consumer's bank account.
- The handling of transaction refusals can be fraught with difficulties, which may involve the retailer.

There are still unresolved controversies about the costs and benefits of EFTPOS. It remains to be seen whether EFTPOS's advantages to consumers are significant enough to justify the considerable investment involved. If EFTPOS is to become a mass payment system within the community, consumers will need to be persuaded that it has worthwhile advantages compared with cheque, credit card and cash payment.

iii Home banking is at an even more experimental stage than EFTPOS. Figures for the number of consumers who have home banking facilities are not easily available, but within the European Community France almost certainly leads the way with an estimated 200,000 consumers subscribing to home banking services. Progress has been greatly helped by the publicly subsidised provision of Minitel videotex terminals. The services available, though, are limited - at present, most consumers in France cannot use home banking to make payments.

In Germany, home banking was pioneered by the small, Hamburg-based Verbraucherbank, but the Deutsche Bundespost now provides a payments service on its own videotex system, Bildschirmtext. In the UK, the Nottingham Building Society and the Bank of Scotland have introduced Prestel-based videotex home banking services, both with a wide range of information and payments functions. A characteristic feature of many of the financial institutions involved in the early stages of home banking is their drive to increase their number of customers without incurring the heavy bricks-and-mortar investment of an extensive branch network.

From the consumer viewpoint, there are two obstacles to be overcome. The first is security: consumers need to be reassured that home banking systems are proof against both deliberate fraud and random catastrophes. There are recurring newspaper accounts of supposedly secure computer systems being broken into by fraudsters or "hackers". For example, in 1984 a credit reference agency which holds confidential financial information on 90 million people discovered that hackers had broken its security codes and had been reading its confidential records. More recently, a French Government high security computer system was broken into by students. Consumers may be forgiven for their anxiety about computer system security in relation to home banking.

The second obstacle is the delivery mode for the service. Outside the USA, home banking systems are usually carried by videotex, but videotex is proving to be expensive and of limited appeal. Nowhere has it fulfilled the initial expectations that it would prove to be the basis of a cheap and popular public service. There are, though, other possible alternatives, such as the new generation of interactive cable systems. What is clear is that what eventually proves to be the delivery mode will be developed primarily for some other reason (for example, entertainment on cable) and that home banking will take its place along with a range of other functions and services.

In that sense, the future development of home banking as a mass consumer service lies largely outside the control of the financial institutions. Less sophisticated versions of home banking, based on the 'intermediate technology' of the voice telephone, are being developed by the Banco de Santander in Spain and the Banca Nazionale del Lavoro in Italy. The Banco de Santander has some 90,000 consumers using its telephone home banking service to check account balances and foreign exchange rates, confirm debits and credits - and even make payments.

Home banking may well have an important future, especially for specialised groups of consumers. Small businesses and the self-employed are obvious potential users, as are high income, technologically inclined consumers. Disabled and housebound consumers represent a rather less obvious but numerically and socially important group who would benefit greatly from access to a home banking service.

- iv In many countries, new technological developments in financial services are taking place in a legal vacuum. The law is well developed in relation to traditional insurance contracts and the relationship between banker and customer, for instance, but does not always fit well against the new technology. The courts have generally been cautious in their judgments, in the absence of specific statutes (see, for example, Leclercq, P. and de Valbray, C. 'How the French Legal System has responded to the Smart Card', Smart Cards from France to the World. Lafferty, London, 1985). Consumers tend to be in a vulnerable position, especially in having to rely on the courts to resolve a dispute. Some examples of the legal problems facing consumers in relation to new technology are as follows:

- Documentary evidence. Electronic transactions do not necessarily generate printed records, or printed records that are automatically available to consumers. One example is Lloyds Bank (UK), which still provides ATMs which do not give the consumer any printed record of a cash withdrawal. The consumer should have a right to a printed record of every electronic transaction, so that he or she has an audit trail and can more easily resolve any dispute which arises from error or fraud.

- Consumer liability for unauthorised transactions. In the UK, under the terms and conditions on which financial institutions issue debit cards, the consumer is usually liable for any withdrawals from his or her account made by the unauthorised use of a debit card and Personal Identification Number (PIN) unless and until the loss or theft of the card is notified. With some financial institutions this consumer liability is unlimited. This contrasts with the situation in relation to credit cards, where under the Consumer Credit Act 1974 the consumer's liability in such circumstances is limited to £50. There should be a statutory limit to the consumer's liability for unauthorised transactions using a debit card.
- Terms and conditions governing electronic transactions. In the absence of specific legislation, financial institutions rely heavily on the terms and conditions which they draw up and impose unilaterally and which they change at will. The contract is extremely one sided.
- Putting errors right and resolving disputes. In most countries, the legal system does not provide an effective way for the individual consumer to resolve a dispute with a financial institution or to obtain effective redress. In the USA, institutions are given by statute fixed time limits within which all errors notified less than 60 days after receipt of a statement must be investigated and regulated.
- Privacy. There is considerable anxiety about whether electronic transactions provide a basis for intruding on the privacy of the consumer. If a consumer carries out a transaction electronically, rather than paying by cash, a record is created that would not otherwise have existed. More information is stored than would normally be recorded in a cash or paper transaction - for example, the time and location of the transaction. Electronically stored information is easier to aggregate and retrieve. It can more easily be transmitted to other institutions. A financial institution could provide others (for example, retailers) with information about a consumer's purchasing patterns. It could readily provide lists of consumers spending certain amounts of money, or buying at certain kinds of shops. Financial information about consumers could also be a very useful source for the tax authorities, police and other law enforcement agencies. It is not clear precisely to what extent these and other aspects of privacy in relation to electronic transactions are covered by the Council of Europe Convention on Data Protection - this needs further, close study from the consumer viewpoint.

More generally, there is a strong case for saying that electronic transactions should be governed by specific legislation. In the USA, this is embodied in the Electronic Funds Transfer Act 1978 and Regulation E of the Board of Governors of the Federal Reserve System. In the context of the European Community it would be a dangerous course if each member state followed a separate and different legislative path. The initiative taken by DG XI of the Commission earlier this year in circulating "Draft Articles for Discussion concerning Credit Cards/Debit Cards/Multi-purpose Cards in relation to Electronic Funds Transfer and Point of Sale Debiting (EFTPOS)" is therefore a welcome one. However, a first consumer reaction must be to question both the wisdom and the practicality of limiting this initiative to EFTPOS and omitting other forms of electronic transaction. What is needed is the development on a Community-wide basis of a legal framework which provides consumers with necessary protection without impeding the development of specific technological initiatives. EFTPOS is only one such initiative and a more strategic approach is what is really wanted at this stage.

#### The growing internationalisation of personal financial services

The internationalisation of personal financial services is going ahead with great speed. Apart from the more immediately obvious manifestations of this in relation to travel and entertainment cards and credit cards, such as American Express, Mastercharge and Visa, specific financial services are becoming the target of financial institutions based in other countries. For example, a recent development in the UK is that three US banks - Citibank, Chemical Bank and Chase Manhattan Bank - have committed themselves on a big scale to providing house purchase finance to UK consumers.

Providing that consumers' necessary information and protection requirements are met, there is no need to see internationalisation of this kind as a threat to consumers. Indeed, it may well provide benefits: new financial services may come on offer to consumers, or an uncompetitive domestic market be opened up to competition. There has sometimes been a tendency for national legislative or prudential control systems over financial institutions to become protectionist barriers against foreign competition. In this context, consumers must approve the European Commission's initiative in bringing a case in the European Court of Justice that some existing national regulations blocking cross-frontier provision of insurance services within the European Community are illegal. At the time of writing, the Court's Advocate-General has expressed a preliminary opinion in favour of the Commission's case that restrictive national legislation in Germany, France, Denmark and Ireland which prevents or inhibits foreign insurance companies from operating is contrary to the Treaty of Rome.

In seeking to remove restrictions on the cross-frontier provision of financial services within the European Community, the institutions of the Community should be careful not to erect barriers against the rest of the world. Given proper safeguards, the free international flow of financial services benefits consumers. There has been much debate about whether financial (and other) services should be brought within the framework of the General Agreement on Tariffs (GATT). Whether or not this happens, it is important for the interests of consumers not only that there should be no new barriers to the international flow of financial services, but also that existing barriers should be dismantled. This should be a major component of the European Community's strategy for the future of financial services.

### Conclusions

In the context of the breaking down of barriers between different types of financial institutions, of the extension of new communication technologies to service delivery to consumers and of the growing internationalisation of personal financial services, the Community's policies should take account of the interests of European consumers by including the following components:

1. The encouragement of competition between different types of financial institution and the promotion of greater transparency in the market for personal financial services.
2. An examination of the wide variations between Community countries in the provision of new, technologically based financial services, such as ATMs and EFTPOS, and of whether the needs of European consumers are being adequately met, by comparison with comparable non-Community countries.
3. The development of a Community-wide legal framework for electronic transactions which extends more widely than DG XI's welcome but limited initiative in relation to EFTPOS, and which covers the important issue of personal privacy.
4. The phased reduction and, in due course, abandonment of existing national regulations of Community member states which block the free flow of personal financial services, while ensuring that the Community does not itself adopt a protectionist stance in relation to the rest of the world.



Table II : The number and density of ATMs and EFTPOS terminals in the European Community and in other countries (1985)

	<u>ATMS</u>		<u>EFTPOS terminals</u>	
	<u>Number</u>	<u>Per million pop.</u>	<u>Number</u>	<u>Per million pop.</u>
<u>EC Countries</u>				
Belgium	663	67	5,000	505
Denmark	253	49	900	174
France	7,172	132	65,000	1,196
Germany (Fed. Rep.)	2,000	32	20	-
Greece	28	3	-	-
Ireland	178	51	-	-
Italy	1,798	32	60	1
Luxembourg	23	62	-	-
Netherlands	24	2	80	7
Portugal	-	-	-	-
Spain	2,772	73	200	5
UK	6,886	122	600	11
EC total	21,797	68	71,860	225
<u>Other countries</u>				
Australia	1,642	110	3,500	234
Austria	276	37	-	-
Brazil	..	..	2,800	21
Canada	3,000	122	50	2
Finland	535	110	200	41
Hong Kong	1,024	197	270	52
Israel	588	146	100	25
Japan	38,366	323	5,000	42
New Zealand	311	97	100	31
Norway	418	102	400	98
Singapore	488	200	70	3
South Africa	1,579	62	3,500	137
Sweden	1,207	145	350	42
Switzerland	609	95	100	16
Thailand	..	..	160	3
USA	59,300	250	7,500	32

notes: - = nil or few

.. = not available

sources: Battelle Bank Research Unit, London and author



**Electronic fund transfers and the socio-economic consequences  
for the customers and employees  
of financial institutions**

**Ph. Jennings**

*EURO-FIET, Geneva*



## INTRODUCTION

1. Trade unions have been concerned for some considerable time about the impact that new technologies are having on their members. Trade unions have expressed concern over the impact of technology on working methods, working conditions, the working environment and on the numbers employed. In addition to these, however, trade unions have recognised that new technology is also having an impact on the structure of industries, on how these industries seek to achieve their objectives and on their relationship with other industries.
2. There cannot be major bank or insurance company in the European Community, that has not been forced to consider a number of fundamental issues in recent years;
  - what type of financial institution it wants to be;
  - which sector of the market it seeks to specialise in;
  - how to improve international penetration;
  - the mix technology to provide new services.
3. The period of extensive national and international growth in financial markets in the 1960's and 1970's has stagnated. The economic recession, competition and the debt crisis have fundamentally changed how banks and insurance see their future. Add the ingredients of de-regulation and technology and one sees how the so-called staid world of banking and insurance has been shaken to its foundations in recent years. Nevertheless in industrialised countries 5% - 10% of GNP is made up of financial services and an increasing number of new institutions are trying to capture more of this market. Traditionally, industrial financial services were offered by individual institutions:
  - a banker provided a banking service;
  - an insurance carrier supplied insurance policies;
  - a stockbroker provided stock market facilities.

Today, these boundaries are crumbling as we witness the birth of the financial services sector. The whole range of retail banking, corporate, insurance, mortgage and securities services are increasingly being supplied by universal financial concerns and by organisations which in the past may have had little to do with either banking or insurance.

4. Retailers are seeking to provide more financial services and influencing the direction and application of electronic funds transfer at the point of sale. Manufacturers have also boasted of their ability to provide further financial services in addition to, for example the provision of credit for car purchase. The 'Big Bang' of October 27th at the London stock exchange with the ending of fixed commissions and the opening of the London stock market is a further example of how de-regulatory measures are providing further opportunities for financial diversification.

## FUTURE TRENDS

5. The organisers of this colloquium have specifically requested us to

speculate about the future. A number of trends will stand out :

- 1) Further moves to bring about international de-regulation by agreements on Freedom of Services at the level of the EC and OECD. This will be done to ease the flow of information across borders and to facilitate the right of establishment. This will buttress the global financial providers.
  - 2) Further horizontal and vertical integration as seen by the end of traditional differences between investment banks; co-operative banks; savings banks; mortgage banks; building societies; hire purchase institutions.
  - \* Banks expanding their product range to include more financial services.
  - \* Mergers between Bank and Insurance companies.
  - \* Continuing rationalisation in the number of insurance carriers.
  - \* Mergers between insurance carriers and a more innovative product range to attract savings from traditional havens.
  - \* New entrants to the market which provide financial services on the back of existing technology. Retailers are keen to provide their own credit services and indigenous financial products. Industrial concerns will also become new market players.
6. It has been reckoned that an individual consumer requires at least ten financial services :
- Ranging from banking i.e.- payments service, chequing account, credit cards, overdraft facilities, investment advice to insurance i.e. life policies, health, property, accident/sickness. House purchase facilities should also be added.
- This list is somewhat cursory but increasingly it can be anticipated that one and not several financial concerns will seek to provide all of these retail services in addition to answering the needs of corporate customers. We expect to see a stepping up in the war to attract retail depositors. This will be characterised by:
- \* Increased marketing expenditure.
  - \* New financial services to require more customer counselling not less. Employees will have to become more involved in sales-orientated activities.
  - \* The emergence of new selling methods for banking and insurance, with more emphasis on direct marketing.
  - \* a decrease in the fidelity of consumers to one particular financial services company.
7. These developments will be functionally possible because of developments in technology. The owners of sophisticated national and international satellite technology will determine the financial services markets of the future. With the introduction of advanced telecommunications systems, the world has acquired an integrated,

international financial and information market place capable of moving money and ideas to any place in the globe in a very short time.

8. The financial services companies of the future will be those that control and apply the technology, and it does not really matter if such companies started out as banks, insurers, retailers or car manufacturers. Technology and the electronic flow of funds and information will be a key arbiter in the future evolution of the financial services sector in Europe.

Technology: Electronic Points of Delivery and the Branch Network

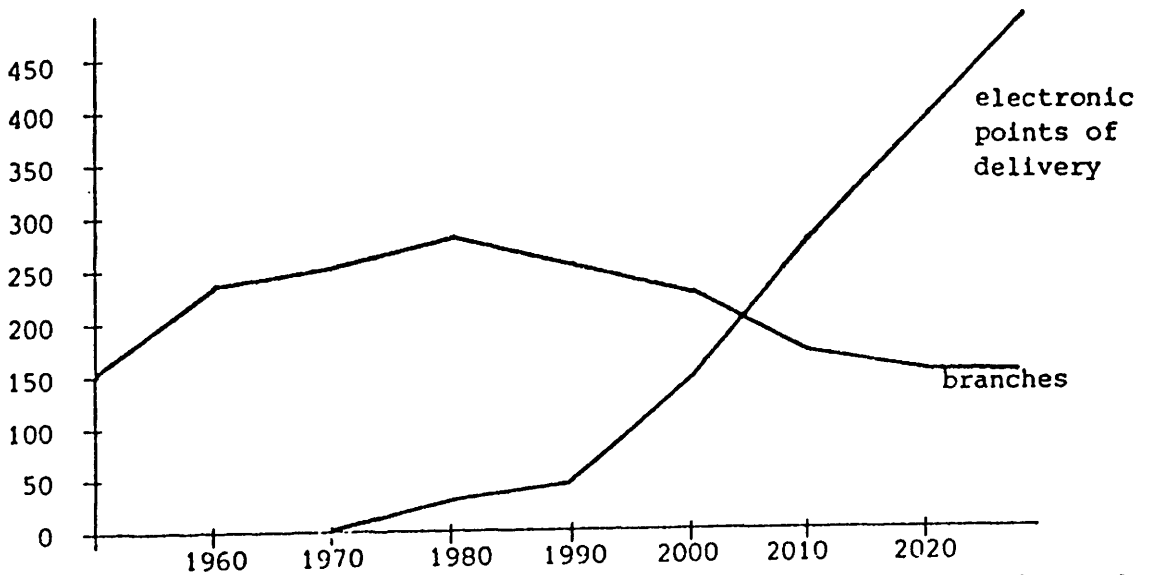
9. Much has been written about the technological revolution in banking and insurance so this report makes no attempt to describe the nature of this revolution in detail. This section examines the impact of electronic points of delivery in banking. The technological revolution in banking has not only changed customary banking procedures but has and will continue to change payment systems. We are slowly moving away from the age of the cash and cheque to a system of electronic funds transfer. The introduction of technology has meant that with few exceptions in Europe all private and corporate accounts have been computerised, stock exchange and foreign exchange transactions rely on computer data and mini-computers run special management programmes for administrative purposes. The revolution was first used to contain and to control the expansion in paper and vouchers which occurred following the massive growth in customers and cheques in circulation but it has now entered a new phase.
10. There are a number of simultaneous and overlapping developments taking place, these may be categorised as follows:
  1. Provision of electronic points of delivery;
  2. Customer self service.

In our opinion, these twin developments will increasingly obviate the need for bank branches as we know them.

11. But how is the branch threatened? It has been estimated that more than 50 % of all branches in Europe have less than five staff and 80 % have less than 10 staff (Pactel. Automation in European Banking 1979 - 1990). It is in the smaller branches that payments traffic (cash deposit and withdrawal) is highest. But this is the area where there is the greatest potential to substitute human cashiers by technology. The major function of ATM's is for cash withdrawal. ATM's whether they are located in a branch or in any other location divert traffic from human tellers. The experimentation with point of sale systems in USA, Japan and many European countries will similarly divert traffic from bank branches. The use of on-line POS systems which automatically deduct the cost of the

goods from the bank account also divert customer traffic from branches. When such systems become widespread then both personal and cheque traffic is diverted from bank branches. Smart cards can also be used as a substitute for cash and cheques.

TABLE 1



Possible scenario: Evolution of bank branches and electronic points of delivery, USA and Europe



### Customer Self Service

12. Clearly smart cards, point of sales systems and automatic teller machines are a form of self service banking but there are further developments taking place. In bank branches in many countries in Europe, customer terminals have been introduced which are customer activated. The terminals are situated on the branch counter and the customer keys in information on account and the cash required, according to the system, no cheques are written and a screen on the customers side not only displays the customers account number and details but also verifies the transaction. It is a halfway house to an ATM and takes away work from tellers and back office staff. Perhaps the ultimate steps that a bank can take in getting away from physical branches is to transfer the delivery system to the customers own home. The concept of home banking raises fundamental questions about the necessity for a branch network.
13. The potential for the mass introduction of home banking clearly exists, the combination of this with ATM's and POS systems indicates that there would be no need to visit a bank branch to receive a banking service. There is a vicious circle at work which will enable the delivery of financial services in the home, the place of work, the high street and in shops but not via the bank branch.
14. Increasingly, the new technology available to banking is a product and a delivery system. Increasingly, money is seen - and treated - as merely a type of information. As a result financial transactions and operations - be they deposit, credit or payments related - can and will be carried out as an integral part of wide ranging telecommunications and information processing systems. But these systems are not necessarily owned or controlled by banks.  
  
"In my view, traditional branching as a "technology" has peaked. The impact of new technology on customer behaviour is already showing the branch system to be less and less necessary and less and less affordable. Traditional networks represent an inflation prone and increasingly untenable cost base." Thus stated a spokesman from the McKinsey Group at a Retail Banking Conference held in London in 1982.
15. It is self evident that running a retail branch network is not costless. Banks have invested in buildings and office sites, in branch equipment, in training and developing staff and the marketing of bank services.
16. An OECD report on costs in banking concluded that the pressure for automation in banking came about because of ever increasing costs in a mainly labour intensive industry. The OECD report showed that the burden of rising costs was the greatest in retail banking. "These cost pressures are continuing, leaving the ultimate objective as the automatic initiation of all payments by the customer without intervention of bank staff in the great majority of cases" (Costs and margins in banking: An international Survey, OECD 1980). Staff costs have been seen to form the main element in total

operating costs, the median value for the ratio of staff costs to operating costs lying between 65 - 75 %. The report concluded that one of the main factors in stemming the upward movement of operating costs is the containment of staff numbers.

17. It also needs to be stated that payment systems in many countries are in a stage of transition from paper based to fully electronic systems. It seems safe to assume that these systems will run in parallel for some time to come, with investment being geared to reduce reliance on paper based systems. If full electronic funds transfer is achieved does this not offer the opportunity to reduce costs in the future particularly if public telecommunications networks are utilised? The empirical evidence that exists seems to confirm this. (Banking and Electronic Funds Transfer, OECD December 1983)

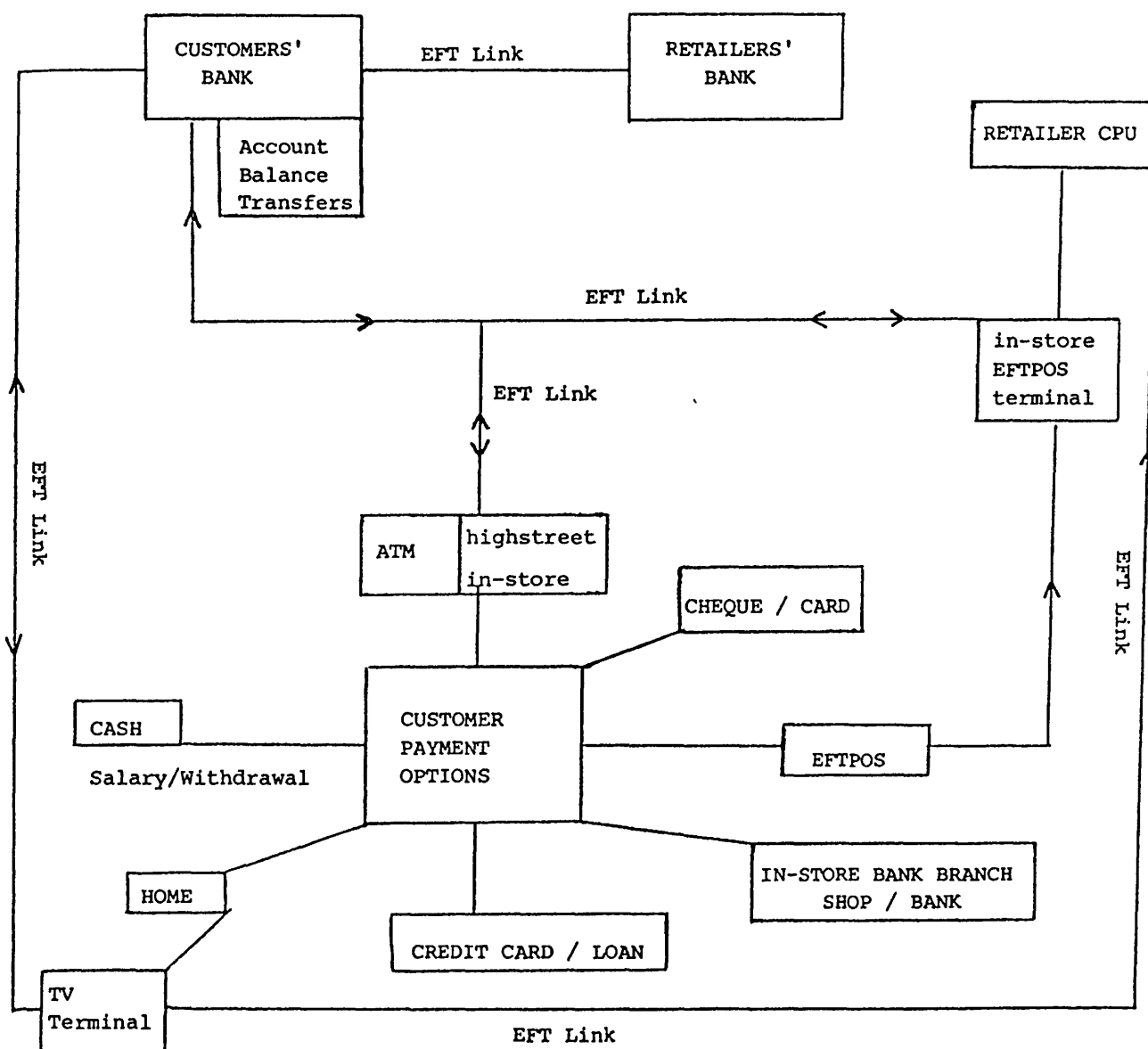
#### Competition

18. The technological revolution in payment systems offers the possibility for competitors to enter the market at a fraction of the cost of setting up a full branch network. Technology has a liberating impact allowing competitors to offer a service with scant regard to historical practice. Hence the interest shown by stockbrokers, insurers, retailers, public utilities, post office, computer manufacturers and telecommunications companies in grabbing a share of banking business. What is to stop any of these introducing their own ATM network? Clearly banks have already many advantages in the retail market. They have of course the tradition and the trust and confidence that comes from many years in the market. They have branch networks and systems which give them credibility. All of this can be harnessed to compete aggressively and effectively.
19. In concentrating on the impact of EFT on branch banking, this section has discussed pressures for change in the branch network and the following points have been established:
  1. The basic pressures for change stem from technology, cost and competition and the determination by bank management to seek changes;
  2. Technology in the form of electronic funds transfer liberates banks from providing a purely paper based payments system and in enables them to deal with the paper that is generated speedier and with proportionally less staff.
  3. The introduction of ATM's, POS, smart cards and home banking means that customers do not necessarily have to visit a branch to get a banking service. This trend will continue because of the planned increase in electronic points of delivery and the push for customer self service. This clearly threatens employment in bank branches where the majority of staff are employed.
  4. It seems likely that the use of cash, paper payment systems and electronic payment systems will exist in parallel for a considerable period of time;

- Retail banking has been seen to be a high cost area because of the level of investment required in human and material resources. Staff costs have been seen to be a high proportion of operating costs. Banks are seeking to cut those costs.

TABLE 2

Diagram : Customer Payment Options and Electronic Funds Transfer



EXPANDING TECHNOLOGICAL CAPACITY

20. The introduction of new technologies no longer serves primarily as a means of coping with an ever increasing volume of business, but is intended to help financial institutions, which are beset by problems of adjusting to changing market conditions and changing attitudes to financial products, attract new customers and to extend the services they provide to existing customers. The technological framework which is needed to ensure that the new requirements born of intensive rationalisation can be met has been supplied through the relative fall in prices of computer hardware, the further development of remote data transmission network, the sharp increase in data memory capacity and the improvement in software-writing techniques, which has made it possible to spread the use of standard programmes.

Information technologies are now capable of supporting custom-made applications allowing firms to fully utilise data processing potential. The following trends stand out in the finance sector:

- \* The establishment and expansion of data banks and information systems. The first priority was to set up a customer information system which would group together personal data, accounts and all business transactions between the corporation and individual customers in a clear and simple manner. Furthermore, it became possible to introduce securities and stock exchange information services, branch and balance-sheet analysis systems, and even computer-aided personnel planning and control systems which are capable of measuring employee performance, an issue of great concern to trade unions.
  - \* An increase in the quantity and quality of user programmes. The most important are: programmes for handling and recording all cash and non-cash transactions (e.g. giro transfers, deposits and withloans), customer advice and product sales support programmes (e.g. different calculation programmes, programmes for credit transactions, computer-aided drawing credit authorisations) as well as specialised word-processing programmes.
  - \* Greater use of data terminals and peripherals, e.g. teller terminals, document sorters, customer-counsellor terminals, account statement printers, automatic cash safes, cash dispensers and multi-purpose machines, data input/output terminals and word processors.
  - \* More on-line transactions, This is connected with the decentralisation of EDP functions that is gradually doing away with the need for central data processing departments that were originally set up during the first stage of EDP development.
21. Finally, it can be said that both the quantitative and qualitative use of new technology has changed working methods in all fields of activity to such an extent that it is now inconceivable - or at least it will be soon - for anybody to be able to do their jobs without computer assistance. And yet there is still room for

expanding the application of machines, particularly with respect to the integration of data, word, information and communication technology into a single all-embracing system. The first step in this direction has been taken with the Bildschirmtext (Videotex) in the Federal Republic of Germany. In the future we can expect an integration of word processing and general data processing which could then be directly involved in all business operations. That, together with the setting up of paperless, or virtually paperless electronic filing systems, will have created the basis for an integrated computer-assisted handling programme for all business transactions in the finance sector.

#### TECHNOLOGY AND EMPLOYMENT

22. The introduction of technology clearly has a major impact on the quantity and quality of employment in the finance sector. The subsequent organisational change usually following in the wake of technological change has changed intra-organisational relationships, work organisation, career structures and working conditions. One of the strongest points of conjecture is the relationship between technology and jobs.

In November 1983, the European Commission published a "Report on the Social Implications of Introducing New Technology in the Banking Sector". The report (Kirchner Report) recognised the difficulties in forecasting employment trends but nevertheless concluded :-

"Since employment also depends on the level of demand, it is important to consider the question of demand up to 1990. It is expected that demand for banking services will continue to rise at a slightly faster rate than GNP. The question is whether increases in demand in the relevant areas of banking will keep pace with increases in productivity in these areas. If they do not, it is possible that there will be an overall drop in employment of 7.5% annually. If they do there may be stagnation, or even an increase of 3.5% annually. It must be borne in mind that fluctuations in individual countries may be more pronounced".

23. The EURO-FIET Bank trade section found the pessimistic scenario to be more realistic. This could involve the loss of 800,000 jobs in the European Community in a fairly short period of time.
24. We may not see dramatic bank closures such as occur in the manufacturing sector where there has been a massive shakeout of labour but a more surreptitious approach from management whereby staff that leave are not replaced and the introduction of re-organisation plans that steadily chip away at the labour force.

The Kirchner statistics showed that in the period 1981 - 82, employment in banks fell in Belgium, Denmark, Holland, Ireland and the U.K. and grew less than 2% in France, Italy and Germany. This compares with employment growth rates in the sector in the period 1964 - 74 of 10.2% in Belgium, 3.7% in Germany, 6.3% in France and 3.3% in the U.K. The "Banker" magazine which produces an annual

ranking of the world's Top 500 banks showed in its 1984 and 1985 listing that employment fell or remained the same in 40 out of the Top 100 banks in the world today. Employment trends in Europe in banking today are not matching the patterns of previous decades - employment is falling or stagnating.

#### CHANGING RECRUITMENT STRATEGIES

25. It once said that a job in a banking or insurance was assured from cradle to grave and that with diligence, application and success in the respective professional examinations promotions to managerial grades would arrive by the late 30's or early 40's. This stereotype no longer seems to apply. Streamed recruitment now tends to be the pattern and we anticipate that this will continue. The majority of management recruits in the in the UK for example are now graduates. Barclays Banks are following a streaming policy whereby 85% of new entrants will not have recourse to time off to take banking exams for career enhancement. Trade unions fear that staff will be recruited at lower grades basically to input and extract data from computerised systems, rather than starting on the first rung of a career.
26. There has been a noticeable contraction in the numbers employed in certain grades. The Kirchner report also showed that in some european countries, in France, Germany and Italy, there has been a decrease in staff employed in the lowest salary grades.  
  
This would seem to indicate that technology has eliminated certain routine and administrative tasks.
27. A further indication of changing recruitment strategies is the dramatic increase in part-time employment. The figures are staggering : between 1970 - 83, there was 91% increase in Austrian banks; a 237% increase in Danish Commercial banks; a 21% increase in German banks, a 371% increase in Norway and 337% increase in Sweden. The ratio of part time to full time staff now stands at around one inten in Austria, Belgium, Finland, Germany, Britain and around one in five in Norway, Denmark and one in three in Sweden. The overwhelming majority of there staff are women employed in relatively routine non-career functions. We are seeing employer promoted trends toward more part-time work, capacity linked and flexible work time schedules.
28. The technological revolution has also coincided with a similar increase in the number of women workers in banking and insurance. According to the European Commission, research showed that even in 1977 women made up 47% of the work-force but analysis by profession and level of occupational hierarchy indicates that only 2% of the higher executives and 13% of middle management staff and highly qualified employees were women. As the report states "Women's work is tied to a series of petty, routine tasks that computers create and then do away with as their technology progresses".

29. These changes are bringing into sharper focus the so-called duality in clerical recruitment in the finance sector. (A. Rajan, *New Technology and Employment in Insurance, Banking and Building Societies* 1985). Rajan found that ten years ago, "the average ratio of 'career' to 'non-career' entrants in insurance, banking and building societies was 60:40. Currently it is 30:70, although in some cases the swing has gone as far as 10:90". Rajan refers to three emerging tendencies : The re-skilling of occupations above the clerical tier, duality in recruitment and the growth of part time staff, with the traditional pyramid career structure involving into a diamond shape. The lower end being underpinned by non-career staff with little or no chance of upward mobility. He concludes that "new technologies are promoting a duality in the occupational structure such that polarisation, rather than upward progression, is the dominant tendency. Entry into higher grade occupations will increasingly demand higher qualifications or training - conventional apprentice based work experience is not enough".

#### NEW SKILLS

30. Technology has fundamentally transformed working methods. Routine operations, whether they are performed by clerical staff are being automated and as a result clerical and other work is being re-designed. Clerical workers make up nearly 80% of the work-force in the finance sector, constituting the single largest occupational group and are the most directly vulnerable to the negative effects of technology. Management has almost total control over the design and planning of technology; and in many instances new systems have reduced clerical workers to performing single manual operations that no longer require discretion or self control. In banking, branch terminals have automated the accounting component, of teller functions, which previously involved ledger-based activities at close of business. It has been alleged that in pre-computer days, it was not uncommon for a clerk to have up to 6 months training in bookkeeping and other back office tasks. The period has now been reduced to four weeks.
31. There are possibilities for job enlargement and jobs enrichment but this depends on foresight, planning and the approach of management to change. For example, in insurance possibilities exist through on-line systems for employees to perform a fuller cycle of work involving customer enquiries, liason with brokers, processing new applications, underwriting within set limits and claims handling. In banking there should be growing emphasis on "social skills", with staff able to provide direct counselling of customers. The concept of 'personal banking' has been welcomed by FIET affiliates where a customer refers to one employee for advice on a range of financial matters. EURO-FIET affiliates are convinced that opening up the decision making process, consulting with the representatives of employees, emphasising a humanised financial service will lead in the direction of higher staff morale and a more efficient and helpful service to consumers.

### UNION POLICIES

32. Fundamentally, unions are looking to share in the benefits of technology which in reality does not mean outright opposition to all forms of technological change. Unions believe that a far reaching review of personnel and labour relations strategy is called for by financial institutions, with the emphasis on job protection, negotiation and disclosure of information.

### EMPLOYMENT

33. Unions have traditionally and continue to demand that no compulsory redundancies take place in the finance sector. Unions want employment security which is not necessarily the same as job or craft security. As a result, unions throughout Europe have reviewed job security agreements. Trade unions are demanding that all aspects of employment policy, including recruitment should be subject to negotiations with management. Unions are also demanding reductions in working time to protect and create employment. Since this international campaign was launched in 1980, there have been significant working time reductions in the finance sector in a number of European countries.
34. The immediate target of FIET is the 35 hour working week. Technology is going to make the problem of availability of work even greater, so unions want a substantial shift from the old concept of people working 40 or more hours per week in finance. In the UK our affiliate has claimed the 28 hour 4 day week. In the Nordic countries unions are seeking to introduce the 30 hour working week.

### AGAINST EXPLOITATION

35. Trade unions have also been faced with a major offensive by employers in the finance sector for more flexibility. Investment in EFT and other technologies has been one of the motivating factors. This is part of a wider process whereby employers and Governments have increasingly blamed so-called 'rigidities' in economic and social structures as a cause of high unemployment. In the finance sector flexibility is synonymous with the development of a secondary labour force which is characterised by low paid, insecure, semi-skilled jobs with more part-time and casual employment. Financial institutions are also taking unilateral steps to change the organisation of working time and to take severe measures to control, measure and monitor employee performance. Trade unions in the finance sector are insisting that the number of part-time employees be strictly limited, that no changes in the organisation of working time take place without proper negotiation and that agreements cover the use of personnel information systems. One sided flexibility will not solve the employment problems in the industry.



### TRAINING AND RE-TRAINING

36. Unions are also demanding that financial institutions improve their training and retraining programmes. We want our members to be equipped with new skills. Skill requirements will increasingly shift to include understanding of technology based products, in addition to specialised electronics, telecommunications and data processing capabilities. Companies must review their training schemes. Massive re-training will be required to fill new roles, support development and maintenance of the new technology and provide and sell programmes emanating from the new technology. Staff displaced by technology must be re-educated and the focus should be customer orientated. One way of competing against those companies which are seeking a slice of the finance market business is a qualified and motivated workforce.

### TECHNOLOGY AGREEMENTS

37. The major concern of FIET affiliates is for agreements to be drawn up governing the introduction and subsequent experience with technology. In 1983, FIET published a major policy report on "model technology agreements". This was published as a practical negotiating guide and checklist for our affiliates, setting out the issues which should be covered in technology agreements and the approach to adopt in negotiations. Technology agreements or agreements like them have been signed in many European countries. In Europe, EURO-FIET wants to see every financial institution covered by an agreement on new technology.

The FIET model agreement is in two sections - procedural and substantive. The section on procedure calls for the establishment of a technology committee composed of equal numbers of employer and trade union representatives in every bank. The bank should make available to the union all relevant information including internal documents on new systems. Such information should refer to :

- the nature and scope of the new systems;
- a detailed financial assessment of the costs involved and the financial benefits anticipated from the change;
- details of alternative systems;
- proposed timetable;
- a detailed assessment of manpower needs of the company;
- an estimate of the effects on workflow, working methods, lay out and working hours;
- changes in performance measurement.

38. The agreement calls for the appointment of technology representatives on banks and procedures concerning information and consultation of employees. The technology committee will conduct at regular intervals a review of the effects of the new system on employment levels, workflow, work organisation and working conditions to ensure that the terms of the agreement are being met. The agreement should also contain details on the monitoring of personal data collection.

39. In short, the agreement is a call for the extension of industrial democracy in the future sector and recognition that union/employer relations will also have to undergo change. If things do not work out as they would like, unions are reviewing mechanisms of solidarity action. Unions are aware of the extent to which, by the organisation of computer workers in computer centres and by industrial action in these centres, they can disrupt financial business. Successful strikes have already taken place in computer centres. EURO-FIET has been studying how international solidarity action can be achieved with respect to this.

#### CONCLUSION

40. In conclusion, technology has far-reaching social consequences on employees in the finance sector. The finance industry is undergoing rapid change and technology is one of the most important aspects of this. Financial institutions cannot be permitted to forge ahead with technological change without any thought to the consequences on employees. People in the finance business are as important as the money being transacted and this needs to be reflected more in financial institutions policy on technology.
41. The European Community has a role to play in this by :
- encouraging dialogue at community level between the trade unions and employer organisations.
  - conducting further research into impact of technology on the functioning of financial markets.
  - introducing directives which will promote the full disclosure of information and participation by employees on decisions on technological change.
  - ensuring that the moves to de-regulation do not weaken supervision and regulation of financial institutions.

**Transformation des services financiers**  
**Qualifications et formation**

**O. Bertrand**

*Centre d'Etudes et de Recherches sur les qualifications, Paris*



## TRANSFORMATION DES SERVICES FINANCIERS

### QUALIFICATIONS ET FORMATION

par Olivier BERTRAND, CEREQ (Paris)

Entreprise à l'initiative du CERI/OCDE(1), une étude vient d'être consacrée aux conséquences des transformations en cours dans les services financiers sur le travail, la qualification et la formation. Suivant une approche comparative, elle a concerné principalement quatorze banques et compagnies d'assurances situées dans cinq pays (Allemagne fédérale, Etats-Unis, France, Japon, Suède). Les responsables de cette étude(2) ont procédé à des entretiens avec des responsables de la stratégie, de l'informatique, de la gestion des ressources humaines et de la formation, ainsi qu'avec des dirigeants syndicaux et des chercheurs. Ils se sont également appuyés sur les acquis de recherches antérieures et sur un certain nombre d'entretiens individuels complémentaires. On trouvera ci-dessous un résumé des premières conclusions de cette étude qui fera l'objet de différentes publications.

Le premier moteur des transformations en cours dans les services financiers est l'intensification de la concurrence. Elle va de pair avec la dé-réglementation, la désintermédiation et l'internationalisation, que l'on observe dans tous les pays étudiés, malgré d'importantes différences de contexte socio-institutionnel. Le choc de la concurrence est d'autant plus ressenti que ces secteurs étaient souvent jusqu'ici relativement abrités.

---

(1) Centre for Educational Research and Innovation.

(2) Olivier BERTRAND (Centre d'études et de recherches sur les qualifications Paris) et Thierry NOYELLE (Conservation of human resources, Columbia University, New-York).

Alors que la première informatique était essentiellement utilisée pour faire face à la croissance de l'activité, grâce à des gains de productivité dans le traitement des opérations, la nouvelle informatique offre une gamme beaucoup plus variée de possibilités répondant aux impératifs de la concurrence : développement et diversification des produits, amélioration de la gestion, offre de nouveaux services. L'avance plus ou moins rapide des banques dans la mise en oeuvre de ces différents moyens est très liée à la nature de leur activité et à la spécificité nationale des modes de transaction (prédominance variable des chèques, des espèces, des virements ou des cartes de crédit). Ces particularités rendent particulièrement difficile l'analyse comparée des niveaux de productivité et des stades de développement technologique.

Ces différences n'empêchent pas une remarquable convergence des entreprises sur quelques orientations essentielles : la nécessité de ré-examiner leurs stratégies et de changer leurs priorités, pour passer d'une croissance quantitative à des progrès plus qualitatifs et pour mettre davantage l'accent sur le développement et la vente des services, plus que sur leur production. Dans ce contexte, beaucoup considèrent que l'atout décisif sera la valorisation des ressources humaines plus que la technologie - celle-ci étant à peu près la même partout.

Dans la plupart des pays étudiés, la croissance du niveau de l'emploi se ralentit et un certain nombre d'entreprises commencent à réduire leurs effectifs. Les perspectives d'avenir ne sont pas vues de la même manière dans les différents pays : pour certains, les possibilités d'extension du marché ou de diversification des activités restent supérieures aux gains de productivité ; pour d'autres, c'est l'inverse. Des modifications sensibles dans le partage des marchés sont possibles. Bien que la conquête des marchés ne se présente pas dans les mêmes conditions que pour les produits industriels, on ne peut sous-estimer les possibilités d'avancée d'entreprises étrangères plus performantes dans les pays européens. L'évaluation des sur-effectifs dans certaines banques pose des questions difficiles ; mais il semble davantage s'agir d'un problème qualitatif que quantitatif.

En matière d'organisation, l'amélioration de la gestion et de la commercialisation vont dans le sens d'une plus grande décentralisation et d'une plus grande autonomie du personnel, que rendent possibles l'informatique répartie et plus récemment la micro-informatique. On constate effectivement un certain nombre de tendances dans ce sens, mais elles devront surmonter les traditions centralisatrices de la plupart des entreprises et peut-être la résistance ou l'inertie de l'encadrement intermédiaire.

Les mêmes facteurs conduisent en principe à la remise en cause de la logique de rationalisation et de division du travail, de type industriel, fondée sur les conceptions tayloriennes et parfois renforcée par la première phase de l'informatisation. Cette remise en cause ne se fait que de manière progressive, en liaison avec les politiques commerciales et de gestion de main-d'oeuvre. Mais le poids relatif des grands services où prédominait cette organisation tend à diminuer au profit des agences, où elle n'a pas la même raison d'être.

Compte tenu de ces évolutions, de la réduction du nombre d'opérations simples et répétitives et de la technicité croissante d'un certain nombre d'activités, l'évolution de la structure des qualifications suit généralement un triple mouvement :

- . diminution des effectifs les moins qualifiés ;
- . modification des exigences qualitatives à l'égard du personnel intermédiaire : prédominance des fonctions commerciales et relationnelles, polyvalence, adaptabilité, autonomie ;
- . besoins croissants de techniciens hautement qualifiés et souvent de plus en plus spécialisés dans des techniques touchant aux opérations financières, au marketing et à l'informatique.

Ces évolutions posent le même type de défi à toutes les entreprises; mais elles y répondent de manière très différente en fonction de contextes spécifiques. Les différences portent aussi bien sur la structure d'âge de la main-d'oeuvre, sur son taux de renouvellement et son niveau de formation, sur la place de l'emploi

féminin et du travail à temps partiel que, bien entendu sur les relations sociales. La conjonction de ces facteurs donne à certaines entreprises une marge de manoeuvre et des possibilités d'adaptation plus grandes qu'à d'autres.

La pression en faveur du changement et de l'adaptabilité conduit certaines entreprises à remettre en cause les politiques traditionnelles de gestion de main-d'oeuvre, généralement fondées jusqu'ici sur la prédominance du marché interne, de l'emploi à vie et des chances de promotion pour tous. On voit se renforcer ou s'esquisser des tendances à l'embauche externe de spécialistes d'une part et d'autre part à une gestion distincte du personnel le moins qualifié ou à temps partiel dont le statut risque d'être fragilisé. Bien entendu, le contexte social propre à chaque pays est de nature à freiner et à infléchir de telles tendances, mais celles-ci répondent à une recherche générale d'adaptabilité et de flexibilité.

En matière de formation initiale, on peut constater actuellement une opposition entre deux systèmes : l'un fondé sur des études générales longues et l'absence presque totale d'une formation professionnelle initiale formalisée ; l'autre sur une formation professionnelle initiale généralement assurée en alternance, à partir d'un niveau inférieur d'études générales. Le premier système est peut-être mieux adapté au contexte actuel, caractérisé par l'incertitude sur l'avenir et par l'exigence d'adaptabilité du personnel. Mais il n'est pas certain qu'il suffise à répondre à la nécessité de donner à celui-ci une compréhension plus large de son environnement professionnel. Quel que soit le système de formation initiale, pour répondre à ces nouveaux impératifs, mais aussi pour bénéficier de la situation actuelle du marché du travail, toutes les entreprises tendent à relever leur niveau de recrutement. Le minimum considéré comme indispensable correspond désormais presque partout aux études secondaires complètes et souvent à un diplôme d'études supérieures. Aussi le fonctionnement d'un certain nombre de systèmes éducatifs risque-t-il d'être remis en question, tant du point de vue du niveau de sortie des élèves, que des attitudes et comportements qu'ils contribuent à développer.



Dans certains pays tout au moins, la principale demande adressée à la formation continue consiste à tenter de remédier à ces insuffisances et de relever le niveau de base des moins qualifiés. Cela pose des problèmes difficiles de coût, d'organisation, de motivation des intéressés et d'innovation pédagogique. Pour le reste, la préparation à l'utilisation des nouvelles technologies paraît constituer un problème relativement mineur par rapport à ceux que pose l'adaptation aux nouveaux rôles impliqués par la vente de services de plus en plus diversifiés, complexes et personnalisés. De manière presque générale, la formation continue est assurée avec une participation de plus en plus grande de l'encadrement, ce qui est de nature à garantir une meilleure correspondance avec les problèmes concrets et les besoins spécifiques des entreprises. Mais la formation "sur le tas" doit souvent être complétée par des apports extérieurs permettant d'élever le niveau de technicité des personnels concernés.



# **European monetary system and future of ECU**

**R. Triffin**

*Université Catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve*



S u m m a r y

It is essential to preserve the compatibility between the two different objectives entailed in the planning of the future of the EMS and of the ECU :

1. The ultimate objective of full Economic and Monetary Union, repeatedly promised at various "summit meetings" of the Heads of State or Government of the Community, and initially envisaged to be completed by December 31, 1980 at the latest (!).
2. The desirable and feasible progression of the present EMS toward this ultimate goal :

a) in the near future, in order to enable it to deal with the foreseeable foreign exchange crises of the dollar and of the other major Euro-currencies on which it remains anchored; and with the contagious bank crises that they risk to trigger at any moment of time ;

---

(\*) Summary of introductory intervention at the Colloquium on "Europe and the Future of Financial Services" organized by the Commission of the European Communities. Brussels, November 5, 1986.

b) in a much more distant and still uncertain future, to switch from this intermediary phase to the ultimate objective of full monetary and economic — and therefore political — union.

The essential theme of this introductory intervention is the radical contrast between the intermediary phase initially envisaged in the "Werner plan" of 1970 — *i.e.* the progressive elimination of exchange-rate margins and fluctuations between national member currencies — and that which would today assign a higher priority to the development of the ECU as a "parallel currency" in the denomination of international contracts, settlements and reserve accumulation by central banks, commercial banks and other transactors, as an alternative to the prevailing role still played in this respect by the Euro-dollar and other national Euro-currencies.

#### I. THE FINAL GOAL

The Werner plan left open the precise interpretation of the final phase of full monetary union as entailing :

1. either the elimination of the national currencies of member states, and their replacement by a single European currency, now christened "ECU" ;
2. or the preservation of these national currencies, but the progressive and irrevocable elimination of exchange-rate margins and fluctuations between them.

The second term of this alternative was, however, and undoubtedly still is, generally regarded as more feasible and realistic than the first.

My first theme is that the truth is exactly the opposite.

1. Politically, the fusion of national currencies into a common currency admittedly appears less utopian, but the obstacle to be surmounted is really identical. The irrevocable stabilisation of intra-Community exchange rates would require :

- a) either that national governments accept and enforce upon their central and commercial banks the same limits on money creation as those which a European Federal Bank would have to enforce in order to avoid a depreciation of a common European currency ;

- b) or that the surplus countries accept to sell unlimited amounts of their own currencies to the market in exchange for the overflowing currencies of deficit countries, but only at the risk of importing inflation from them, and removing desirable balance-of-payments pressures for readjustment by them. But these countries are precisely those most opposed to inflation and can be expected to reject adamantly such commitments, if not matched by credible anti-inflationary commitments by their partner countries. These recognize that such commitments would also be in their own national interest. The "holy trinity" of price stability, optimum rates of economic activity and employment, and balance-of-payments equilibrium is shared by all member governments, but the ability of some of them to impose these common objectives upon their public opinion will remain in doubt as long as they have not demonstrated, over an extended period of time, their ability to do so.

Even in the countries expecting to be in deficit, central bankers will be equally opposed to foreign intervention commitments facilitating the pursuit of inflationary policies by their own government. This explains the attempt — highly successful so far — of most of the Community central banks to frustrate

the basic objectives of the EMS, as proposed initially by Helmut Schmidt and Giscard d'Estaing and agreed in principle in Copenhagen in April 1978, and to thwart some of the crucial implementing measures "envisaged" by the European Council in Bremen in July of the same year, but greatly emasculated in its December meeting, in Brussels <sup>(1)</sup>.

2. Economically and politically, anyway, the implementation of a system based on a single Community currency (the ECU), once adopted, should prove much easier than the irrevocable stabilization of exchange rates between twelve national currencies.

Indeed, it would be extremely difficult — not to say impossible — to convince market transactors that current exchange rates between the weaker currencies of countries currently in deficit and the stronger currencies of countries currently in surplus will really remain stable for ever. They will continue, therefore, to speculate against the former and in favor of the latter. International capital flows will remain destabilizing tomorrow, as they have always been in the past and still are today.

On the contrary, the fusion of national currencies into a single currency would be a decision far more difficult to reverse in practice. The elimination of exchange risks — gains as well as losses —

---

(1) notably by substituting quarterly "swaps" for the definitive conversion of 20 % of their gold and dollar holdings into ECU reserve accounts in the FECOM, and by canceling the request for deposits of member currencies "in an amount of comparable magnitude".

As for stabilization interventions in the exchange market, they continued, contrary to one of the basic purposes of the EMS, to be carried and repaid by central banks primarily in dollars rather than in ECUs or EMS currencies : nearly two-thirds of total interventions from the inception of the EMS through December 1985.

The negative attitude of most central banks vis-à-vis the development of the EMS and the ECU is not confined to the Bundesbank. See, for instance, the article devoted (!) to "Le développement de l'ECU privé et la politique monétaire" in the April 1986 issue of the Bulletin de la Banque Nationale de Belgique.



would enable interest-rate differentials, prompted by the market itself and by responsible monetary authorities, to elicit stabilizing capital flows from the surplus countries toward the deficit countries.

\* \* \*

## II. THE PATH TOWARD IT

The Werner plan envisaged the intermediary phase toward full economic and monetary union as consisting in the gradual elimination, over a ten year period, of exchange-rate margins and fluctuations between the participating currencies. The October 1972 summit meeting in Paris stated in its first paragraph on economic and monetary policy that :

"The Heads of state or Government reaffirm the resolve of the Member States... to move irrevocably the Economic and Monetary Union, by confirming all the details of the Acts passed by the Council and by the Member States representatives on 22 March 1971 and 21 March 1972.

The required decisions will have to be taken during 1973 to allow transition to the second stage of the Economic and Monetary Union on 1 January 1974 and in view of its complete realization by 31 December 1980 at the latest."

We are now in 1986 ! And the spectacular growth of the private — if not the official — use of the ECU inspires today a radically different path than that which has failed so lamentably over the last decade and a half : the development of the ECU as a so-called "parallel currency" in international contracts, settlements, and reserve accumulation by central banks, commercial banks and other transactors, as an alternative to the still prevailing use of the Euro-dollar and other national Euro-currencies in these functions. This is the second theme of this paper, which distinguishes also two distinct phases — but different from those previously envisaged — in the intermediary period susceptible to lead to full economic and monetary union: the use of the ECU in international transactions and its eventual substitution for national currencies in domestic transactions.

A. The ECU in International Transactions.

The development of the external use of the ECU as an alternative to national Euro-currencies in external transactions is economically more urgent and necessary than ever, and should be feasible politically.

- 1) Its economic necessity and urgency can be argued on two grounds.

The first is that the overwhelming use of the dollar as a parallel currency drains today toward the United States about \$ 120 billions a year from poorer and less heavily capitalized countries — *i.e.*, about half of their savings — and finances more than half of U.S. budgetary deficits largely due to a suicidal overrearmament race with the Soviet Union. Foreign countries, including those of the Community, should obviously devote their savings instead to their own investments, economic recovery, and fight against unemployment rates without precedent in world history.

The second is that the resulting growth of the net foreign indebtedness of the U.S., estimated by American defenders of the present system to reach one to two trillion dollars by the end of this decade, is bound to trigger, sooner or later, a major foreign exchange and banking crisis, spreading from the U.S. to other major financial centers.

- 2) Its political feasibility derives from the fact that it has the immense advantage of being able to rally a unique consensus between the most enthusiastic pro-Europeans and the most obdurate nationalists. Michel Debré, for instance, would oppose adamantly the substitution of the ECU for the French franc in domestic settlements, but would obviously prefer the ECU to the Euro-dollars, Euro-marks, Euro-swiss francs, etc. actually used in most international settlements, bond flotations, banking transactions, etc. the end of last year<sup>(2)</sup>. External bank assets and liabilities of the Community denominated in the national currency of the reporting banks totalled more than a trillion dollars at the end of last year, those denominated in domestic currencies accounting only for little more than \$ 100 billion<sup>(2)</sup>.

---

(2) see the *Annual Report* and other periodic publications of the *Bank for International Settlements*.

A similar conclusion might be drawn from a recent public opinion poll <sup>(3)</sup> showing that the replacement of the national currency by a European currency finds a majority in only one country (Italy), but that the use of a European currency as an additional parallel currency is favored by 50 % to 77 % of the population in all countries, except only Great Britain (48 %) and Germany (41 %). I reproduce these estimates below, but add to them alternative and more significant estimates calculated as percentages of those that expressed an opinion, rather than of all those consulted, many of whom either did not answer or expressed themselves as indifferent.

	<u>Favorable to a common currency</u>		<u>Favorable to a parallel currency</u>	
	in % of total	in % of expressed opinions	in % of total	in % of expressed opinions
Italy	55	79	74	91
France	49	70	77	89
Belgium	46	67	57	77
Luxembourg	43	60	75	88
Netherlands	27	44	50	71
Germany	14	21	41	65
Great-Britain	12	16	48	60
TOTAL	32	46	59	77

---

(3) Le Public Européen et l'ECU, published in november 1985 by Coordination internationale, 25, rue Cambon, 75001 Paris et Dinarso, 54, rue des Colonies, 1000 - Bruxelles.

This recalculation shows a substantial majority :

- a) in all seven countries polled, in favor of a parallel currency : 60 % to 91 % (last column) ;
- b) and even of a common European currency in four of them : 60 % to 79 % (second column) .

3. EMS Reforms deemed necessary to make negotiable the enlarged role of the ECU as a parallel currency.

Various papers of the Commission and of its President outline the measures deemed necessary and feasible in the near future to quell the legitimate fears of central banks — particularly the Bundesbank — about the indispensable enlargement of the role of the ECU as an alternative to this increasingly dangerous "parallel currency" role of the dollar.

The following paragraphs summarize and update my most recent proposals <sup>(4)</sup> in this respect.

---

(4) "A European Monetary Bank with Central Bank Functions", European Parliament, Strasbourg, March 12, 1986 ; and "Proposals for the Strengthening of the European Monetary System", ifo-digest, Ifo Institute for Economic Research, Munich, September 1985.

I also recommend to all of you to read and meditate fully two brilliant and constructive papers contributed to this topic by people benefiting from a long experience in official negotiations : a lecture delivered by Tommaso Padoa-Schioppa at the European University Institute in Florence, on February 20th 1985, entitled "Lessons from the European Monetary System", and an article of Stefano Micossi on "The Intervention and Financing Mechanisms of the EMS and the Role of the ECU" in the Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, December 1985.

- a) Official ECU issues more than doubled indeed from the inception of the EMS (26 billion ) to the first quarter of 1984 (53,7 billion), but fell sharply by more than 13 % in less than two years, to 46,5 billion in the first quarter of 1986.

As may be seen from Table 1 in annex, the overwhelming source of these excessive fluctuations was the wild volatility of the contractual gold price — close to market price — at which the FECOM is compelled, under the present Agreement, to convert automatically gold deposits into ECU liabilities. Such fluctuations obviously bear no relationship to what should be the presumptive amount of ECU issues : to adjust them to the reserve requirements of potential non-inflationary growth of trade and production in the Community.

The simplest way to promote this objective would be (a) to eliminate gold from the system,<sup>(5)</sup> and (b) to impose upon other sources of ECU issues — *i.e.* credits to members and non-members — a presumptive ceiling of x % per year. While admittedly approximate only, an agreed ceiling of let us say 5 % would prevent any significant inflationary abuse, such as occurred in fact under the present system. The global definition of this ceiling would also impose operationally upon the authorities an explicit choice between the financing of credits to members and external investments — only dollars today — which are the counterpart of ECU issues. This would be both economically desirable and politically feasible, since balance-of-payments surpluses increasing the issue of ECUs against deposits of dollars — and possibly, in the future, other agreed currencies ? — should normally reduce member countries' credit needs, while on the contrary these needs would normally increase — and be more compelling

---

(5) see, however, pp. 11-12 below.

politically — when external deficits decrease the amount of ECUs issued in exchange for foreign currencies <sup>(6)</sup>.

Credits and ECU issues in excess of this presumptive ceiling might prove justifiable in exceptional circumstances ("force majeure", or "act of God"), such as the past explosions of oil prices, but require qualified voting majorities of 2/3, 3/4, or even more, depending on their amplitude.

The elimination of gold deposits would have another weighty advantage : it should remove the major political obstacle to the replacement of quarterly gold and dollar swaps ("crédits croisés", in French) by definitive transfers into ECU reserve accounts. As noted on page 4 above, this was indeed "envisaged" by the European Council at its July 1978 Bremen meeting, and is obviously essential to the adoption and implementation of concerted policies regarding the exchange rate of the ECU vis-à-vis the dollar and, eventually, other "agreed" currencies. This will not be possible as long as exchange risks continue to run for each depositing country separately, as they do now under the "swap" system.

What is essential to the EMS is not its ability to influence the price of gold, but its ability to influence the exchange

---

(6) Table 1 in annex shows that, contrary to the initial fears and warnings of EMS opponents — particularly the Bundesbank' — credits to members (5th column) have always been moderate and promptly repaid. They exceeded 2 billions only in two quarters and have been nil over nine quarters through the end of 1985. Dollar investments (4th column), on the other hand, have accounted throughout for most of the ECU credit issues, and for their totality since October 1984. Their small increase over the whole period — less than 0.8 billion ECUs — hides, however, a volume fall of 6.4 billion ECUs, more than offset by an increase of 7.2 billion ECUs due to the appreciation of the dollar exchange rate vis-à-vis the ECU, as shown in Table 2.

The ceiling proposed above should therefore be politically acceptable to all member countries and eliminate all fears, unjustified in the past, of future abuses of ECU credit facilities.

rates of the ECU. Compulsory gold deposits could therefore be eliminated, and replaced advantageously by equivalent deposits of foreign exchange. This would remove the insurmountable psychological and political obstacles that compulsory gold transfers into ECU accounts would meet in some countries, while preserving the obligation to convert into ECU accounts 20 % of each country's global reserves, and even more up to 100 % if and when fall monetary union is finally achieved <sup>(7)</sup>.

The present alternative to the jointly concerted exchange rate policy made impossible by the "swap" system is to leave essentially to the Bundesbank to try and influence exchange rates vis-à-vis the dollar — and other currencies — through its own market interventions, at the risk of intensifying rather than reducing market tensions between the stronger and the weaker national currencies of the participating countries. This exchange-rate area anchored on the DM has nevertheless been economically beneficial and acceptable so far to other participating countries, but is likely to prove less and less acceptable politically in the longer, and even medium run, than a truly European ECU area.

Another important step would be to clarify and guarantee the convertibility of ECU reserve deposits for the settlement of future deficits outside as well as within the Community. This is largely the case already since external deficits reduce by 20 % compulsory gold and dollar deposits with the FECOM, the other 80 % being settled pari passu with the 80 % of total gold and dollar reserves held outside the FECOM. As the end of 1985, member countries held gold and dollar reserves worth about \$ 39 billion in the FECOM, and \$ 156 outside the FECOM, *i.e.* a total of \$ 195 billion. This would

---

(7) The Commission staff might also consider whether foreign exchange deposits might not be replaced by national currency deposits for the countries whose currency is actually needed in FECOM market interventions aiming the promote desired ECU exchange rates.



be enough to cover nearly 14 years of current account deficits at the maximum rate of \$ 14.1 billion a year reached in 1982, but followed by growing surpluses provisionally estimated at more than \$ 12 billion last year, and forecast to reach more than \$ 18 billion next year <sup>(8)</sup>.

The ECU is thus likely to appreciate vis-à-vis the dollar in the foreseeable future. This should strengthen even further its attractiveness to official and private holders, evidenced by the spectacular growth of ECU holdings to nearly 69 billion at the end of 1985 (more than 54 billion in bank deposits and than 14 billion in bonds) <sup>(9)</sup> not counting, of course, its growing use in the internal bookkeeping accounts of multinational enterprises, in spite of lower global returns than on dollar investments over a period marked — until March 1985 — by the enormous appreciation of dollar exchange rates.

The proposed strengthening of the EMS should enable it to cooperate more effectively with the IMF, the United States, and other countries in joint efforts to promote a less disorderly evolution of dollar exchange rates than has been the case so far and risks to be the case again tomorrow. And if such world efforts were to fail, a reinforced EMS would be even more indispensable to the proper management of mutual exchange rates within the Community, far more important to its member countries

---

(8) European Economy, supplement A - N° 10 - October 1985, Table 5, p. 3. More recent estimates, in the OECD Economic Outlook (May 1986, p. 58), are even more optimistic : a \$ 16 billion surplus last year, and forecasted surpluses of \$ 57 1/4 billion next year and \$ 41 billion in 1987 !

(9) See Table 3 in annex.

than their dollar exchange rates <sup>(10)</sup>. The essential task of the Community, in this transitional period, will be to continue its efforts to stabilize real exchange rates — adjusted for inflation differentials — as it has done with outstanding success for more than seven years already.

It should not, of course, stabilize nominal rates, at overvalued or undervalued levels. Deficit countries should be denied all credit facilities enabling them to do so, and required to consult their partners concerning any recourse to international credits, including their borrowings from the market and from foreign official agencies as well as from the FECOM. This obligation should have as *quid pro quo* the obligation of the surplus countries to submit similarly to a review by the Community the manner in which they finance their surpluses by lending — particularly through the accumulation of foreign exchange assets by their central banks — to their Community partners, to the United States, and to other countries. The "imported inflation" of which they rightly complain has been due overwhelmingly, for most of the postwar years, to excessive financing of countries — particularly the United States — other than their Community partners.

Desirable exchange-rate realignments would, thereby, be even prompter than in the past. Consultations aiming at such realignments could be initiated — as is already the case — by any country, whether in deficit or in surplus, and entail inevitably offsetting changes of all, or most, exchange rates vis-à-vis the ECU. The excessive size, or persistence, of abnormal current account disequilibria should create a strong presumption for

---

(10) About 52 % of the Community countries' total trade was accounted for in 1983 by their mutual trade, 65% by their trade with Western Europe as a whole, and 83% by their trade with all "Europe-oriented" trading areas, as against 8% only by their trade with the United-States (see Table ). These proportions are approximately the same for German trade.

realignment, especially if explainable by — admittedly approximate — purchasing power disparity calculations. If, however, exchange-rate tensions on the market are due instead to speculative capital movements, any "realignment" would be unnecessary — and even pernicious — and the authorities should try to moderate these undesirable capital flows in so far as possible<sup>(11)</sup>, and to offset the remainder, if necessary, through official capital movements in a reverse direction.

Finally, the enormous and undesirable flows of speculative capital that are now taking place between the United States and the rest of the world should induce the Community to try and moderate them through policies concerted both among themselves and with the United States.

b) The Private ECU market

The potential growth of the ECU as an alternative parallel currency will depend on its acceptability and attraction to the private as well as to the official sectors of the countries concerned. The proportion of net international lending denominated in ECUs was still little more than a third of the world total (estimated at \$ 1900 billion by the BIS (in its 56th Annual Report, p.87), but has grown fantastically in the last few years. Virtually nil in 1980, it totalled about 76 billion ECUs at the end of last year (see Table...) and is likely to grow even faster with the expected depreciation of the dollar vis-à-vis the ECU in the foreseeable future.

A linkage between private and official ECU issues is thus long

---

(11) Exchange controls should be used only as a last resort, and mutual controls imposed both by the countries receiving unwanted capital inflows and by those subject to unwanted capital outflows.

overdue. The use of the ECU by the monetary authorities in their market interventions obviously requires that official ECU accounts be made accessible, at least to commercial banks, as easily as, or even more easily than accounts in foreign currencies. It also requires, as ~~repeatedly~~ stressed in ~~numerous~~ papers of the Commission <sup>statements</sup> and of its President (12) that the monetary authorities of the Community and of member countries exercise some supervision (similar to that applying to national currency issues) over these mushrooming ECU transactions, ~~and accept concomitantly to play their essential role of "lender and borrower of last resort" for the ECU as well as for national currencies.~~ The proximate broadening, under the auspices of the BIS, of the private ECU clearing system already in operation should facilitate and accelerate the acceptance of such responsibilities by the official authorities concerned.

Progress should also continue along the path outlined in the spring of last year, and on which significant progress has been made already by the Committee of Governors and by member countries : the use of the ECU in intra-marginal transactions — still conducted and settled mostly in dollars — its unlimited acceptance in official settlements, the removal by the Bundesbank of its absurd discrimination prohibiting the use of the ECU, but not of foreign currencies, in borrowing contracts, the elimination by other countries of remaining exchange controls on intra-European transactions, and the generalized acceptance of the 2 1/4 per cent exchange-rate margin, particularly by Italy and the United Kingdom.

Some further procrastination to be expected in the full implementation of the last two of these measures by some countries should

---

(12) see particularly COM(84) 725 <sup>of 6.3.1984</sup> ~~of 6.3.1984~~ and European Parliament, Session of 15.1.1985, O.J. no 2/321

not necessarily preclude the acceptance of the others by all participating countries, including Germany, any more than the non-acceptance of exchange margins by the United Kingdom has not prevented the adoption and implementation of the EMS agreement.

B. The Completion of Monetary Union

1. In spite of its economic advantages (see pp. 4 and 5 above) and of the reiterated promises of our Heads of State or Government (p.1), the completion of economic, monetary — and, therefore, political — union — is still a distant hope only . Its achievement would obviously remain unnegotiable if the development of the ECU as a parallel currency for external transactions proved itself unnegotiable.

On the other hand, the successful negotiation and implementation of the measures outlined in section II A above would make it far easier to achieve than the path proposed in the Werner plan, and would undoubtedly, in that case, be strongly supported by public opinion in all, or nearly all participating countries (see p. 8 and 9 above).

The ECU would no longer have to be created ex nihilo. It would already be in existence and widely used in each country, both in official and in private foreign transactions. All that would be required would be the extension of its legal use to domestic as well as to foreign transactions, and the willingness of firms and individuals to take advantage of this right. This could be achieved gradually, and at a pace that need not be simultaneous for all countries. (One could expect it to be achieved earlier in the Benelux countries, for instance, than in Germany and particularly in the United Kingdom).

The completion of the process should also entail — as indeed foreseen from the very beginning by its proponents — the gradual increase of the international monetary reserves held with a European Federal Bank — rather than in gold and U.S. liabilities — from 20 % to 100 % (see p. 12 above).

2. A final point should be mentioned : the legitimate concern of all central banks — not only the Bundesbank — to assure to the monetary authorities called upon to manage a federal European Bank a sufficient degree of independence vis-à-vis political authorities always suspect on inflationary laxity regarding the financing of internal deficits through money creation.

The provisions suggested on pp. 10 above should guard against this danger, and should be further strengthened if the selection of the Board of Governors of the European Bank were left exclusively to the governors of the federated national central banks.

I would, however, add two other observations :

a) The first is that legal texts may not be as significant in this respect as might be imagined, for a federal European Bank as well as for national central banks. The ability of the latter to resist inflationary pressures from the political authorities will continue to be determined primarily by entrenched national traditions and the character of appointed officials far more than by legal texts. Even if the designation of the European Bank's Board of Governors were left entirely, as suggested above, to the governors of national central banks, these would obviously consult previously with their ministers of finance, and be more receptive in some countries than in others to the advice received from them.

Equally obvious, however, is the fact that a European Board of Governors would be far less dependent on national political authorities than most central bank governors are today vis-à-vis their national government.

b) Secondly, in the absence of reform, external inflationary pressures on all Community countries (including Germany as well as others) will remain determined by the policies of other member countries, and even more of the United States. The European Bank of a full economic and monetary union would be far more able to reduce and resist such pressures than is the case in the present unorganized international monetary system.

CONCLUSION

The excessive reliance on a now widely fluctuating paper-dollar as the major "parallel currency" of the world in private and official contracts, settlements, and reserve accumulation is at the source of the unprecedented distortions of international current and capital account transactions today, and of recurrent and worsening exchange-rate and bank crises.

Among the institutional reforms of the EMS now under negotiation, none is more crucial and urgent than the development of the ECU as an alternative parallel currency in international transactions. This should dictate the functions and powers to be assigned, as soon as possible, to a *European Bank* for the efficient management of such an ECU.

The eventual completion of full monetary union would no longer be seen, in that perspective, as the stabilization of mutual exchange rates between national member currencies, but rather as the gradual extension of the use of the ECU to domestic as well as external transactions. The final stage of such a process, *i.e.* the total replacement of national currencies by the ECU would undoubtedly be reached much earlier in some countries than in others.



Tables

1. FECOM Accounts
2. ECU Market Rates
3. ECU Bank Assets and Liabilities  
and Security Issues
4. Regional Constellation of World Trade

**Table 1**  
**F E C O M   A C C O U N T S**

ECU Issues and Assets Counterparts

Date	Total Issues	Gold Assets	Credits			Deposits		Contractual Rates		
			Total	to United States	to Member Countries	Gold	Dollars	Gold	Dollar	
			( ECU billions )					(million ounces)	(billions)	ECUs per ounce
1979	April	<u>26.0</u>	<u>14.2</u>	11.8	11.8	<u>0</u>	<u>85.3</u>	15.9	<u>166</u>	0.74
	excluding UK	(23.3)	(13.3)	(10.0)	(10.0)	<u>0</u>	(80.7)	(13.4)	(165)	0.75
	UK July deposits	(2.6)	(0.8)	(1.8)	(1.8)	<u>0</u>	(4.6)	(2.5)	(179)	0.73
	July	27.6	15.8	11.8	11.6	0.2	85.3	15.9	185	0.73
	October	30.5	18.0	12.5	11.3	1.2	85.3	<u>16.0</u>	211	0.70
1980	January	33.2	22.2	11.0	10.7	0.3	85.5	15.5	259	<u>0.69</u>
	April	42.9	31.7	11.1	11.	<u>0</u>	85.6	14.4	370	0.77
	July	45.5	36.0	<u>9.6</u>	<u>9.6</u>	<u>0</u>	85.6	13.7	420	0.70
	October	46.6	36.4	10.2	9.9	0.4	85.6	13.9	425	0.71
1981	January	50.8	38.3	12.5	10.9	1.6	85.6	14.5	447	0.75
	April	50.1	37.7	12.3	12.0	0.3	<u>85.7</u>	14.2	441	0.84
	July	50.8	34.8	<u>16.1</u>	12.3	<u>3.8</u>	<u>85.7</u>	12.7	406	0.97
	October	47.1	34.5	12.6	10.5	2.1	85.7	11.5	403	0.92
1982	January	42.3	31.5	10.7	10.7	<u>0</u>	85.7	11.7	368	0.92
	April	39.5	28.0	11.4	10.5	0.9	85.7	10.5	327	1.00
	July	40.0	27.8	12.2	10.3	1.9	85.7	9.9	324	1.05
	October	43.2	31.5	11.8	10.8	0.9	85.7	10.0	367	1.08
1983	January	48.7	36.7	11.9	10.2	1.7	85.7	10.0	429	1.02
	April	51.6	38.8	12.8	11.2	1.6	85.7	10.5	452	1.07
	July	52.3	39.9	12.4	11.8	0.6	85.7	10.5	465	1.13
	October	53.5	<u>40.9</u>	12.6	12.2	0.4	85.7	10.6	<u>476</u>	1.15
1984	January	<u>53.7</u>	39.5	14.2	13.1	1.1	85.7	10.6	461	1.24
	April	52.8	38.7	14.1	12.7	1.3	85.7	10.6	452	1.17
	July	52.8	39.5	13.3	13.3	0.1	85.7	10.6	460	1.26
	October	52.5	39.0	13.6	13.6	<u>0</u>	85.7	10.1	454	1.35
1985	January	51.7	37.2	14.5	<u>14.5</u>	<u>0</u>	85.7	10.2	434	<u>1.42</u>
	April	51.1	38.5	12.6	12.6	<u>0</u>	85.7	<u>9.0</u>	449	1.40
	July	50.2	36.7	13.5	13.5	<u>0</u>	85.7	10.0	429	1.35
	October	46.5	34.0	12.6	12.6	<u>0</u>	85.7	10.5	396	1.19

Footnote : minima underlined once, and maxima twice.

Comments on FECOM Accounts

I. <u>Sources of ECU Issues</u>	ECU Millions			Changes in % total
	Initial	October 1985	Change	
A. <u>Credits</u>	11,810	12,558	+748	+3.6
1. To Members	0	0	0	0
2. To U.S. Dollars	11,180	12,558	+748	+3.6
a) Volume	11,810	5,380	-6,430	-31.3
b) Exchange Rate Fluctuations	x	7,178	+7,178	+34.9
B. <u>Gold</u>	14,159	33,973	+19,814	96.4
1. Volume	14,159	14,327	+168	+0.8
2. Price Fluctuations	x	19,646	+19,646	95,5
C. <u>Total</u>	25,969	46,531	20,562	100

II. The above Table shows that ECU issues increased by 79 % in less than seven years, but :

1. Overwhelmingly (more than 96 %) on account of the enormous increase in the contractual gold price, close to market price , which rose by about 139 %, from ECU 166 to ECU 396 per ounce. The change in gold volume was insignificant (ECU 186 millions) and has remained nil since April 1981.

Prices changes account for the huge fluctuations of gold holdings from a minimum of ECU 14.2 billions initially to ECU 40.9 billions in October 1983 and ECU 34 billions in October 1985.

2. The change in credits has been relatively insignificant :

a) Total credits to member countries exceeded ECU 2 billions only in two quarters and were nil in nine quarters, including the last five ones.

b) Dollar holdings were much larger, fluctuating between a minimum of ECU 9.6 billion in July 1980 and a maximum of ECU 14.5 billion in January 1985. They have accounted throughout for most of the FECOM credits, and for their totality since October 1984. Their small increase, valued in ECU (748 million), hides, however, a volume fall of ECU 6,430 million more than offset by an ECU 7,178 increase due to the appreciation of the exchange rate of the dollar vis-à-vis the ECU.

Table 2

ECU Market Rates

(End of Period National Currencies per ECU)

	August 1969	July 1971	March 1979	Dec. 1979	Dec. 1980	Dec. 1981	Dec. 1982	Dec. 1983	Dec. 1984	Dec. 1985	May 1986	% Change under EM
Deutsche Mark	3.98	3.60	2.52	2.49	2.56	2.45	2.30	2.26	2.23	2.18	2.16	+ 17
Guilder	3.62	3.70	2.72	2.74	2.79	2.68	2.54	2.54	2.52	2.46	2.42	+ 12
Belgo-Lxkg Franc	50.4	51.7	39.9	40.3	41.2	41.7	45.3	46.1	44.7	44.6	44.7	- 9
Irish Punt	0.420	0.431	0.659	0.671	0.689	0.687	0.693	0.729	0.715	0.714	0.709	- 7
Danish Krone	7.54	7.81	7.02	7.72	7.87	7.95	8.11	8.18	7.99	7.96	7.97	- 12
French Franc	5.55	5.74	5.81	5.78	5.91	6.24	6.52	6.90	6.83	6.70	6.87	- 15
Italian Lira	629	649	1135	1156	1217	1302	1326	1372	1371	1490	1477	- 23
U.K. Pound	0.420	0.431	0.653	0.647	0.548	0.569	0.600	0.571	0.610	0.615	0.630	+ 4
Greek Drachma			49.7	55.1	61.3	62.2	68.5	81.8	91.0	131	135	- 63
Spanish Peseta	70.0	72.5	92.2	95.1	104	106	121	130	123	137	137	- 33
Portuguese Escudo	28.7	29.8	65.2	71.6	69.4	70.8	86.2	111	120	141	144	- 55
SDR	1.00	1.04	1.05	1.09	1.03	0.932	0.875	0.790	0.723	0.806	0.816	+ 29
U.S. Dollar	1.00	1.04	1.35	1.44	1.31	1.09	0.968	0.827	0.709	0.888	0.932	+ 45
Japanese Yen	360	372	283	345	266	229	227	192	178	178	162	- 75
Swiss Franc	4.31	4.26	2.29	2.27	2.30	1.95	1.93	1.80	1.84	1.84	1.79	+ 28
Austrian Schilling	25.9	26.0	18.5	17.9	18.1	17.2	16.1	15.9	15.7	15.4	15.2	+ 22
Swedish Krone	5.19	5.38	5.91	5.96	5.72	6.05	7.06	6.64	6.37	6.72	6.85	- 14
Norwegian Krone	7.16	7.41	6.90	7.09	6.78	6.30	6.83	6.38	6.44	6.73	7.27	- 5
Deutsche Marks per dollar	<u>3.99</u>	3.48	1.86	<u>1.73</u>	1.96	2.25	2.38	2.72	<u>3.15</u>	<u>2.46</u>	2.31	- 19
ECUs per dollar	<u>1.00</u>	0.962	0.741	<u>0.694</u>	0.763	0.917	1.03	1.21	<u>1.41</u>	<u>1.13</u>	1.07	- 31

Notes :

1. The % changes in the last column measure the cumulative appreciation (+), or depreciation (-) of national currencies' nominal exchange rates from the inception of the EMS in March 1979 through December 1985. They are far smaller for member currencies and other European currencies than for non-member currencies, particularly the dollar and the yen, and offset mostly inflation differentials, thus preserving the stability and competitiveness of real exchange rates within the Community.
2. On the last two lines, double underlining indicates maximum dollar valuations; and single underlining indicates minimum dollar valuations.

Table 3

ECU Bank Assets and Liabilities and Security Issues

(End of Year)

	In billions of dollars			In billions of ECUs		
	1983	1984	1985	1983	1984	1985
I. <u>Banks</u>						
A. <u>ASSETS</u>	11.9	28.2	54.2	14.4	39.8	61.0
1. <u>Interbank</u>	<u>8.0</u>	<u>20.3</u>	<u>41.9</u>	<u>9.7</u>	<u>28.6</u>	<u>47.2</u>
a) Commercial Banks	8.0	20.1	41.6	9.7	28.3	46.8
b) Monetary Institutions	-	0.2	0.3	-	0.3	0.3
2. <u>Customers</u>	<u>3.9</u>	<u>7.9</u>	<u>12.3</u>	<u>4.7</u>	<u>11.1</u>	<u>13.9</u>
a) External	1.2	3.1	6.9	1.5	4.4	7.8
b) Residents	2.7	4.8	5.4	3.3	6.8	6.1
B. <u>LIABILITIES</u>	10.0	22.3	48.1	12.1	31.5	54.2
1. <u>Interbank</u>	<u>8.9</u>	<u>20.3</u>	<u>41.7</u>	<u>10.8</u>	<u>28.6</u>	<u>47.0</u>
a) Commercial Banks	8.7	19.8	40.8	10.5	27.9	45.9
b) Monetary Institutions	0.2	0.5	0.9	0.2	0.7	1.0
2. <u>Customers</u>	<u>1.1</u>	<u>2.0</u>	<u>6.4</u>	<u>1.3</u>	<u>2.8</u>	<u>7.2</u>
a) External	0.6	1.1	3.2	0.7	1.6	3.6
b) Residents	0.5	0.9	3.2	0.6	1.3	3.6
II. <u>ECU Bonds</u>	2.8	5.6	12.8	3.4	7.9	14.4
III. <u>Total (IB + II)</u>	12.8	27.9	60.9	15.5	39.4	68.6

Source : Bank for International Settlements : 56th Annual Report (June 1986), pp.100 and 105, and International Banking and Financial Market Developments, May 1986, p. 15 and Statistical Annex, pp.5,6 and 7.

Note : see also the quarterly ECU NEWSLETTER of the Istituto Bancario San Paolo di Torino and the monthly articles of Pierre Guimbretière in Eurépargne (Luxembourg), particularly his "L'évaluation du marché de l'ECU", pp.21-27 of its July 1985 issue.

TABLE 4

REGIONAL CONSTELLATION OF WORLD TRADE IN 1983

(Exports plus Imports in % of their world total for each region or country)

Exports and Imports of	With →																																
	I. EUROPE ORIENTED AREAS	A. Western Europe		1. European Community		2. Other Western Europe		B. Middle East and Africa <sup>1</sup>			1. Arab Gulf Cooperation Council			2. Other Middle East			3. Other Africa			C. Communist Countries <sup>2</sup>	D. Australia, New Zealand, South Africa	II. WESTERN HEMISPHERE	A. United States		B. Canada	C. Latin America		III. ASIA	A. Japan		B. Other Countries		IV. WORLD
I. EUROPE ORIENTED AREAS	77	58	46	12	10	3	3	4	7	2	13	8	1	3	16	5	5	100															
A. Western Europe	82	65	51	13	11	3	3	5	5	2	12	8	1	3	6	2	3	100															
1. European Community	83	65	52	13	11	3	3	5	4	2	12	8	1	3	6	2	4	100															
2. Other Western Europe	82	63	49	13	11	3	4	4	7	1	13	8	1	3	6	3	3	100															
B. Middle East and Africa <sup>1</sup>	60	46	37	9	9	4	2	2	4	1	16	10	1	5	25	15	10	100															
1. Arab Gulf Cooperation Council	45	33	27	6	10	5	3	2	1	2	14	10	-	3	42	27	15	100															
2. Other Middle East	66	47	35	12	9	4	3	1	9	1	14	7	1	6	19	11	8	100															
3. Other Africa	73	60	50	10	7	2	1	4	4	1	19	13	1	5	8	4	5	100															
C. Communist Countries <sup>2</sup>	83	43	31	13	9	-	5	3	30	1	8	3	1	3	9	4	5	100															
D. Australia, New Zealand, South Africa	45	31	26	6	6	3	1	2	2	6	20	17	2	1	35	21	14	100															
II. WESTERN HEMISPHERE	33	22	17	5	7	3	2	3	2	2	18	21	13	14	20	11	9	100															
A. United States	37	25	20	5	8	3	1	4	1	3	15	x	20	15	27	14	13	100															
B. Canada	14	9	8	2	2	-	1	1	2	1	77	73	x	4	9	6	4	100															
C. Latin America	35	23	17	5	9	3	3	3	3	1	57	34	3	20	8	5	3	100															
III. ASIA	37	15	12	3	15	11	3	2	2	4	27	22	2	3	36	11	25	100															
A. Japan	42	13	10	3	20	15	4	2	2	6	33	26	3	5	25	x	25	100															
B. Other Countries	33	16	13	3	11	7	3	2	3	3	22	18	2	2	45	20	25	100															
IV. WORLD	60	43	34	9	11	4	3	4	5	2	23	13	4	6	17	8	9	100															

Source: Direction of Trade Statistics: Yearbook 1984, International Monetary Fund, 1984.

Signs and Notes:

- : less than 0.5%

x : single countries intratrade does not enter foreign trade calculations.

\ \ : figures between diagonal lines show the proportion of mutual trade in total trade with the world.

1 : excluding, for obvious political reasons, Israel, included here with Western Europe, with which it carried out in 1983 more than 61% of its foreign trade, as against less than 26% with the US and 17% with all other countries. Financial and political considerations, however, might suggest instead a regrouping with the United States.

2 : Scanty available statistics - mostly from partner countries - preclude any exact calculation, but abundantly show that the economic relationships of the Communist countries are overwhelmingly with Western Europe, and minimal with the United States and Japan.





**Prudential supervision  
(micro-economic level)**

**M.A. Hall**

*HM Treasury, London*



1.

"A sharp acceleration in the pace of innovation and structural change in recent years has transformed the international financial system in important ways. Major new financial instruments, mostly taking the form of off-balance sheet commitments - have either been created or have increased dramatically their role in the financial structure; credit flows have shifted away from loans through large international banks into direct credit markets; the volume of daily transactions has multiplied; financial markets have become far more closely integrated worldwide; capital has become much more mobile."

I quote from the report of the Group of Ten Study Group on recent innovations in international banking. They addressed themselves with great clarity to one set of fundamental changes affecting financial institutions and markets. Reflecting my own official responsibilities - I shall concentrate on banking today - though this is not a term I should like to define too precisely! - I hope also, drawing on our experience in the United Kingdom, to identify various strands of innovation, and to indicate how we are responding to them. I want then to look at their international implications, and in particular at how the European Community itself is responding to change.

#### The challenge to supervisors

2. The speed of change in the markets is forcing the supervisors themselves to change. They are necessarily responding, rather than leading. They aim to keep up with market developments to the greatest possible extent. But some of the risks which institutions face are unknown. The pace of the legislative process can often mean that supervisors' powers and requirements lag behind developments in the market. It also has to be said that the senior management of institutions sometimes lag behind the perceptions of their colleagues in the dealing room.
3. Supervisors are having to deal with new instruments, new institutions and new technologies. And also with old institutions widening their business. There are few barriers in the United Kingdom to diversification, though this is not the case in a number of other countries.

#### New instruments

4. I have referred already to the report of the G10 Study Group, or the "Cross Report". It deals with a formidable array of major new banking instruments, all off-balance sheet - note issuance facilities, currency and interest rate swaps, foreign currency and interest rate options, and forward rate agreements. It notes the increasing tendency towards securitisation - the changing distribution of risk as borrowers go directly to providers of funds, and as instruments new to European markets such as mortgage and car loan backed securities, are poised to cross the Atlantic. Rules are also evolving in the accounting field to deal with these new instruments; but there is wide variation in national practices. Supervisors must assess the risks - as well as the benefits - which the new instruments bring, and must derive prudential rules which pay due account to them. Our own Bank of

England have taken a lead in exposing the problems to British credit institutions in a paper on off-balance sheet risk. We intend to introduce a legal requirement to notify large exposures to supervisors in new legislation. And we welcome the Commission's initiative in bringing forward a recommendation on large exposures designed to encompass both on and off-balance sheet exposure. The managers of banks must assess all the risks - credit risk, country risk, exchange risk, price risk, market liquidity risk, settlement risk and interest rate risk. These risks are not, of course, unrelated to each other. And the task of supervisors rests overwhelmingly, as perhaps it always did, on assessing the quality of management in institutions, rather than testing the institutions' business judgment against some complex mathematical yardstick. They aim to reduce the chances of financial failures. But they do not do management's job for it, and they do not aim to provide a risk-free system.

### Institutional changes

5. It is institutions that supervisors supervise. In most countries the legislation defines classes of institutions and lays down rules for their supervision. In the United Kingdom this is the case with building societies, insurance companies and friendly societies. But we have never tried to define banks. Our so called banking legislation regulates deposit-taking, and the new Financial Services Act lays down a regulatory system for investment businesses, defined as exercising various functions in relation to investments as defined. The distinction is necessarily somewhat artificial; it draws a dividing line in the middle of a continuous spectrum.
6. We have tried to make our legislation consistent - to make the playing fields as level as possible. And we have had several clear objectives, which I venture to suggest are likely to underlie the efforts of most countries seeking to modernise their system of supervision. These are:
  - to minimise overlapping supervision and bureaucratic burdens on institutions;
  - to avoid "black holes" i.e. gaps in the supervisory net.
  - to make arrangements - non statutory in our case - for co-operation between supervisors, since a functional basis implies that several supervisors will have an interest in a good many institutions. Professional secrecy is essential. But the legal framework must permit - and circumscribe - necessary information flows between supervisors, national and in other countries;
  - to ensure that there are adequate and consistent means of monitoring a conglomerate group's total exposures and setting its capital adequacy.
  - to make supervisory regimes consistent, so that there is no incentive to "arbitrage" towards the lightest regime.

- to create flexible legislative frameworks, so as to avoid the need for legislating continuously, e.g. by enabling the definitions of "deposit" and "investment" to be changed through secondary legislation.

### Technological change

7. Many of the new instruments and markets could not have come into being without technological change. I think it is fair to say that technological advances have led financial innovation, rather than the other way round. I shall confine myself today to reminding you of a few examples of technological change which bear on other organs of the state, as well as financial supervisors.
8. Take for instance, the role of control systems. They are central to the prudent management of all financial institutions. They are a crucial aid to prudent management. All the main regulatory regimes in the United Kingdom will require adequate control systems, certified independently, as a condition of continuing authorisation.
9. The downside of change is that the opportunity for fraud is increased. The authorities must constantly strengthen their defences. Technological fraud is only one example. Its detection is more a matter for the forces of law and order than for supervisors, though clearly the two must work in harness. This means more rigorous powers for its detection and prosecution in individual countries; and a need for closer international co-operation.
10. The increased use of technology can lead to the alienation of customers, and to errors against which they have no recourse. This has led to greater awareness of the need for consumer protection in the financial services area, and a trend towards independent specialised ombudsmen. Both the insurance industry and banking industry in the United Kingdom now have voluntary ombudsmen, and Parliamentary feeling was so strong that our new Building Societies Act obliges building societies to appoint an adjudicator for disputes with customers.
11. Improved payments and settlements systems are resulting in a huge increase in the volume of financial transactions. And central banks are increasingly concerned to ensure that clearing and transmission systems work, that their members are reliable, and that the national and international financial systems are compatible and adequately protected against technological contingencies.
12. We shall need, in due course, to adapt our legal systems to take account of all these changes. But we cannot subject the developing technologies to planning blight. It will be a difficult and time-consuming task to give due weight to the various interests affected by change. We in the United Kingdom are giving active consideration to these issues.

### The central dilemma: prudence v. competitiveness

13. I referred earlier to "arbitrage" between supervisors. By this I meant a tendency-increasingly possible when instruments are effectively interchangeable - to move, within countries and between countries, to areas where the supervisory regime is lightest. But national authorities want to attract financial business to their own financial centres, and not to place their own institutions at a competitive disadvantage.
14. So the authorities are faced with a series of temptations - to impose a lighter supervisory regime than they believe to be prudent; to attract financial institutions by a more lenient fiscal regime; to place obstacles in the way of free supply of services or establishment, often on flimsy, ostensibly prudential grounds.
15. The need for international co-operation, and pressures for it, will increase. The Basle Supervisors Committee have made considerable progress in their discussions of a variety of matters, including off-balance sheet risks. The representatives of EC countries play a major part in its work. And the United Kingdom places great weight on the work of the Banking Advisory Committee, the European Community's own committee on supervisory matters. Exchanges between securities supervisors are now beginning to take place on a more systematic basis. There is also increasing international pressure for supervisors to be able to exchange information about institutions and their activities, as businesses increasingly operate world wide, and the opportunities for international fraud increase.
16. I expect all these trends to continue. I am personally doubtful that voluntary agreement between supervisors will achieve a sufficient degree of agreement on policies to achieve "level playing fields" on an international level. I therefore expect both Central Banks and Finance Ministers to have to devote an increasing amount of their time to the relationships between supervisory regimes, competition in trade in financial services, and the integrity of the international financial system.

### The European dimension

17. The European Community has a vital role to play in this process of change. First and foremost, it has recognised from an early stage the close link between developing a common market in financial services and greater harmonization of supervisory regimes. The Commission has brought forward proposals on own funds and large exposures; important instruments in the securities area are on the table, and discussions of the draft mortgage credit directive have begun under the UK Presidency. The Bank Accounts Directive is well advanced. There are important points of principle still at issue on some of these individual proposals. But the Commission's determination to achieve a genuine internal market on a rapid timescale has the support of all the Member States.

18. These initiatives build on the solid foundation of the 1977 Credit Institutions Directive and in other areas of financial services, on the Life Directive and the UCITS directive. The Commission's approach is based on important concepts. First among these is "Home country control" - the long term aim of primary reliance by the "host" supervisor on an institution's home supervisor to supervise institutions established or providing services in other member states. Another important principle, also, as it happens enshrined in the draft Mortgage Credit Directive, is what has become known as the Cassis de Dijon treatment of financial services - i.e. if a financial service is provided in member state A in accordance with its own regulations it should be freely available in member state B unless there are very strong public interest arguments against it.
19. For the internal market to develop in this way, as the treaty intended it should, clearly principles of supervision need to approach each other more closely, and parallel progress has to be made on removing restrictions on capital flows. And to meet a rapid timetable, the legislation has to allow a good deal of variation in practice between member states. Its task must be to establish the highest possible minimum standards, on which member states will be free to build. I would see this as a necessary first stage. Many changes will have to be made in national systems, if the timetable is to be met. But without political impetus a rapid timetable and pressure of deadline, the internal market will take forever.
20. European financial institutions are competing fiercely with those from elsewhere, particularly the United States and Japan. It is essential in setting our supervisory norms that we inform ourselves of the prudential requirements of our major competitors.
21. And the same applies to work elsewhere in the Commission be it on consumer protection or in other Directorates General.
22. I have concentrated on supervision today. I am conscious that there are other broad areas of intense activity by the Commission. No doubt others will describe them.
23. The message I want to leave behind today is that the challenges posed by innovation for supervisors are many and formidable. Most of us are having to change our methods of supervision and the legal framework within which they operate. As techniques, markets and instruments evolve, so will supervision. It will be on national and international agendas for some time to come. It is unlikely that we will get our respective national arrangements precisely right in a period of such rapid evolution. If there is to be genuine free trade in financial services, both globally and within the Community, there will have to be steadily increasing national and international co-operation between supervisors, in the areas of banking, securities and the other sectors of financial services.





**Objectifs monétaires  
(niveau macro-économique)**

**Y. Ullmo**

*Conseil National de Crédit, Paris*

## INTRODUCTION

### I - L'INNOVATION FINANCIERE REND PLUS INSTABLE LES AGREGATS MONÉTAIRES ET DEFORME LEUR RELATION AVEC LES GRANDEURS REELLES

#### A - Les agrégats monétaires

- a) La "sur" représentation de la réalité monétaire
- b) La "sous" représentation de la réalité bancaire
- c) Dans les pays venus le plus tardivement à l'innovation, des distorsions sont perceptibles, ou, en tout cas, les autorités monétaires s'y attendent

#### B - Les agrégats de crédit

### II - LES REPONSES DES AUTORITES MONÉTAIRES

#### A - Au niveau des principes

#### B - La pratique effective

- 1) Les grands pays
- 2) Les petits pays

### III - UN RECUK DES INSTRUMENTS DE CONTROLE MONÉTAIRE DIRECT ET UNE PLUS GRANDE UTILISATION DES PROCEDURES DE MARCHE

#### A - La mise en oeuvre de la politique monétaire et les instruments de marchés

- a) La fin des procédures de contrôle direct
- b) Les méthodes opératoires de la Banque Centrale
- c) L'influence croissante de l'extérieur sur la politique monétaire

#### B - Les effets sur les agents non financiers

### IV - INNOVATION FINANCIERE ET EUROPE MONÉTAIRE

#### A - L'ECU privé et le contrôle monétaire

#### B - Les nouvelles modalités du contrôle monétaire poussent à la coordination des politiques monétaires

INNOVATIONS FINANCIERES, AGREGATS MONETAIRES,

POLITIQUE MONETAIRE (1)

INTRODUCTION

Commencé aux Etats-Unis et au Royaume-Uni dans le courant des années 70, le processus d'innovations financières se répand à partir des années 80 en France, en Suède, en Italie, au Danemark ; il touche plus tardivement l'Allemagne et les Pays-Bas.

Sans entrer dans le détail, on rappellera rapidement les composantes de ce processus :

- internationalisation des marchés et, en particulier, développement des euro-marchés ;
- déréglementation institutionnelle comportant notamment l'effacement des distorsions entre les différentes catégories de banques et entre celles-ci et les autres institutions financières ;
- développement des taux variables ;
- création et essor de nouveaux instruments de marchés : certificats de dépôts, Commercial Paper, NIF, RUF. Il s'agit de ce que l'on appelle le mouvement vers la sécuritisation ;
- apparition et essor de nouveaux instruments de couverture : Futures, Options, Future Rate Agreements, CAPS et COLLARS, Swaps.

Certains ont fait remarquer la coïncidence de cet essor avec la généralisation des politiques d'objectifs de croissance des agrégats monétaires. Ces deux phénomènes sont-ils liés ? Est-on en présence de manifestations de la Loi de Goodhart selon laquelle retenir une certaine définition d'agrégat pour objectif monétaire conduit nécessairement à des innovations financières qui dénaturent la signification de cet agrégat ? La réponse ne peut être que nuancée.

---

(1) Ce texte s'appuie sur un travail initial de M. PATAT, Adjoint au Directeur des Etudes et Statistiques Monétaires, auquel l'auteur adresse ses très vifs remerciements.

Dans certains cas, Royaume-Uni par exemple, l'innovation est liée à la déréglementation (Bank-Holding Company act ...) ; elle sera d'ailleurs d'autant plus tardive dans les pays où les contraintes réglementaires étaient faibles (1) (Allemagne par exemple où la banque universelle et la liberté des taux existent depuis longtemps).

Dans d'autres pays, son démarrage coïncide avec un renforcement provisoire de la réglementation, puis est facilité par un comportement plus libéral des pouvoirs publics (France).

En fait, le développement des innovations financières correspond fondamentalement à une évolution des besoins des agents emprunteurs et prêteurs, dans un contexte économique général caractérisé par le développement de tensions inflationnistes puis leur répression par des politiques monétaires restrictives, la variabilité induite des taux d'intérêt et celle des changes depuis 1973 et le souci croissant des opérateurs de se prémunir contre les risques afférents. Dans certains pays (France, Italie), il s'agit aussi d'aménager ou de perfectionner les modalités de financement de la dette publique. Partout, dans une situation de taux d'intérêt réels élevés, l'innovation correspond au souhait des agents non financiers de bénéficier, pour leurs placements, à la fois de la liquidité et de bons rendements.

\*

\* \* \*

Ainsi, d'entrée, l'innovation interfère sur le contrôle des agrégats qui par tradition et/ou en application de la théorie monétaire, recensait des placements liquides, mais pour la plupart, non rémunérés ou rémunérés à taux fixes administrés.

- L'innovation financière a rendu plus instable les agrégats monétaires et déformé leurs relations avec les grandeurs réelles.
- Les réponses des autorités monétaires à ce processus ont été, dans la plupart des cas, d'adapter leurs instruments d'analyse et leurs objectifs monétaires. En général, la politique d'agrégats n'a pas été abandonnée, mais elle a subi une forte remise en cause et s'accompagne de plus en plus, dans le cadre du SME, d'objectifs explicites ou implicites de change.

---

(1) Aux Etats-Unis, non traités dans cette communication, de nombreuses innovations sont liées à un excès de réglementation.

- Dans l'ensemble, ces phénomènes se sont accompagnés d'un recul des instruments de contrôle monétaire direct et évoluent au profit des procédures de marchés.
- Les innovations financières ont ainsi, potentiellement, des conséquences importantes sur la construction de l'Europe monétaire.

1 - L'INNOVATION FINANCIERE REND PLUS INSTABLE LES AGREGATS MONETAIRES ET DEFORME LEUR RELATION AVEC LES GRANDEURS REELLES

On distinguera les agrégats monétaires stricto sensu et les agrégats de crédit.

A - Les agrégats monétaires

Deux phénomènes sont observés :

- là où l'innovation est arrivée à maturité, les agrégats "sur" représentent (majorent) la réalité monétaire. A ceci correspond une chute de la vitesse de circulation calculée d'après les agrégats officiels ;
- là où l'innovation est encore en voie d'essor, les agrégats "sous" représentent (minorent) la réalité monétaire. On assiste à une accélération de la vitesse de circulation.

a) La "sur" représentation de la réalité monétaire

On prendra l'exemple du Royaume-Uni et de l'Italie.

En ce qui concerne le Royaume-Uni, on peut distinguer deux phases. La première est celle des conséquences de la déréglementation : abolition des cartels de taux d'intérêts bancaires, lancement des comptes à vue rémunérés par les building societies bientôt repris (jusqu'en 1985) par les clearing banks. Les banques gagnent dans cette concurrence et ceci conduit à un gonflement de M3f au détriment des avoirs dans les buildings societies (1). Le mouvement est encore accentué par l'essor des CD's (dans M3f).

---

(1) En l'espèce, le gonflement de M3 est essentiellement dû à la définition institutionnelle de l'agrégat.

La seconde phase est celle de l'évolution depuis 2 ou 3 ans avec une accélération en fin de période. Diverses explications en ont été tentées : développement des OPA, variations dans la politique de funding de la Banque d'Angleterre, ... En fait, on assiste à une autonomie croissante de la super-structure monétaire par rapport à l'économie réelle. La croissance de M3f dépasse donc nettement les objectifs (15 % l'an en 1985, avec un objectif originel de 5 %-9 %). Sa vitesse s'écarte de sa tendance de plus de 3 points. Pour les autorités monétaires M3f ne représente plus correctement la réalité monétaire.

Un phénomène de "sur" représentation est également censé survenir en Italie, encore qu'on puisse en discuter le bien-fondé.

b) La "sous" représentation de la réalité bancaire

Dans ce cas, l'innovation financière, en pleine phase de croissance, fait dériver la demande de monnaie hors des agrégats officiels qui subissent un ralentissement artificiel, tandis que la vitesse de circulation s'accélère.

Ceci se produit dans les pays où les marchés financiers, longtemps relativement faibles, explosent du fait principalement d'une offre de titres (Etat, banques) en forte croissance.

Danemark : une réforme fiscale rend les obligations très concurrentielles par rapport aux comptes à terme bancaires (dans M2).

France : les OPCVM, dont l'essor coïncide avec une réforme intervenue en 1981 après la modification de la réglementation des comptes à terme, offrent aux épargnants des rendements attractifs, un risque de perte en capital faible (mais pas inexistant Cf. nov. 1984), une liquidité très satisfaisante. S'ajoutent à cela une grande diversité de formules nouvelles d'obligations, puis le démarrage des instruments négociables à court terme ; à partir de 1982, M2 perd de sa signification et le ralentissement de sa croissance paraît artificiel ; en particulier en 1982, 1983, 1984, ses relations s'affaiblissent avec les évolutions de l'activité (faible) et des prix (hausse toujours soutenue). De même, en 1986, quand M3 est retenu comme objectif, l'agrégat plus large L croît beaucoup plus rapidement en raison de la présence dans L - M3 des instruments nouveaux : bons du Trésor négociables et billets de trésorerie.

- c) Dans les pays venus le plus tardivement à l'innovation, des distorsions sont perceptibles, ou, en tout cas, les autorités monétaires s'y attendent.

Ainsi, en Allemagne, on assiste à des transferts encore peu significatifs de la tendance réelle de la demande de monnaie, entre dépôts à terme (reliés à l'objectif conventionnel de monnaie banque centrale) et obligations à court terme émises par les banques. Des émissions de CD's sont maintenant possibles.

Aux Pays-Bas, la déréglementation est très récente : CD's, papier commercial, bons à moyen terme à taux variable (FRNS), tous produits très substituables à la quasi-monnaie, sont introduits depuis le début 1986.

### B - Les agrégats de crédit

On rappellera que sur le plan des principes, le Fonds Monétaire International attache une grande signification au crédit interne (Domestic Credit Expansion) pour les petits pays très ouverts sur l'extérieur et pratiquant une politique de change fixe.

Dans la pratique, les agrégats de crédit jouent ou ont joué un rôle important en Italie, en Belgique et en France (1) où, sans être stricto sensu des objectifs de la politique monétaire, ils servaient de référence à la mise en oeuvre d'une politique de contrôle de la monnaie par ses contreparties et en particulier d'encadrement du crédit.

Le développement des instruments de marché, qui apporte aux agents non financiers des possibilités de financement substituables au crédit bancaire, et qui ne sont pas assis sur des ressources à long terme correspondant à une intention ex ante d'épargne, vide progressivement de contenu ces agrégats de crédit, et, on y reviendra, les politiques de contrôle quantitatif.

Ainsi en Italie, la progression toujours très soutenue de l'endettement public, favorisée par les nouveaux produits, obligations courtes à taux variables notamment, introduits dans les années récentes, domine presque entièrement l'évolution du TDC (Total Domestic Credit) qui devient incontrôlable.

---

(1) La France utilise un concept de crédit interne net, où du crédit bancaire sont défalquées les obligations souscrites par les banques. Il s'agit donc du crédit financé sur ressources monétaires.

## II - LES REPONSES DES AUTORITES MONETAIRES

Dans nombre de pays, elles ont consisté dans des redéfinitions des agrégats et/ou des changements d'éclairage sur les agrégats déjà existants. Au total, on assiste à une remise en cause certaine de la politique d'objectifs monétaires et, souvent, à l'apparition d'objectifs complémentaires où le change joue un rôle croissant.

On examinera successivement les problèmes de principe et les pratiques effectives.

### A - Au niveau des principes

a) Les innovations monétaires conduisent à la remise en cause du partage monnaie/titres. Dans la théorie monétaire, la monnaie est assimilée à la notion de transaction. Ceci implique qu'elle ne soit pas ou faiblement rémunérée, ou encore que sa rémunération s'effectue à taux réglementé, que les actifs monétaires soient convertibles sans perte en capital, et que cette conversion s'opère dans une large mesure par prélèvement sur les encaisses d'un autre agent économique (1).

Or le développement d'actifs à taux variable fait disparaître très largement le risque de perte en capital. D'autre part, le montant croissant d'actifs rémunérés à des taux de marché, alors qu'en fait les risques de pertes en capital (OPCVM) ne se sont pas encore manifestés et ne semblent pas ressentis par les agents non financiers, donne aux actifs en question, dont la fonction de transaction reste entière, le caractère supplémentaire de réserve de valeur, avec toutes les possibilités d'arbitrage avec les actifs traditionnellement considérés comme non monétaires (obligations).

b) Ainsi qu'il a déjà été indiqué, quand le contrôle de la monnaie s'exerce à travers les contreparties, c'est-à-dire essentiellement le crédit bancaire, la baisse de la part des banques dans le financement des agents non financiers, liée à la sécuritisation, vide progressivement de signification les agrégats de crédit.

### B - La pratique effective

D'une façon générale, il faut distinguer les grands pays où les objectifs quantitatifs, même s'ils sont difficiles à réaliser, restent un ancrage d'une certaine autonomie de la politique économique vis-à-vis du pays à monnaie dominante du SME, et les petits pays, où l'impératif du taux de change vient au premier plan.

#### 1) Les grands pays

Trois caractéristiques doivent être soulignées :

---



- Les évolutions sont différentes selon le degré de maturité de l'innovation. Pour les pays où l'innovation est en cours de maturation, on privilège généralement des agrégats plus larges, où l'on pourrait trouver la réconciliation d'une référence keynésienne et d'une politique monétariste. Par contre, là où l'innovation est arrivée à maturité et où les agrégats "sur" représentent la réalité monétaire, on constate un certain retour vers les agrégats étroits (1) (2).

- On assiste de plus en plus à l'utilisation d'une pluralité d'objectifs ou en tout cas de références.

- Le taux de change, même s'il n'est pas un objectif affiché, prend une importance croissante dans la conduite de la politique monétaire.

Au Royaume-Uni, pays le plus avancé dans l'innovation monétaire, on a assisté à des réformes successives et un peu tatonnantes : de nouveaux agrégats se sont ajoutés aux anciens : PSL (ensemble des liquidités) (3), M2 (agrégat de transaction), bientôt perturbé par le développement des comptes chèques rémunérés ; remplacement de M1 par M0, agrégat le plus étroit qui correspond en fait à la monnaie fiduciaire et aux avoirs des banques auprès de la banque centrale. Bien que la Grande-Bretagne n'appartienne pas au SME, on peut supputer une importance croissante des considérations de change dans la politique monétaire, en raison, en particulier, des implications d'un change fort sur la négociation salariale.

---

(1) On mentionnera pour mémoire le Canada qui a abandonné tout objectif quantitatif.

(2) Des travaux théoriques et économétriques ont été menés sur l'utilisation possible d'agrégats pondérés, soit en fonction de leur degré de liquidité, soit en fonction du caractère prévisionnel de l'agrégat considéré à l'égard des grandeurs économiques (PIB en valeur, en volume et prix). Ces travaux n'ont donné lieu à aucune application effective.

L'utilisation d'un agrégat de revenu nominal a également été évoquée. Elle se heurte à différentes difficultés : elle implique une très étroite coordination entre politique monétaire et politique budgétaire ; elle risque d'être déstabilisante quant au PIB en volume en face de perturbations de prix ; sa disponibilité statistique est trop tardive pour la pratique de la régulation monétaire.

(3) Et même PSL2, y compris les sociétés mutuelles de crédit hypothécaire.

En Italie, la DCE (Domestic Credit Expansion) est passée du Total DCE au Private SCE. Par ailleurs, un nouvel agrégat, M2A, a été créé, excluant les CD's (1). Les objectifs sont DCE et M2. Malgré la marge de fluctuation élargie dont bénéficie l'Italie, le taux de change à l'égard du DM semble également avoir une importance croissante dans la pratique des autorités monétaires.

En Espagne, un nouvel agrégat objectif large ALP a été créé, incluant la plupart des instruments négociables à court terme. M3 est également suivi. Les autorités monétaires semblent avoir eu une politique de change assez volontariste, d'ailleurs différente avant (dévaluation progressive) et après l'entrée de l'Espagne dans le Marché Commun.

La France a adopté en 1985 un nouvel agrégat M3, comportant d'une part l'ensemble des livrets et des dépôts à terme dans les banques, d'autre part les CD's émis par les banques. A côté de cet objectif, l'agrégat M2 redéfini, censé le plus correspondre aux encaisses de transaction, et un nouvel agrégat L (ensemble des liquidités) sont également surveillés. Très sensibles à la contrainte extérieure, les autorités monétaires françaises mènent une politique de change conforme à leurs engagements au sein du SME, qui les amène à attacher une grande importance à la comparaison de leur taux d'intérêt réel à court terme avec le taux allemand.

Avec ce monde en évolution, contraste la situation allemande. L'objectif QMBC, qui n'est pas une base monétaire mais une représentation statistique d'un agrégat large, reste inchangé. Les autorités allemandes se sont donné les moyens de contrecarrer l'incidence des récentes innovations : réserves obligatoires sur les obligations bancaires à moyen terme, sur les CD's.

Quel jugement peut-on porter sur ces évolutions, dont la multiplicité montre bien l'incertitude ?

Malgré les redéfinitions opérées, la notion d'agrégats de transaction est de plus en plus menacée par la rémunération aux taux de marché de tout ou partie des agrégats concernés (Cf. M1 aux Etats-Unis) et pourrait être à terme complètement remise en cause par la rémunération des comptes à vue.

---

(1) A l'inverse de la France.

Les agrégats larges, dont la contrepartie est une part croissante des financements de l'économie, s'éloignent des concepts monétaristes - ce qui n'est pas nécessairement une critique - et ont un contenu flou. Ainsi en France les titres négociables (1) ont maintenant des échéances de 2 à 7 ans, alors que les obligations débutent à 7 ans : où mettre la barre de la monnaie ?

D'autre part, l'extension ainsi faite de la notion de monnaie à un spectre très large d'actifs financiers (dont une part importante est rémunérée au taux de marché) réduit l'élasticité des agrégats larges aux variations des taux d'intérêts. Par contre, la présence croissante d'actifs rémunérés à des taux de marché dans les agrégats restreints, et a fortiori le maintien dans ces agrégats de taux réglementés, peut conduire à des arbitrages avec des agrégats plus larges qui brouillent leur signification.

Enfin il faut noter que la fonction de réserve de valeur de la part des actifs qui correspond à des titres négociables est affectée par la variabilité des taux du marché, et ses conséquences sur la valeur des titres.

## 2) Les petits pays

Ce sont en définitive les pays très dépendant de l'extérieur : Belgique, Pays-Bas, Danemark, qui ont pris le plus de distance avec les agrégats.

La Belgique n'a jamais eu d'objectifs d'agrégats de monnaie. Les Pays-Bas surveillent le ratio de liquidité (en terme de M2). Cet objectif paraît depuis peu, moins contraignant ; toutefois les autorités monétaires se donnent les moyens de contrôler l'incidence des nouveaux produits sur les agrégats (surveillance de l'émission du papier commercial).

Au Danemark enfin, les autorités monétaires mettent surtout l'accent sur le taux d'intérêt et le taux de change.

---

(1) Sauf les billets de trésorerie, dont les échéances actuelles sont de 10 jours à 2 ans.

### III - Un recul des instruments de contrôle monétaire direct et une plus grande utilisation des procédures de marché

On distinguera la mise en oeuvre de la politique monétaire et en particulier dans les relations entre la banque centrale et les institutions financières, et ses effets sur les agents non financiers.

#### A - La mise en oeuvre de la politique monétaire et les instruments de marchés

##### a) La fin des procédures de contrôle direct

Ainsi qu'il a déjà été dit, l'innovation financière affaiblit l'efficacité des procédures de contrôle monétaire direct : le "cadrage" par les contreparties devient difficile du fait de l'expansion du financement de marché et le contrôle quantitatif du crédit ne s'opère plus que sur une base réduite. Ces insuffisances sont encore accrues par les possibilités croissantes d'endettement externe.

D'où une disparition progressive des procédures classiques d'encadrement du crédit : elles sont suspendues en Italie (1) et en Irlande (1982-1983). En France, on passe à la régulation du crédit (1984) puis au volet de sécurité (1985), et l'encadrement du crédit doit totalement disparaître en 1986. Au Danemark, on lui substitue un système de réserves obligatoires partiellement rémunérées assis sur l'encadrement des dépôts.

##### b) Les méthodes opératoires de la Banque Centrale

Dans le cadre général d'une politique qui agit sur les comportements des agents non financiers par la voie des taux d'intérêts, existe un choix entre une politique dont le vecteur opérationnel est le coût de la monnaie centrale et une politique dont le vecteur est une contrainte quantitative sur la liquidité bancaire. Il semble, au regard, en particulier, de l'expérience malheureuse des Etats-Unis dans le deuxième type de politique, qu'on doive rester principalement à la première, sauf, quand les marchés se seront approfondis et accrue la détention des titres par les banques, à utiliser le second en cas de risque de dérapage grave.

---

(1) Rétablies à titre provisoire après la crise de change de 1985.

c) L'influence croissante de l'extérieur sur la politique monétaire

Ceci s'entend évidemment dans le cadre du SME. A partir du moment où l'utilisation du taux d'intérêt remplace les contraintes quantitatives, les possibilités de contradiction entre objectifs externes et internes de la politique monétaire s'accroissent. Ainsi une hausse du taux d'intérêt destinée à opérer une action restrictive interne entraîne, tant que les parités à l'extérieur du SME ne sont pas mises en cause par les marchés, des entrées de capitaux contradictoires, même si on peut en opérer la stérilisation quant à la liquidité bancaire et si une certaine déconnexion des taux peut être opérée par le jeu des réserves obligatoires. En sens inverse, une baisse des taux d'intérêt effectuée dans une optique de relance peut se heurter rapidement à la contrainte extérieure.

Ainsi, on y reviendra, les conséquences des innovations financières sur la pratique des politiques monétaires renforcent considérablement l'exigence de l'harmonie des politiques monétaires au sein du marché commun.

**B - Les effets sur les agents non financiers**

On se bornera, faute de recul, à quelques remarques.

a) Tout d'abord, il faut souligner une importante mutation dans le comportement des agents non financiers : leur engagement actif dans les procédures de financement s'accroît, aussi bien en tant que prêteurs que d'emprunteurs, et, pour les entreprises, tend à occuper une place croissante dans leurs ressources d'exploitation. Ainsi leurs activités de prêts et d'emprunts sont de moins en moins directement liées à leur capacité en besoins de financement. Cette évolution, dont on est loin de pouvoir apprécier aujourd'hui toutes les conséquences, introduit une incertitude nouvelle dans les modalités de transmission de la politique monétaire.

b) L'internationalisation des marchés, des placements et des financements rend plus sensible un second élément d'incertitude. Ce qui compte pour la politique monétaire, c'est la capacité de dépense sur le territoire national liée d'une part à la disposition d'actifs aisément mobilisables, d'autre part aux possibilités d'endettement. Or les agents économiques nationaux - et ceci n'ira que croissant avec la disparition de tout contrôle des changes -

détiennent (1) de plus en plus des avoirs à l'étrangers, en monnaie nationale (euro-marchés) ou en devises étrangères. Ils peuvent aussi de plus en plus facilement recourir à des ressources d'emprunt extra-territoriales dont le coût - même compte tenu des reports ou déports - peut être différent des taux d'intérêt débiteurs nationaux. Les Etats-Unis ont été les premiers à prendre conscience de ces évolutions, en incluant dans leurs agrégats les dépôts en euro-dollars des résidents américains (2) mais il faut souligner que recenser n'est pas synonyme d'agir, et qui, si le recensement d'avoirs de résidents libellés dans sa propre euro-monnaie est possible, il est par contre exclu - actuellement en tout cas - pour des avoirs libellés dans d'autre monnaie - alors que pour les autres monnaies, la part du dollar, voire d'autres euro-monnaies, est vraisemblablement prédominante par rapport aux avoirs en euro-monnaie nationale. C'est dire que le suivi et le contrôle d'agrégats résidents - même "élargis" risque d'être de moins en moins représentatif des conditions réelles de la monnaie.

c) Avec l'importance croissante des taux variables, la transmission des modifications de taux à l'économie réelle est ambiguë : elle est certes plus directe, mais ses effets sur les calculs de rentabilité peuvent être moins décisifs qu'avec des mécanismes de taux fixes, en raison même de la réversibilité dans le temps des mouvements de taux. On peut penser qu'il faut des variations plus fortes, exerçant des influences marquées sur le cash flow des entreprises, pour influencer leurs décisions réelles.

d) L'expansion des marchés à terme peut permettre à certains agents (mais pas à l'ensemble de l'économie) d'échapper aux conséquences des variations des taux. On mesure mal encore les effets sur l'économie réelle du fonctionnement des marchés où certains se couvrent contre ces variations alors que d'autres, les spéculateurs, gagnent ou perdent selon leur position.

e) Par ailleurs, l'innovation financière fait disparaître les crédits crunches, liés à l'existence de taux fixes dans certaines institutions financières (saving and loans aux Etats-Unis, Building Societies en Grande-Bretagne) qui donnaient une très grande efficacité à la politique monétaire sur certains éléments de la demande finale (logement).

Au total, de ces quelques remarques, on peut attendre une moins grande précision du contrôle monétaire. De plus en plus, l'efficacité ne pourra se juger qu'à moyen terme.

---

(1) En ce qui concerne les entreprises, soit directement, soit par l'intermédiaire de filiales localisées à l'étranger.

(2) Selon les agrégats, dans les agences et succursales de banques américaines établies à l'étranger et dans les agents bancaires étrangers.

#### IV - INNOVATION FINANCIERE ET EUROPE MONETAIRE

On examinera successivement : les conséquences du développement de l'ECU privé sur le contrôle monétaire, et la mesure dans laquelle les nouvelles modalités de contrôle monétaire favorisent la coordination des politiques monétaires nationales.

##### A - L'ECU privé et le contrôle monétaire

On ne développera pas ici les perspectives d'évolution de l'ECU public qui font l'objet de la communication de M. TRIFFIN. On proposera simplement quelques réflexions sur les implications potentielles d'un fort développement de l'ECU privé en s'appuyant sur une analyse de M. MAYER (1).

L'ECU privé est en effet une innovation financière qui connaît un succès croissant et qui devrait être confortée par la mise en place d'un organisme de compensation. Sans doute à terme son développement serait facilité par une liaison entre ECU privé et ECU public, qui permettrait la mise en place d'un prêteur de dernier ressort. On fera simplement, pour les développements qui suivent, l'hypothèse que l'ECU privé prend une part significative dans les actifs et dans les crédits des différents pays membres, à côté des monnaies nationales, et on s'interrogera sur les effets sur le contrôle monétaire de cette coexistence. On distinguera les effets internes et ceux sur les mouvements internationaux de capitaux.

a) En ce qui concerne les effets internes, l'analyse de MAYER fait ressortir que le développement de l'ECU n'est neutre du point de vue du contrôle monétaire qu'à trois conditions assez restrictives :

- l'identité des taux obligatoires entre l'ECU et chaque monnaie nationale et en conséquence entre les pays membres ;
- de faibles différentiels de taux d'intérêts ;
- la stabilité des taux de change entre les membres du SME pour éviter des effets de valorisation.

Si ces conditions ne sont pas remplies, en plus des inconvénients pour la conduite des politiques monétaires nationales, les effets d'une croissance monétaire en ECU seront diffusés de pays à pays selon qu'ils sont emprunteurs ou dépositaires en cette monnaie.

---

(1) Helmut W. MAYER - Private Ecus potential macro-economic policy dimensions (BIS Economic Papers n° 16 - avril 1986).

b) En ce qui concerne les effets sur les mouvements de capitaux internationaux, ils tiennent à ce qu'un fort développement de l'ECU, monnaie composite, signifie là une intégration plus forte des marchés de capitaux nationaux à travers une plus forte internationalisation des monnaies composantes. Il implique donc la probabilité d'une plus forte transmission, à travers les mouvements de capitaux et les mouvements induits de taux d'intérêts, des effets de changements dans un pays de la politique monétaire et/ou des anticipations de change : volume accru de ces mouvements, tendance plus forte à l'appréciation de la monnaie du pays à politique restrictive, par la substitution du marché de l'ECU au marché de l'euro-dollar, et en conséquence lien plus fort entre marchés nationaux.

Ces considérations ont évidemment un caractère prospectif, et par ailleurs elles ne sauraient en rien être considérées comme des objections au développement de l'ECU privé, mais cette modalité particulière de l'innovation financière, comme les autres, pousse naturellement à une plus grande harmonisation des politiques monétaires dans le cadre du marché commun.

**B - Les nouvelles modalités du contrôle monétaire poussent à la coordination des politiques monétaires**

Ici encore on n'abordera pas les perspectives d'une monnaie européenne parallèle ou unique, mais on dressera quelques conséquences des évolutions décrites plus hauts.

a) Il n'est pas inutile de partir de la position théorique du problème de la coordination des politiques telles qu'elle a fait l'objet dans la période récente de nombreuses études (1).

Ces travaux font ressortir les gains possibles du point de vue des objectifs de la politique économique (croissance, prix, équilibre extérieur) qui peuvent découler de politiques coopératives, par opposition aux attitudes où chaque pays considère la politique économique des autres comme données (équilibre de Nash).

Le problème est évidemment les modalités de mise en oeuvre effectives de la coopération : explicitation des objectifs, équilibrage des instruments nationaux, modalités de partage des gains collectifs.

---

(1) Cf. notamment Oudiz-Sachs *Macro Economic Policy coordination among the Industrial countries* (Brookings Papers - 1 - 1984).



b) Bien que ces problèmes n'aient probablement pas été explicités alors, ils sont certainement à l'origine de l'échec, maintenant ancien (1), de la tentative directe de coordination des politiques monétaires à travers une confrontation des objectifs quantitatifs des différents pays-membres, qui avait été tentée par le Marché Commun.

Aux différents objectifs correspondaient des politiques d'ensemble, donc pas seulement monétaires, différentes, dont les conséquences sur la croissance, les prix, les échanges extérieurs n'étaient pas compatibles. Sur le plan technique, la diversité des agrégats-objectifs, constituait une difficulté pour l'analyse, en particulier quand ces agrégats étaient fondés sur des critères institutionnels.

c) Le moindre rôle des agrégats va de pair avec une coordination de fait croissante sous la contrainte des engagements de change pris dans le cadre du SME.

Sur le plan des principes : taux de change fixe (ou ajustables) et liberté des mouvements de capitaux impliquent une pression à la coordination. Celle-ci se fait à travers le rôle croissant des taux d'intérêts : nominaux (avec le risque d'effet pervers immédiatement après les changements de parités), et tant que la nouvelle grille de parités n'est pas remise en cause par le marché ; fondamentalement réels, puisque implicitement la règle de la parité des pouvoirs d'achat procède au réajustement des parités dans le SME.

En pratique, on a vu plus haut le rôle croissant des objectifs explicites ou implicites de change dans la conduite de la politique monétaire. Il faut souligner qu'il s'agit des taux de change bilatéraux avec le DM et que donc la coordination s'effectue sous le leadership allemand. Cette coordination asymétrique est un substitut à la difficulté évoquée plus haut de mise en oeuvre de procédures de marchandage conduisant à un équilibre coopératif. Elle est certainement la voie aujourd'hui la plus réaliste. Il est de bon augure pour l'avenir de souligner à nouveau que les conséquences des innovations monétaires sur les politiques nationales en renforcent la nécessité. Au total, zone de changes fixes ou ajustables et intégration croissante des marchés impliquent une forte pression à l'harmonisation d'une politique monétaire.

\*

\*

\*

---

(1) Au début des années 1970.

Une dernière remarque s'impose : si la diffusion des innovations financières pousse à une meilleure intégration européenne, elle rend aussi l'Europe plus sensible aux flux financiers européens. On retrouve ici le besoin croissant - dans un premier temps - d'une attitude commune des pays européens vis-à-vis des politiques macro-économiques américaines et japonaises, puis - a fortiori l'Europe est mieux intégrée - d'une coordination des politiques de change, monétaires et budgétaires entre les trois pôle de l'économie mondiale.

## **Openness or protectionism ?**

**R. Pecchioli**

*OECD, Paris*

---

The views expressed in this paper are those of the author and should not be attributed to the OECD or its Member governments.

In the past few years the world financial services industry has been transformed beyond recognition by a dynamic process involving the interaction of market forces, technological advances and official policies. There is no intention in this paper to go into details regarding the scope and nature of the changes that have affected the financial scene: their main features are well documented elsewhere (1) and the other participants in the conference have covered the ground in a comprehensive manner. However, prospective trends in the financial markets and their implications for public policy need to be assessed against the background of the factors likely to shape the future evolution of the financial environment.

The history of banking is filled with sudden bouts of competition and innovation, tides of deregulation and re-regulation, protectionist moves and initiatives to open up the marketplace to outside competitors. What makes the present situation unprecedented is not only the intensity and pervasiveness with which changes are taking place but, more fundamentally, the fact that they reflect a deep-seated modification in the behaviour of all market players -- investors, borrowers, intermediaries, governments and regulatory authorities in general. Public policy in the financial services area is directed by a multiplicity of objectives -- ranging from macro-economic goals to considerations relating to consumer protection -- that do not necessarily converge in all circumstances. Indeed, the possibility of policy trade-offs increases in periods of rapid and pervasive changes like the one financial markets are experiencing at present. Thus, policy responses to such changes and the challenges posed by them depend essentially on the extent to which it can be anticipated that the powerful forces currently at work have become a permanent feature of the financial landscape -- at least for the foreseeable future.

#### THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM

Even though the seeds of the major influences that are so prominently at work in shaping today's financial markets were already in existence several years ago (2), there is no doubt that the intensity of change has acquired further momentum as of late under the impact of technological progress -- which has acted as a powerful catalyst for financial innovation -- and

growing economic and financial interdependence. It is this sharp acceleration in the pace of change that has made it imperative for the authorities of most countries to overhaul their legal and regulatory framework. But being in the midst of a phase of extremely rapid change, it is evident that there are major difficulties for assessing in a comprehensive manner all the public policy implications of the regulatory changes deemed necessary to bring institutional arrangements in line with market realities.

Policy choices have also been complicated by the pervasiveness with which environmental changes have manifested themselves. In contrast with past experience -- when major changes tended to be localised in certain countries or market segments -- the wind of change is blowing today throughout the financial services industry. Two factors have played a major role in this regard. On the one hand, the process of interpenetration of financial markets, both domestically and at the international level, resulting from the availability of better and quicker communication facilities and the attendant reduction of information costs, has favoured a lessening of traditional forms of market segmentation, the spreading of innovation throughout the network of international financial relations, and the emergence of new combinations of firms and products. Concurrently, demands for new financial services by both private individuals and corporate customers have opened up new vistas for institutions ready to innovate and to expand the range of services they offer. Thus, the specificity of certain intermediary functions has been eroded significantly, with different types of institutions getting into the same lines of business. In many countries, repositioning of financial institutions in markets has led to an expansion of banks outside traditional banking business, to the establishment of new forms of inter-firm associations as well as to increased competition from non-bank organisations entering the financial services field. The experience gained in new operative areas has greatly affected the modus operandi of financial institutions in their traditional markets and has been instrumental in fostering a proliferation of new instruments and techniques. The end result of this process is a sharp blurring of traditional lines of demarcation among financial services, a technology-induced integration of products and markets, and the diffusion of competitive pressures throughout the financial services industry.

Structural changes in the attitudes of customers have been of fundamental importance in shaping the recent evolution of the markets for financial services. The rise of private personal income and the accumulation of financial wealth have generated over time new demands by households for a wide spectrum of retail financial services, notably in the field of asset management, brokerage and related advisory services. Concurrently, the spreading of the "banking habit" -- which has had a major impact on the structure of payments systems and the relative importance of payment methods -- has assisted a growing proportion of the population in familiarising itself with financial products and services. Faced with increased uncertainty and a markedly more volatile market climate, investors have become more yield- and liquidity-conscious, with an attendant impact on savings patterns and portfolio structures. Households have progressively become acquainted with policies of financial assets diversification and active portfolio management as a means for protecting their savings, for earning a better income on them and for seeking capital gains. Private investors have also become more receptive to new financial instruments and have increasingly come to regard them as viable alternatives to the traditional forms of deposits with the banking system. Portfolio diversification, more sophisticated asset management and the attractiveness of contractual forms of savings with insurance companies, pension funds, investment trusts etc. are all elements that have contributed to the shrinkage of captive savings in local banking markets in a large number of countries. More generally, there have been increasing demand pressures from retail customers for high-quality services, with convenience considerations gaining increasing weight. Quality of service, more personalised relationships with financial intermediaries, availability of reliable information on market trends and opportunities, speediness and promptness have all become major considerations amongst customers. These changes in customers' attitudes towards convenience and the quality of services have contributed noticeably to heighten the competitive climate within the financial services industry of many countries, particularly those where the existing retail banking markets had been approaching the saturation point.

There have also been major changes in the demand for services by corporate customers. Over the past two decades, large corporations have strengthened and broadened their cash management policies, encompassing a

large variety of instruments, markets and institutions domestically, internationally and multinationally. This has contributed powerfully to the expansion of corporate arbitrage activities within and between markets, and across the maturity spectrum. In some instances, large corporations have begun to perform intermediary functions in a number of capital market segments and to provide financial services through financing subsidiaries and bank-like affiliates. Although most corporations still maintain privileged "customer relationships" with an individual bank or a selected group of banks, the nature of such a relationship has tended to change in a significant manner. In many cases, relations have become less exclusive as corporations have tended to rely less on "their" banks for the provision of certain types of services which could be supplied at competitive term by other financial institutions. Cost considerations have also proved a strong incentive for large corporations (and creditworthy sovereign borrowers) to tap directly the financial markets as an alternative to traditional borrowing from the banking system. Active liability management has implied that corporate treasurers have been demanding explicit pricing of services with a view to comparing prices available in the various markets to which they have access. This trend towards greater transparency of pricing has no doubt provided a major stimulus to competition within the financial services industry. At the same time, intermediaries have been forced to pay greater attention to the cost and earning potentials of the service component in their dealings with large corporate customers.

Another major source of new demands for financial services has been the process of multinationalisation of corporate business and the attendant need for banks and other financial institutions to be in a position to provide competitive services to customers operating in foreign countries. Amongst the many consequences of this development three seem particularly noteworthy. To preserve business relations with multinational enterprises, financial institutions had to strengthen their presence in foreign markets through the establishment of offshoots abroad and by activating a widespread network of correspondent relationships. The greater involvement in business conducted through offices located abroad has implied that intermediaries have acquired greater familiarity with practices used in foreign local markets and in the rapidly expanding international financial market compartments. This has no doubt favoured the spreading of particular lending and funding techniques and



the promotion of new forms of liability management. In addition, banks as well as other financial institutions have been confronted with customers' growing demands for the provision of a host of world-wide services, ranging from traditional banking services to cash management systems and sophisticated schemes for incorporating general economic and financial information into corporations' decision-making processes.

The adaptation to the changing economic and financial environment has implied a sharp re-orientation of financial intermediaries' strategies. To retain a competitive edge, an institution must position itself to offer a wide range of corporate and retail financial instruments tailored to the requirements of potential customers. This has led to a continued search for innovation, the introduction of new management tools and the adoption of more aggressive marketing policies. From a strategic point of view, financial intermediation has become increasingly influenced by three interrelated developments: marketisation, securitisation, and globalisation of markets. The process of marketisation (3) has resulted in a large, and still growing, proportion of intermediation being undertaken on terms that are determined solely by market forces. The trend towards the securitisation of finance (4) has implied the substitution of the open markets for the traditional loan markets and a spectacular rise in marketable credit instruments. Finally, the globalisation of financial markets, and the attendant increase in mobility and fluidity of capital internationally, has affected directly or indirectly the modus operandi of all financial institutions by opening up new opportunities for worldwide business, arbitrage and trading in financial instruments. Under the combined impact of these developments, competition has intensified sharply and the spectrum of competitive influences has widened to an unprecedented extent; reduced market segmentation and financial institutions' greater involvement in "non-traditional" service areas have heightened the transmission of competitive impulses from market to market and from country to country. As a side effect, the risk has increased that tensions developing in a given market segment can spread quickly to a wide range of institutions operating in the financial services industry both domestically and across countries. The combination of financial interpenetration and of modern telecommunication and technology facilities has made individual markets intrinsically more vulnerable to shocks originating somewhere else in the financial system.

The impact on financial markets of the structural changes in customers' behaviour and financial institutions' strategies noted above would not have been as pervasive as it turned out to be if they had not been complemented, and sometimes induced, by major changes in government policies and attitudes. True, the specific modalities with which policy changes have been implemented vary greatly across countries, mirroring historical, cultural and institutional differences as well as differences in perceptions of the role of financial intermediaries in the overall economic and social setting. But it is possible to detect at least three general considerations that have inspired government policies in recent years. First, more emphasis has been put on policies supporting a process of structural change towards more flexible and dynamic economies. Second, it has become widely accepted that greater reliance should be placed on market forces as determinants of prices and market conditions. Thirdly, in the light of the growing financial interdependence worldwide, the preservation of the international competitiveness of the country's financial system has become an important policy objective. In a nutshell, these policy orientations imply that government action should aim at promoting the efficiency of financial markets by fostering innovation, reducing structural rigidities, and granting the necessary scope for the working of competitive forces. It is in the context of forging these policies that the authorities are confronted with the problem of striking an appropriate balance between the acceptable degree of competition and other public policy objectives -- preserving the safety and soundness of the financial system and ensuring adequate savers' and investors' protection in particular.

#### THE ROAD AHEAD

Assuming that the analysis sketched out in the preceding section is broadly correct, the question arises as to whether it can be expected with a reasonable degree of confidence that the major influences highlighted therein represent long-lasting features of the world financial scene. Although it would be futile to attempt any precise forecast of future trends, it is possible to make some key assumptions about the future of the marketplace.

From the viewpoint of customers, a return to a relatively "passive" attitude towards the quality, pricing and availability of financial instruments has to be ruled out. Investors, corporate treasurers and debt managers have become more sophisticated and this legacy of the past two decades will continue to shape their behaviour. Even the development of more stable economic conditions in general and a reduction in market volatility would not necessarily reduce the incentive for both investors and borrowers to continue following active policies of asset diversification and liability management. These considerations point to two important consequences. On the one hand, marketisation is going to remain a major feature of financial intermediation. Indeed, competitive forces are pushing in the direction of a further strengthening of this process as more and more financial institutions are forced to provide active assistance to their clients in search for a maximisation of returns. Second, there will continue to be a strong demand for financial innovation -- particularly risk-transferring and liquidity-enhancing innovations (5) -- on the part of end-users of financial instruments. Experience shows that broader use of active financial management policies generates a need for additional unbundling and repackaging of the "attributes" of financial instruments -- a development that the marketplace tends to magnify through a learning-by-doing process. Moreover, financial innovation will remain a powerful tool for intermediaries wishing to maintain, or to gain, an edge on their competitors.

In this context, a word on the role of technology may be in order. Technological advances have no doubt been a major factor behind the spate of innovation experienced in recent years. How will technology evolve in future is an open question. Technological revolutions do not continue indefinitely and we may well have entered a phase of consolidation, development and refinement rather than experiencing a new quantum jump in information technology. However, even in this situation it can be expected that technology will remain supportive to further innovation in financial services. There remain ample opportunities for improvement in payment systems, financial product designs, delivery systems, customer linkage capabilities, automated management systems and trading computerisation. And it seems likely that there will continue to be considerable economies of scale in respect of existing technology and that further reductions in costs will facilitate access to it for a growing number of smaller institutions.

Turning to two other main strategic parameters for financial institutions -- viz. securitisation and globalisation -- there are strong reasons to assume that they will acquire even greater importance in the years ahead. In many respects, securitisation is still in its infancy and new systems are continuously developed to foster the use and improve the efficiency of marketable instruments. The spreading of comprehensive and structured asset and liability management policies throughout the financial services industry should provide a further spur to the securitisation of assets, as well as to the development of products of a hedging nature. Limiting the risks arising from unpredictable changes in interest rates, exchange rates and asset prices in general will remain a cornerstone for the safety and soundness of financial intermediaries. And the experience of recent years with vulnerability to sudden deteriorations in creditworthiness has greatly enhanced the attractiveness for intermediaries of credit-risk transferring innovations and asset securitisation in general. The globalisation of financial markets has become a cardinal element in determining the competitiveness of financial institutions. The segmentation of localised markets is breaking down at an increasingly fast pace and growing possibilities for unbundling and repackaging instruments create new profit opportunities and an attendant pressure for further integration of market segments. To remain competitive, financial institutions must have the capacity to operate efficiently on an ever-growing spectrum of markets. This does not imply that every institution must be present in every market: indeed only a few -- if any -- would have the resources and know-how to do so. More realistically, institutions will need to position themselves in as many compartments as possible within the constraints set by their technical and financial capabilities and by existing regulatory requirements.

These latter considerations raise the issue as to whether there is a sort of inevitable trend towards the dominance of multi-purpose intermediaries or financial conglomerates leading to the virtual disappearance of specialisation in the financial services area. This need not be the case and, indeed, it seems highly implausible that the advantages of specialisation will disappear in an industry processing a very wide variety of differentiated products, many of which carry highly sophisticated characteristics, and in which competition is not hindered by patent and copyright protections -- not to mention the role of public policy attitudes towards concentration of

financial power. Although competitive forces will continue working in the direction of a blurring of lines of business among financial organisations, thereby contributing to a weakening of institutional specialisation, there are a number of other considerations to be taken into account. The advantages that can be derived from larger size and capacity to provide a wider range of services should not necessarily lead to the conclusion that multi-purpose institutions are intrinsically more efficient than highly specialised ones. Even in countries where there prevails the "universal" type of financial organisation, specialised institutions have flourished and contributed to an efficient allocation of resources through their expertise in specific segments of the financial market. On the other hand, examples abound of large, multi-purpose institutions that have found difficulties in adjusting to changes in market demands because, for instance, of heavy management structures or lack of flexibility deriving from heavy investment in certain business areas. The progressive integration of markets and advances in technology may provide synergies in the formation of financial conglomerates, but the experience with conglomeration in non-financial areas casts some doubts about the effective benefits of synergism when certain thresholds are exceeded. More generally, many individual institutions will continue to concentrate on certain classes of business and categories of customers -- though probably in a less exclusive manner than in the past -- reflecting the perception of a comparative advantage due to long-standing practices, an intimate knowledge of the specific characteristics of certain markets or sectors, or the availability of strong but circumscribed placing power. Even in the securities services markets, where the trend towards globalisation is particularly strong, there will remain considerable scope for the co-existence of large conglomerates and smaller firms carving out market niches for themselves by specialising on relatively small but dynamic submarkets.

Whether or not the structure of the financial services industry will move further in favour of multi-purpose institutions is unlikely to have per se any major bearing on the degree of competition of the whole system, though of course it would raise important policy issues with regard to conflicts of interest and concentration of power. On the other hand, the continued development of marketisation, securitisation and globalisation of finance will ensure the maintenance of intense competitive pressures. The globalisation of markets, in particular, will promote an even stronger and quicker diffusion of

such pressures across countries, markets and business areas. Thus, the viability of individual institutions will depend even more than in the past on two basic elements: the capacity to keep abreast of innovations and market developments and the capacity to respond quickly and efficiently to the changing requirements of customers. It is with regard to this latter factor that the attitude of the authorities will prove of crucial importance in that the existence of regulatory provisions impinging differentially on the various institutions because of their legal status, nature or nationality will determine to a major extent their degree of competitiveness in the global market.

The general problem of competitive equality is extremely complex and its treatment would require a wide-ranging analysis from a large variety of angles. Given the limited scope of the present paper, it might be convenient to focus on a few major policy issues that have acquired particular importance at the international level in recent years: deregulation; levelling the playing field; and the desirability of international rules of the game.

#### Deregulation and Re-regulation

Since the early eighties, "deregulation" has become a catchword in financial circles but it is doubtful whether this is the proper word to describe what has been happening in reality. It is certainly true that a general trend has emerged towards liberalisation -- or if one prefers, deregulation -- of financial markets but the case can be made that re-regulation has underlain many of the public policy initiatives concerning financial institutions. Markets have been liberalised insofar as their access has been opened up to new participants -- including non-residents, in particular; certain obstacles to competitive forces have been dismantled; and administrative interference has been reduced in certain areas. Concurrently, however, financial institutions have been subjected to new, usually tighter, models for financial control -- particularly with regard to prudential supervision and, in some countries, disclosure requirements. In many instances, the new modalities of control have entailed a broadening of financial institutions' product powers, but this has to be weighted against the strengthening of supervisory and other regulatory requirements affecting the overall business of an institution. This development is particularly

noteworthy as far as "banks" are concerned but it has also affected other types of financial intermediaries, many of which have been brought directly or indirectly under the official supervisory umbrella in recent years. There is commendable logic behind this policy approach. The financial world is going through a period of transition towards a more market-oriented setting and is, therefore, in a phase of inherent instability. Such instability may be increased, at least in the short run, by measures of financial liberalisation aiming at promoting competition and efficiency. The process of liberalisation tends by itself to unsettle the existing balance between market forces and official policies. Under these circumstances, a strengthening of flanking safety measures and the introduction of new ground rules may be necessary to establish a regulatory framework ensuring that even in the new, more competitive environment institutions will behave in a manner consistent with the broad policy objectives of safety and soundness.

Periods of liberalisation have in the past been followed by phases of regulatory tightening, limiting the scope for competition in financial markets. Usually, such moves have been motivated by the emergence of severe financial strains or by the development of protectionist moods. Will history repeat itself once more? Nobody can exclude it a priori, but two interrelated factors play strongly against a re-regulation of financial markets in the years ahead. The broad interpenetration of markets worldwide sets de facto significant limits to the ability of the authorities to impose new constraints on markets falling under their jurisdiction without entailing a disintermediation of finance in favour of other, less regulated market segments or off-shore markets. The international linkages must be factored in policy making and they clearly militate nowadays in favour of as limited regulatory interferences as possible. Moreover, policy attitudes will be more and more conditioned by considerations relating to the international competitiveness of national financial structures. The concept of an "even international distribution" of financial intermediation does not lend itself to any precise formulation and there are powerful economic forces leading to concentration in some financial centres. But in an increasingly integrated world financial system, countries have a strong incentive to maintain and improve their "market share" in the longer run. This applies both to countries that have traditionally played a role as important international financial centres and to those more at the periphery of international

financial intermediation to the extent that the latter ones wish to reap the benefits of the internationalisation of finance for promoting the development of their own economies.

These considerations do not necessarily imply a move towards "deregulation" of financial institutions. As noted above, liberalisation of markets and re-regulation of institutions can, and do in fact, go hand in hand in a more competitive environment. Indeed, there is a strong presumption that the authorities will be faced with the issue of devising more stringent regulatory and enforcement modalities to take account of financial institutions' entry into new, and often unfamiliar, territories. This applies not only to prudential supervision -- e.g. in response to new perceived risks arising from the globalisation of financial activities -- but to areas such as taxation, disclosure and investors' protection as well. It is in this context that the authorities face the challenge of finding the right balance between setting appropriate boundaries to the institution's scope of activity and fostering the efficiency of markets. This problem is compounded by the existing heterogeneity of institutional arrangements and regulatory standards across the world.

#### Levelling the Playing Field

Discussions on competitive equality have traditionally focussed on the situation within national financial systems and on the existence of anomalies in the regulatory treatment of different categories of financial institutions. The internationalisation of financial structures and competition has added a new dimension to the problem. Not only do there exist significant differences in national legal and regulatory modalities applying to similar institutions but there are also major asymmetries across countries in the legislative framework pertaining to the financial services industry as a whole. The most striking, but certainly not the only, example is represented by securities services that are regarded as an integral part of conventional banking business in certain countries and as non-bank services in others. Over the years, the importance of such asymmetries has become more acute -- and more difficult to deal with -- because of the differential treatment applied by the authorities of some countries to their financial institutions depending on whether certain types of activity are conducted



on-shore or off-shore. Even when such derogations from national rules are justifiable on the grounds of providing "equal" business opportunities to domestic institutions operating internationally, they usually contribute to generate distortions in the overall competitive setting.

Differences in the scope of institutions' permissible activities and in other narrowly-defined financial regulations have attracted much attention in recent years but a closer analysis suggests that the diversity of tax provisions, disclosure rules, accounting standards, and supervisory procedures is even more significant. Against this background, pressures for greater compatibility of national policies and for a reduction in competitive inequalities have been building up from the marketplace. There is a widespread feeling that the financial system as a whole would benefit greatly from the elimination of anomalies and asymmetries in "regulation" and from the adoption of a more global policy approach towards financial system management. Ideally, the system should be managed according to a number of commonly-agreed world principles that would hopefully result in more homogeneity, though not necessarily uniformity, in national policies.

From a realistic viewpoint, the prospects for a broadly-based move towards greater policy compatibility are rather mixed. There is a general consensus that, given the extent of international interdependencies and the likelihood of further cross-border interconnections among financial markets and intermediaries, structural policies in the financial area can no longer be formulated and implemented in a purely national context. In this vein, considerable efforts have been made to foster mutual understanding amongst national authorities of policy motivations and rationales, and some significant progress has been achieved in furthering co-operation in a number of specific areas. These include the monitoring of international market developments and practices; the development of broad supervisory principles in banking under the auspices of the EEC and the Cooke Committee in Basle; and, more recently, the launching of internationally-coordinated work in securities-related activities. On the other hand, it has to be recognised that cross-country differences in investor-protection schemes and disclosure policies remain as wide as ever. The same applies to accounting principles and standards. And as far as tax aspects are concerned, current or envisaged policies may in fact tend to accentuate further competitive inequalities.

Many regulatory differences are historical in nature and could be narrowed over time through a process of progressive convergence of national attitudes. Others, however, reflect basic divergencies in concepts and philosophies that are unlikely to be eliminated in the foreseeable future. There is also a risk that the situation will become even more exacerbated in future as a consequence of a further breaking down of conventional boundaries between financial services and the resulting intermingling of instruments and intermediaries. It has been argued that many of these additional problems could be dealt with by basing the regulatory approach on functional rather than institutional criteria. No doubt, such an approach would go a long way to eliminating some of the existing and prospective regulatory inconsistencies -- but it will not be a panacea. Grey areas and borderline problems will continue to exist as will divergencies in public policy objectives as they apply to different intermediary activities. Even when a functional approach is adopted, there remains the issue of overlapping responsibilities of different authorities, both at the domestic and international level. And a functional approach would not be of much assistance in determining whether a system should be based on official or on self-regulation, nor in developing ways in which self-regulatory and official bodies could be melded into a global system of oversight.

In short, there is no easy solution to the problems arising from the heterogeneity of national regulatory structures, policies and attitudes. In many instances, there are no objective criteria on which "world standards" should be based. Much groundwork would have to be laid before greater compatibility would become an acceptable policy objective in practice. But the experience of recent years with international co-operation in prudential supervision in banking suggests that consistency of efforts does help in containing the risk of additional divergencies developing between national policies and that it is possible to formulate some broadly-based operational guidelines acceptable to all the parties involved.

#### International Rules of the Game

A major feature of today's financial markets is the dismantling of regulatory barriers within the OECD area to the entry of foreign institutions and the consequent powerful impact on worldwide competition. Indeed, the

financial services industry is one of the few sectors where not only has there been no resurgence of protectionist tendencies in recent years but where the trend towards liberalisation and opening up of markets to non-residents has been particularly sustained and self-reinforcing (6). Admittedly, in many instances national policies have simply given way to the pressures exerted by market forces, but it is to be recognised that in a growing number of countries changes in policy attitudes have reflected a genuine perception of the implications for efficiency of a liberal approach to international trade in financial services. Be that as it may, the trend in this respect is highly encouraging. But this should not be taken as a reason for complacency. The risk of the re-emergence of protectionism in the financial area should not be dismissed -- as the experience in other fields clearly demonstrates. On the contrary, advantage should be taken of the present favourable climate and opportunities for strengthening the foundations of a liberal trading system in financial services and for establishing a solid framework for international co-operation in this area.

Ideally, such a framework should be as broad as possible in terms of country participation. Whether it will be possible to achieve this in the not too distant future is an open question. Political realities being what they are, any delay in moving towards worldwide agreements on the subject should not be regarded as a valid reason for not moving forward with the work already underway in more limited international fora such as the EEC and the OECD. Indeed, the time is ripe for a further accentuation of efforts aiming at sharpening the effectiveness of existing instruments, broadening their scope of application, and strengthening liberalisation commitments.

There is no easy recipe for devising universally-acceptable ground-rules for the removal of impediments to the free flow of financial services and for setting a process of irreversible liberalisation into motion. But significant progress should be made towards reaching common understandings on a number of basic principles such as opening up effective market access; ensuring transparency of laws, regulations, and practices; and promoting national treatment and non-discrimination. How will these principles be translated in effective policy commitments, only time will tell. But there is a pressing need for quickening the pace of liberalisation under a system of multilateral surveillance and review. This is the only way

to prevent a further widening of the gap between legal arrangements and market realities. Moreover, lack of progress on this score would provide a major incentive to countries for seeking bilateral agreements in areas of particular interest, usually on the basis of reciprocity considerations. Such arrangements may contribute to a partial freeing up of certain individual market segments, but they would undoubtedly introduce further distortions and competitive inequalities in the overall system -- a development hardly desirable at a time when "efficiency" is at the forefront of global policy considerations.

Major obstacles will need to be overcome in the forthcoming negotiations and the rapidly increasing complexity of financial intermediation adds to the difficulty of addressing conflicting national objectives and essential international considerations. But it is in the self-interest of all our countries to develop a stronger and more homogeneous multilateral liberalisation framework. It is by building on these common interests that it should be possible to move towards a degree of international co-operation that would ensure increased freedom and efficiency in the global financial system.

NOTES

1. For a comprehensive review, see the studies in the OECD series on "Trends in Banking Structure and Regulation in OECD Countries", the monograph on "Competition Banking" (forthcoming) in particular.
2. Thus, for instance, active asset and liability management policies were developed by both major commercial banks and non-financial firms already in the early sixties. During that decade, deregulation of interest rates and business powers was carried out on a broad front in several European countries. The internationalisation of banking took off two decades ago and by the mid-seventies it had become a major component of banks' overall business. Innovative financial instruments and techniques were introduced -- with varying degrees of success -- in a large number of national and international markets during the seventies, a period which saw a significant increase in the absorptive capacity of many market segments and a rapid development of their infrastructure. In short, the financial landscape had already been profoundly transformed by the beginning of the present decade.
3. The concept of "marketisation" of finance is discussed in T.R.G Bingham, "Banking and Monetary Policy", OECD, 1985.
4. An extensive analysis of securitisation is to be found in "Recent Innovations in International Banking", Chapter 5, BIS, April 1986.
5. For a taxonomy of financial innovations, see "Recent Innovations in International Banking", Chapter 8.
6. See "International Trade in Services: Banking", OECD, 1984, and "International Trade in Services: Securities", OECD, forthcoming.



## **National and European infrastructures**

**R.E.G. Back**

*British Telecom, London*





## INTRODUCTION

Europe, with its large population engaged in industry, commerce and agriculture, represents a mature economic force with the capability of standing as an equal and balancing force between the power houses of the Far East and North America.

The potential of Europe is further enhanced as a result of its geographical position. Lying midway between the major markets of the USA and Japan, its timezone allows the working day to overlap with those of the major financial centres of Tokyo and New York. By employing modern communications technology, it is thereby possible for traders in Europe to operate in this worldwide market place.

A sophisticated communications infrastructure exists in Europe today, but to support the further development and expansion of financial services a number of issues need to be addressed in order to maintain Europe's position.

### 1. THE RELATIONSHIP BETWEEN DIFFERENT NATIONAL TELECOMMUNICATIONS NETWORK OPERATORS AND TRANSBORDER DATA FLOW

A key factor in the development of a pan european communications infrastructure will be the relationships established between the various telecommunications network operators.

Historically, such relationships have stemmed from technical co-operation and tariff negotiation. In the future however, policy considerations will also play an important role. These considerations will not be restricted solely to matters of commercial policy for the network operators, but will also need to encompass both National and European governmental policies.

Increasingly the trend is to take the telecommunications operators out of direct governmental control. The harmonisation of the operator's commercial policies with those of their national governments therefore becomes a more difficult issue that deregulated countries need to address.

For the operators, there is a dichotomy. They have to meet the needs of their own countries and their own rapidly developing internal markets, but at the same time meet the needs of Europe as a whole. The one may require a rapid deployment of facilities, whilst the other needs a slower more carefully integrated approach.

It is both natural and understandable that nationalistic issues will arise. Each country will wish to support its own internal industry, and whilst aiming to play its full part within the European Community, it would not wish to be hamstrung in its approach to world markets.

To meet the needs of Europe as a whole, it is necessary to lay aside any insularity of thought. Whilst proper attention must

be paid to the internal needs of each country and the independence of the operator must be maintained, the point must clearly be perceived at which competition and national interest stops and co-operation for the benefit of all begins.

Information, by whatever means it is transmitted, must flow across the continent as freely and easily as it does across the United States. This requirement, however, is in conflict with the Trans-border dataflow legislation which has been enacted in several European countries, and the data protection laws which exist in others. The laudable and necessary aim of protecting civil liberties and avoiding the abuses to which unrestricted access to data can certainly give rise, must be set against the efficient functioning of an expanding financial services industry, depending as it does on the free and rapid flow of information both from one country to another and within a country.

The successful implementation of Electronic Funds Transfer at Point of Sale (EFTPOS) is one example of the need to allow efficient and speedy cross border data flow. Whatever tokens may be used by the system, be they magnetic stripe cards or smart cards, they should be acceptable throughout Europe. In order to protect against fraud, and to enable the consumer to access as much of his money as he chooses, from wherever he happens to be, it will be necessary to make an on-line, extremely rapid, reference from the point of sale to wherever the

account details of that consumer are stored.

The European communications infrastructure must enable such transactions to be validated in this way. To compete successfully with the United States, in financial services and other areas, that infrastructure must be highly efficient and it must reach out to anywhere in the world. That is the common task of the telecommunications operators.

## 2. RELATIONSHIP WITH EQUIPMENT SUPPLIERS

The second issue is that of the relationship between the telecommunications infrastructure and the equipment suppliers. There is not, in any real sense, a common market in the supply of telecommunications equipment to network operators. Operators, understandably, tend to favour their own indigenous suppliers and there may well be sound economic benefits for so doing, as well as the benefit of having having short lines of communication with suppliers.

However, in a highly competitive world, with the industrial and technical strength of the United States on one side, and Japan on the other, the European administrations need to have the very best in telecommunications equipment at competitive prices. In order to achieve this, there may come a day when these intangible barriers will have to come down.

Technology has a habit of making such artificial barriers redundant in time. There is, for example, an increasing convergence between communications and computing technologies and this is blurring the distinction between the suppliers of telecommunications equipment and the suppliers of computer equipment.

To an increasing degree, telecommunications equipment suppliers are becoming competitors to public telecommunications network operators. There are also many instances where suppliers of computer hardware have diversified into becoming suppliers of telecommunications equipment and network services.

Whilst it has to be accepted that the supply of large mainframe computing installations will continue to be dominated by a few non European suppliers, European telecommunications equipment manufacturers must ensure that their expertise in the communications field is used to offset this dominance.

Telecommunications is just at the beginning of a new era, both in terms of concept and practical realisation as a result of this convergence of technologies. By ensuring that it obtains expertise from the computing field to complement the traditional strengths in communications, the European Telecommunications industry will be strongly placed to meet the new competition from computer dominated industries and countries.

### 3. Effect of Regulation and Liberalisation

The diversification of the computer manufacturers into telecommunications activities has only become possible in the UK as a result of the new liberalised but still regulated regime.

In many countries, and in the UK in particular, the processes of regulation and liberalisation appear to be out of step or even contradictory. The pace of change in the regulatory environment has been such that, at times, it has appeared to match that of technological change, seeking to follow every twist and turn but inevitably lagging behind. The end result is confusion between both operators and the market place.

Liberalisation, however, is to the ultimate advantage of all the players in the telecommunications field, equipment suppliers, network operators and users alike. It allows market forces to dictate and regulate the pace of change. Competition ensures that improved technology is introduced and new applications are developed in response to market requirements rather than operational requirements. Whilst regulation is necessary, it must not be allowed to stifle initiative and reduce the telecomms operator's drive to create the kind of infrastructure which is vitally needed for the future. To prevent this over-regulation, it is necessary to have a sustained and structured lobbying of those who can influence the regulatory regime. The positive benefits which accrue to the achievement of effective telecommunications by minimal regulation must be clearly stated.

On the other hand, a gratuitous resistance to those regulations which clearly make sense can only damage the case for further liberalisation. Regulations that make it difficult for one country to dominate another, or which ensure co-operative activities in Europe as a whole can be seen as sensible and must be fully supported. In a similar vein, those regulations which guard against fraud, increase security, or provide standard interfaces to promote interconnection provide the bedrock on which a successful infrastructure can be built.

Liberalisation of telecommunications has taken enormous strides in the UK in recent years, and this has had a dramatic effect on the financial markets with tremendous opportunities being opened up for those involved in the provision of the necessary infrastructure. This structural change has been accompanied by a parallel change in the regulatory environment within which the financial services industry operates.

Financial deregulation can be seen to be blurring the traditional lines of demarcation. It is allowing companies to position themselves in new markets, and to expand their range of services. Banks, insurance companies, building societies and even retailers are encroaching on each other's traditional markets and new services are being opened up to the end users. Many of these developments would not have been possible without the prior developments in telecommunications, developments which stemmed

not only from technological progress, but from regulatory changes in the telecommunications industry.

#### 4. New Communications Services

Liberalisation has helped considerably with the introduction of new communications services. In most countries in Europe network operators are modernising their communications networks. The electromechanical telephone exchanges and their interconnecting paths of copper cable are being replaced by digital, computer controlled exchanges linked digitally by optical fibre. The investment in these vital arteries of business and social life in Europe has been enormous, and is continuing. In the UK alone many billions of pounds are being spent leading to a fully digital trunk network within the next 12 months and, by 1990, the majority of business customers will be served by digital local exchanges.

Customers in the UK are already enjoying the benefits of these new technologies. For example, BT's MegaStream service allows data or other information to be reliably and securely transmitted at speeds of up to 2 million bits per second, several orders of magnitude greater than had previously been practicable. The major financial institutions have been among the first to benefit from this type of service and they will continue to make use of the very latest developments such as the Integrated Services Digital Network.



Such network developments allow applications, particularly Value Added Network Services (VANS) to be added to the basic transmission service. The development of the automatic teller machines linked to the Bank's computers and the pending Electronic Funds Transfer at Point of Sale (EFTPOS) service are two examples of applications that have been made technically possible and commercially viable by the development and improvement of the the basic communications networks.

#### 5. Customer Service

Mention has been made of the need to provide high quality digital services as part of the basic infrastructure. Whilst these services are extremely important, it is worth noting that they are not in themselves sufficient to meet the needs of business and commerce. Alongside technical excellence, customer service is essential.

For an organisation such as British Telecom, which provides over 20 million telephone exchange connections in all parts of the United Kingdom, there are a large number of contact points across the country allowing the small business and residential customer to have a personal contact with a local BT office.

For the major business customer however, operating in many geographic locations, a single, national, point of contact with

the company is essential. BT's commitment to customer service is embodied in its national account programme which seeks to provide a single, highly focussed interface with its major customers. This point of interface, being fully supported by those trained up to understand the needs of major users, is the key to the provision of good service. To date, some 200 accounts are managed in this way, although this is rapidly being expanded to around 500 of the largest customers. In this way, not only can the operator understand and respond to the needs of its major customers, but those self same customers, on whom the economy depends for its well being, can be provided with the telecommunications services they desperately need if they are to compete on a world stage.

In the local offices of BT also, a huge investment is being made in computerised systems which will allow the company to respond to all kinds of customer queries, swiftly and without reference to various departments or "back room boys".

Recent developments are enabling this concept of service to be extended even further. Large customers can choose to buy the raw components of a network from various sources, the lines from a public telephone operator - in the UK they now have a choice of two - and the equipment either from the same operator or from another source. The attractions of such an approach are basically economic, since the costs of the components are falling in line with the trends to be found in the electronics and computing industries. The buyer can take advantage of the

keen competition and significantly reduce his direct costs. However, in so doing, he needs to consider two other components of cost where the trends are moving in the opposite direction.

As the complexity of the applications which run over the communications networks increases, and as more and more technological options become available, the cost of designing such networks is increasing. The manpower skills which are required are of a significantly higher order than those previously required, and the detailed planning and implementation work necessary to put a network in place rapidly consumes these valuable resources.

Similarly, because organisations increasingly depend on their communications network to stay in business, the operation and management of these networks often demands the duplication of hardware, the availability of alternative routes between nodes on the network, and above all, the existence of teams of staff dedicated to ensure that service is always available to the end users. These essential functions, design and operation of a network, are demanding of staff, not only in terms of the numbers required, but also in terms of the skill level which they need. It follows therefore that these staff are expensive and, unfortunately, the costs trends for labour do not follow those for the underlying technology.

Recognition of these cost trends has generated a desire for

"managed networks". The communications infrastructure which is emerging in the UK and other countries, has at its heart the need to provide more than raw transmission. More and more, customers, and particularly those in the finance sector, require a complete service package from their network operator, from pre sales consultancy, design, implementation, through to operation, management, enhancement and later extensions of the network as necessary. Thus the concept of service must be expanded to cover not just the provision and after sales support of network and terminal components to a customer, nor even to the provision of specialised contact points for major customers, but to a complete consultancy, design and network management service.

The provision of "turnkey" networks and applications for individual companies in the manner described will be essential. Increasingly, however, network operators will be required to facilitate specialist inter-company communication, and it is in this area that one may expect to see the greatest growth in the demand for communications services by the financial organisations.

Financial organisations have been amongst the leaders in the development of inter-company communications, in CHAPS - the UK high value clearing service - or SWIFT - the international payment service. The sophistication of these networks has enabled substantial savings to be made over alternative expensive paper based systems. There is little doubt that the expansion of international trading will depend increasingly on such inter-

company networks.

The projected growth of these services is enormous. For example it is projected that the UK Electronic Funds Transfer at Point of Sale System will have over 250,000 terminals connected by the early 1990s and the volume of transactions will be in excess of 2000 million per year.

There is, however, one major impediment which may restrict the growth of inter-company applications, and that is a burgeoning multiplicity of standards and protocols.

#### 6. The Need for International Technical Standards

Within a single organisation, it is possible for standards which are unique to that organisation to be developed and implemented. However, as soon as the requirement to communicate with another organisation emerges, then it is necessary to have common standards so that information can be conveyed meaningfully across company boundaries. This is, of course, exactly the problem which network service operators have had to address in order to create the present day international voice and data communications network. The telecomms operators have a tradition and history of co-operation in order to develop the comprehensive world wide telephone network, and in the UK, BT has been a committed supporter of international standards.

Standards bodies must have the power and support to ensure that the recommendations are adopted, and within Europe the EEC can help to ensure that this support is freely available. The EEC can also act as a watchdog, identifying areas where standards will be required in the future, ensuring that work is started before national interest produce intransigent positions. The RACE project is an excellent example of the EEC initiative in this area.

The realisation of full intercompany communications will depend on a similar level of commitment to standards by equipment suppliers, and by users of the applications which flow over the networks.

In the financial services area, the community has come together for mutual benefit to develop standards for CHAPS, SWIFT, magnetic stripe cards and a number of other areas. It is necessary for competitive instincts to be buried temporarily in order to ensure that a standard is meaningful and useful. This is not always easy for organisations who are competitors in the market place. The answer is to recognise the difference between co-operation in the creation of an infrastructure, and competition in the services which are provided on that infrastructure.

SWIFT is an interesting example not only of co-operation but of how a service starting in Europe can spread to the rest of the world.

National network operators have an important role to play in working together with one another and the financial services industry to overcome the difficulties, determine the standards, and provide a communications infrastructure which will yield benefits for all concerned.

## 7. Conclusion

Attention has been drawn to a number of themes in this paper. Many of the issues addressed are already being looked at to some degree, but more remains to be done in some key areas, in particular transaction data flow regulation and equipment and service standards.

There are many examples of data flowing from one country to another to mutual benefit, and it must be seen that transborder data flow regulations do not inhibit the development of new applications or Europe wide infrastructures. Those responsible for the development of these services must also take account of the need for their suppliers to have an international market for

their equipment and aim not to define systems which are unique to any one country.

As people move from one country to another throughout Europe, they should find the same range of services in each country they visit, and the procedures they need to invoke to use these facilities should be familiar to them.

Although there are real problems which cannot be ignored, those who are dealing with the development of the infrastructure can draw on their history of cooperation. One can be confident that these challenges will be met and overcome.



## **Service to clients, deregulation, competition and ethics**

**A.D. Gale**

*Common Market Working Group of BIPAR, London*



**SERVICE TO CLIENTS, DEREGULATION,  
COMPETITION AND ETHICS**

*Andrew D. Gale*

*Deputy Chairman of the EEC Committee of the  
Bureau International des Producteurs d'Assurance  
et des Réassurances  
Common Market Working Group of BIPAR, London*

I have taken the title of our section of the Symposium as the body of my contribution and added a head, "Service to Clients", and a pair of feet, "Ethics".

My views have formed during my career in the insurance industry both as underwriter at Lloyd's for ten years and subsequently as an insurance broker, culminating in my current industry responsibilities as a nominated representative of brokers and insurance agents throughout the Community.

The insurance broker provides an intermediary service function between client and insurer, or insurer and reinsurer. He will also provide ancillary services such as loss prevention advice and recommendations, fire and other engineering advisory services, "risk management" services (the identification, quantification and control of risk to which an insured is exposed), surveys and assessments, etc.

The Insurance Broker's business and prime interest is the satisfaction of his client's insurance needs, whatever and wherever they may be. He is thus always a provider of services, whether from a localised establishment or across frontiers.

The broker's client may be an individual, or an industrial or commercial organisation requiring direct insurance protection for assets or exposure to liability. That requirement may be trans-or international requiring the provision of trans- or international services.

The client may equally be an insurer requiring reinsurance coverage, capacity or expertise not available in a particular country. The lack of local coverage, insurance capacity or expertise may equally be a problem to be solved for the client with direct, rather than reinsurance needs.

The broker is often an innovator and if, for example, the client is exposed to a risk for which there is no locally available coverage, or which needs coverage which must be tailor-made for the individual instance, then the broker will devise a suitable coverage in all its intricacies, and thereafter search out an insurer who will accept the new form at an economic rate.

In both direct and reinsurance business, the broker is one of the principal conduits for the passage of business between the major developed international markets, such as London, the U.S., Germany, France, Switzerland and the fast developing Middle, Far Eastern, African and South American markets.

Where reinsurance is concerned, his service is the provision of his specialised knowledge of the techniques available, the insurance markets which will underwrite particular types of reinsurance at the most economic cost; the design of new forms of coverage and his ability to offer underwriters wherever they may be located, a broad spread of business from his portfolio of risks.

This is a multilateral, multidirectional service function and especially through London, business and services flow in both directions.

In many the broker issues cover notes and certificates of insurance and drafts policies. By these means he ensures that his client has the exact coverage he require and, at the same time, he bears many of the overhead costs of staff and administration which would otherwise fall to the charge of the insurer. Many brokers survey a risk before insurance and insurers often accept such surveys since they know that the brokers reputation and business depends upon his accuracy and impartiality.

The international activities of insurance brokers can be appreciated from the following examples:

- A. A pharmaceutical company headquartered in say, France, requires unified worldwide product legal liability coverage for all its worldwide manufacturing units and sales operations in perhaps thirty different countries, all of which have different local legal requirements as to both liability in regard to pharmaceuticals and requirements as to whether insurance must be provided locally, or may be provided externally. The client's broker must arrange local service in each country for local management, either through a local broker correspondent, his own local establishment, perhaps even a locally licensed insurer or as a true trans-frontier service by his head office personnel. Unified coverage must probably be provided by placement in many national and markets. A web of multi-directional service flows is immediately apparent.
- B. An insurer in a particular territory requires a reinsurance programme to protect his underwritten of different classes of business. The expertise to reinsure different parts of the programme does not exist locally. The broker flies in, examines and discusses the requirements, returns to his head office, designs the programme subject to the insurers approval and then places the component reinsurance in which and whatever worldwide insurance market provides the broadest coverage at the most economic cost and with the greatest security. As a quid pro quo the client insurer requires that he be offered a fair showing of business, that he may in turn underwrite from the broker's existing international portfolio. Another web of multi-directional transfrontier provision of services is evident.

The broker thus spreads the client insured's or insurer's risk amongst many and in turn he provides insurers and reinsurers with a wide range of different classes of business without which no insurance market can operate effectively and, hopefully, at a reasonable commercial profit.

Since the very life-blood of insurance intermediaries is the rendering of a multi-faceted service, the Freedom to provide Services laid down by the Treaty of Rome is of very great importance to us, at it must surely also be to the whole financial services industry.

We therefore await the decision of the European Court of Justice in the Commission's cases against Denmark, France, Germany and Ireland, relating to the Co-insurance Directive, with great impatience.

We trust that the Court will have the courage to give a "landmark decision" of breadth and vision which will clear away the interpretive doubts which have bedevilled Articles 59 and 60 of the Treaty. In my personal view, clear definition, in Article 60, of what is meant by "temporarily pursuing" an activity in another Member State is of paramount importance. I believe my insurer friends are equally interested in those words.

Freedom of Services is seen by those who are used to a more restrictive national regime that I, as a form of deregulation. I accept that for certain national jurisdictions, it may well be.

Some make it very clear that they fear the attendant in their national market from those offering services from another Member State. They disguise that fear as concern for the insurance consumer.

I hope it will be clear from my brief description of the function of the broker that I very strongly believe that my ability to service my client will be much enhanced by deregulation in the form of a true freedom to provide services within the Community.

Competition between brokers to provide better services and the availability of better insurance coverages through the competition between insurers to underwrite the better business can, in my view, only benefit my client.

Certainly each insurer may be subject to a similar element of regulation in his own Member State of establishment as an insurer from another Member State. But that Member State of establishment regulation must be accepted without question as sufficient by any other Member State, in which the insurer wishes to do business by way of freedom to offer his services.

Lastly we come to the "feet" of my title and feet, they must be, of iron, not of clay.

We are not infants, to be told when to brush our teeth or comb our hair, or to be prompted by a nursemaid to say "Please" and "Thank you". The simile, nonetheless, may make some in my audience smile.

Our insurance industry is an adult industry of long tradition and antecedents. As an adult industry it must show itself well capable of judging right from wrong as the majority of adults are able to do. It must therefore establish Codes of Ethics and Practice to be adhered to in the daily conduct of its affairs, both between the different parts of the industry, insurer and intermediary, and as between insurer and client with whom he deals direct, and between intermediary and client, with whose interests the broker must always identify.

This necessity I throw down as a challenge not only to the insurance industry but to all parts of the burgeoning financial services sector. I reinforce my challenge by giving you this document as my banner.

It is the Universal Code of Professional Ethics for Insurance and Reinsurance Intermediaries. It was unanimously approved at the Second World-Wide Conference of Insurance Intermediaries in Madrid in May/June 1984. It is based upon a draft prepared by a Committee named by the Confederacion Panamericana de Productores de Seguros, the Bureau International des Producteurs d'Assurances et des Réassurances and the Colegio Nacional Espanol. That draft was itself distilled from the Codes and Rules of Conduct of 22 Associations from different countries. The Code is in three official languages, Spanish, French and English.

Please read it. It is not perfect but is an excellent base document. It may need expanding to cover the manner in which the daily business of any market is conducted.

I would summarise my presentation in these words.

I wish to be able to service the insurance needs of my client in a context where through an element of deregulation, competition has been encouraged but the manner of conduct of my business is subject to a widely known and universally respected Code of Professional Ethics.

**Déreglementation et concurrence**  
**La perspective du point de vue de l'assurance**

**E. de Carvalho**

*Associação Portuguesa de Seguradores*

**I - DEREGLEMENTATION ET CONCURRENCE**

1. Introduction	1
2. La concurrence	1
3. La dérèglementation	8
4. Dérèglementation au niveau des institutions	15
5. Dérèglementation au niveau des produits	20
6. Dérèglementation au niveau des prix	23
7. Dérèglementation au niveau de la distribution	26
8. Remarques finales	31

**II - ANNEXES**

1. Quelques faits concernant la dérèglementation dans les services financiers
2. Bibliographie



## 1. Introduction

Dans la perspective du Colloque "L'Europe et l'avenir des Services Financiers", le thème "Dérèglementation et concurrence", doit nécessairement porter sur l'ensemble des services financiers.

Malgré leur variété, on se rend compte de ce que la grande majorité des exemples connus concernent des initiatives où les intervenants sont surtout des banques et des compagnies d'assurances.

Pour que ce document de travail soit, tant que possible, proche de la réalité et basé sur des exemples concrets, on a pris la décision de limiter les considérations ci-après pratiquement à ces deux secteurs d'activité.

Un élargissement aux autres secteurs sera toujours possible, dès qu'on se trouvera devant des situations concrètes à résoudre.

## 2. La concurrence

La concurrence est, sans doute, un facteur important de développement des affaires. Instrument de progrès, elle peut aussi, lorsque certaines limites sont dépassées, devenir un élément d'instabilité des marchés et des secteurs économiques concernés.

La libre concurrence ou la concurrence parfaite doit, en premier lieu, bénéficier les consommateurs; mais la concurrence entièrement libre et totalement parfaite n'existe pas dans la pratique.

Des limitations, il y en aura toujours, soit à l'initiative des autorités de tutelle ou de contrôle des différents secteurs économiques, soit à l'initiative des propres partenaires de ces secteurs, soit encore à la suite des lois du marché.

N'oublions pas que le but des affaires est celui d'assurer la prestation d'un service, dont le rapport qualité-prix soit acceptable par les utilisateurs, mais dans des conditions qui permettent aussi de réaliser un bénéfice.

Sans bénéfice il n'y a pas de continuité dans les affaires et dans des domaines très spécifiques, comme ceux des banques et des compagnies d'assurances, la continuité et la solvabilité des entreprises qui en assurent le service est la seule vraie garantie réelle des consommateurs qui ont contracté avec elles des prestations, dans la plupart des cas, à moyen et à long terme.

Ces derniers temps, la concurrence dans les différents secteurs d'activité qui intègrent les services financiers s'est accrue fortement, ce qui est aussi le cas pour d'autres domaines de l'activité économique.

Les raisons sont assez connues et il serait donc fastidieux d'en procéder à une énumération exhaustive.

Bornons-nous donc à en rappeler quelques unes parmi les plus significatives dans les secteurs des assurances et de la banque:

. Dans le domaine des assurances:

- "Cash flow underwriting", à la suite des hauts niveaux de taux d'intérêt pratiqués pendant les années 70 et 80;
- "Soft market" spécialement dans la réassurance;
- "Overcapacity" gérée par la création d'un nombre important de nouvelles entreprises d'assurances et de réassurances;
- Stratégie d'expansion de certaines entreprises, parmi les plus importantes, vers d'autres marchés et d'autres territoires;
- Stagnation de la matière assurable suite à une évolution négative de l'économie pendant les dernières années, mais aussi en résultat de l'application de politiques restrictives destinées à combattre la récession.

Pour faire face à cette situation, qui s'est maintenue, à peu près, jusqu'à 1984, le marché de l'assurance a dû trouver des solutions de redressement, dont on voit maintenant les premiers résultats.

Une des conséquences de cette évolution a été la concentration d'entreprises, à la recherche de la solidité et d'une dimension susceptible de faire face à la crise la plus grave et longue de l'assurance depuis plusieurs décennies.

Ces concentrations ont commencé souvent par des cas de sociétés de courtage où des fusions à l'intérieur d'un même marché, ou même entre courtiers américains et européens, ont fait apparaître ce qu'on a conventionné d'appeler les "mega-brokers".

Mais lorsqu'on fait la comparaison entre les entreprises des États-Unis et celles des pays de la Communauté Européenne, il faut en tenir compte des différences de taille. On pourrait dire que, dans la majorité des cas, les grandes sociétés américaines sont des "mega-sociétés" par rapport à la taille de beaucoup des entreprises considérées comme de grandes sociétés au niveau de chacun des marchés de la Communauté.

Cette différence de dimension ne peut pas être négligée quand on pense au futur des services financiers de l'Europe.

. Dans le domaine des banques:

- diminution, voire même libéralisation, des taux d'intérêt, à la suite de la désinflation;
- expansion internationale des banques les plus importantes;
- desintermédiation financière, c'est-à-dire, la participation directe dans les marchés de capitaux, d'institutions qui trouvaient normalement leurs financements à travers les banques;
- modification du comportement des déposants qui sont plus sélectifs dans leurs investissements et cherchent leurs propres solutions parmi les alternatives qui leur proposent les différents acteurs des marchés financiers;

- besoin de modernisation, sans avoir toujours les compensations du côté des charges de personnel;
- diminution du besoin de financement par les banques, suite à une augmentation du "cash flow" des entreprises, à cause de la diminution de l'inflation.

En fonction de cet environnement, lié à la saturation de leur marché, les banques sont devenues plus agressives et elles ont cherché, en même temps, la participation dans d'autres secteurs, notamment celui des assurances, soit par des nouvelles initiatives au niveau des institutions, des produits ou de la vente, soit par le renforcement de participations dans les sociétés d'assurances.

Il s'agissait de trouver, par différentes voies, de nouvelles perspectives de développement.

Ces quelques raisons peuvent aider à mieux comprendre le rapprochement des deux secteurs, mais il ne faut pas oublier qu'au-delà de ces raisons conjoncturelles, il y a une autre raison structurelle: les institutions de ces deux secteurs ont un but commun, qui est celui de capter l'épargne.

Or, dans ce domaine, et surtout lorsque les taux d'inflation sont devenus très bas, comme c'est le cas de la majorité des pays communautaires, la préférence des investisseurs se tourne vers les actifs financiers au détriment des actifs physiques et, d'autre côté, il y a une tendance des systèmes de prévoyance et de retraite vers la capitalisation, au lieu du système de répartition. Tout au moins, on se penche vers des systèmes de financement utilisés où les deux solutions se côtoient.

Dans ces circonstances, les investisseurs particuliers ont un choix plus difficile entre les produits d'assurance vie par rapport aux autres produits financiers.

Parallèlement, les marges de bénéfice de l'assurance vie, suite à la concurrence et à la concession de plus larges participations aux bénéficiaires, reposent, de plus en plus, sur des résultats financiers, eux aussi devenus plus faibles.

Ainsi, la participation de nouveaux partenaires dans le marché - dont la technique est de plus en plus sophistiquée - ne devrait se faire qu'avec beaucoup de prudence et disposant d'un haut niveau de technicité, ce qui devient plus douteux.

En effet, le nombre de spécialistes disponibles, ne paraît pas suffisant pour satisfaire toutes les demandes et alors, par un phénomène d'atomisation, on risque de voir se réduire la qualité des services rendus ou les bénéfices d'exploitation.

Malgré ces limitations, on continue à assister à la pénétration des banques dans le secteur des assurances et si, dans une première phase, l'intérêt des premiers était de trouver des solutions pour couvrir les risques de leur propre activité (garantir le remboursement d'un financement, par exemple) les banques cherchent actuellement à garantir les propres clients, notamment à travers la vente à leurs guichets des produits d'assurance.

Les assurances, de leur côté, ont aussi commencé, depuis quelques années, à prendre des positions dans les banques.

Plusieurs exemples de cet intérêt réciproque et des solutions qui sont intervenues sont cités dans l'Annexe n°1 à ces notes.

Si l'on pense aux effets pratiques que la participation des banques peut avoir sur l'assurance, tels qu'une augmentation d'efficacité, innovation dans les produits, modifications dans les systèmes de ventes (la différence entre les réseaux de ventes des assurances et des banques est une des raisons souvent invoquées en faveur d'une dérèglementation) ou un plus grand degré d'internationalisation de leurs opérations, on est amené à conclure que toutes ces modifications sont déjà en route, ou bien qu'elles vont se concrétiser de toute façon et à court terme, même sans l'intervention des banques.

C'est la concurrence même entre assureurs, et non pas entre ceux-ci et d'autres partenaires des services financiers, qui va forcer ce changement d'environnement. L'interpénétration des secteurs ne peut que raccourcir certains délais.

Quand on analyse la concurrence, il faut aussi penser aux seuils, au-delà desquels elle devient un facteur d'instabilité des marchés.

Ces seuils dépendent des spécificités de chaque secteur, voire même de la capacité de chaque entreprise, mais leurs limites sont celles qui permettent de garantir la solvabilité de ces entreprises.

Dans certains cas, comme celui de l'assurance, il n'est pas si simple de faire cette détermination, malgré tout les mécanismes disponibles pour sauvegarder cette solvabilité, soit les provisions techniques, soit la marge de solvabilité, soit les fonds minimums de garantie.

Deux raisons déterminent cette difficulté: le fait de ce que l'assurance opère selon un cycle de production inversé et aussi de ce que, souvent, un délai assez long découle entre le moment où l'assureur s'engage à verser une éventuelle prestation, à la suite d'un événement aléatoire, et celui où il doit effectivement honorer cet engagement.

Dans le cas des banques, il y a encore des opérations d'une durée assez longue où ce délai augmente le risque, comme il y a aussi des risques économiques et politiques, souvent difficiles de prévoir ou de prévenir.

La concurrence est aussi conditionnée par le niveau de la demande, laquelle n'est pas illimitée, ce qui a comme conséquence que la participation de nouveaux partenaires dans un marché ne leur garantit pas un développement au delà de la capacité de cette demande.

Effectivement, une plus grande dispersion de spécialistes d'assurances ne pourrait que provoquer une perte de qualité des services rendus aux assurés, ce qui est délicat justement à l'époque où les consommateurs sont plus avertis et mieux défendus par des mécanismes de marché.

Une réponse efficace pourrait être celle d'améliorer et d'intensifier la formation professionnelle à haute spécialisation, ce qui ne peut pas se faire à court terme ni produire des résultats avant un certain nombre d'années.

### 3. La dérèglementation

Il est difficile de préciser l'origine et la date de naissance du mot dérèglementation.

Faute de mieux, on peut dire qu'il provient des États-Unis et que les bases pour la formalisation des "services financiers" étaient créées en mars 1983 quand une loi de l'État du Dakota du Sud a permis aux banques d'entrer officiellement dans la vente de toute sorte d'assurances.

Et il faut préciser qu'il s'agit là d'une "formalisation" de la dérèglementation, une fois que l'idée de base est bien plus ancienne, puisqu'elle remonte aux années 60, lorsque certains économistes à cette époque se sont penchés sur les "coûts cachés" de la réglementation.

Le mot dérèglementation est parfois confondu avec les notions de despécialisation ou de décroisement entre secteurs; il est aussi utilisé parfois sous la forme de dérégulation.

La despécialisation a lieu normalement dans le même secteur d'activité économique tandis que le décroisement se traduit par un assouplissement, voire l'élimination, de certaines frontières entre deux, ou plusieurs secteurs.

D'autre part, la dérégulation consiste dans la réduction, jusqu'à la limite de la suppression des règles qui définissent un secteur donné, par exemple, en ce qui concerne l'accès, le fonctionnement, les produits, l'encadrement du système de ventes et du contrôle et tutelle.

Bien que plus proche de cette dernière notion, la dérèglementation est, en effet, un concept un peu plus vaste et, en même temps, moins précis, peut-être parce que le mouvement qui entraîne cette tendance assez récente n'est pas, lui-même, suffisamment défini.

Dans les notes qui suivent, on le prendra dans le sens plus vaste, ce qui veut dire que dès qu'on parle de dérèglementation, on ne fera pas la distinction entre les trois notions ci-dessus et que, en réalité, on veut se référer à tout assouplissement ou flexibilisation de règles, permettant aux entreprises d'un secteur des services financiers de pénétrer dans le marché, ou les marchés, des entreprises d'autres secteurs, sans que ça soit considéré comme contraire à l'encadrement juridique ou économique de ces secteurs.

Et il faut bien préciser "juridique ou économique", parce qu'on a constaté souvent que la dérèglementation économique est beaucoup plus fréquente que la juridique. Tout au moins, elle la précède dans bien des cas et souvent le décalage entre les deux n'est jamais annulé.

En effet, il faut reconnaître que le marché trouve toujours les moyens de s'adapter aux obstacles réglementaires, ce que l'expérience américaine confirme.

Un autre aspect important est celui de la liaison étroite entre le phénomène de la dérèglementation et le degré de liberté et de concurrence, bien qu'elle soit une conséquence de cette dernière et non le contraire. La concurrence, de son côté, dépend beaucoup de l'état de l'économie.



La dérèglementation a été souvent invoquée par les partisans de l'économie libérale comme favorisant la désintervention de l'État dans l'économie et, dans ce sens elle est donc synonyme de développement de l'initiative privée.

Parfois, aussi, l'objectif caché de la dérèglementation est celui de remplacer des cartels réglementés par d'autres où la loi est celle des affaires ou de la concurrence.

Tel qu'on le verra un peu plus loin, l'abolition des limites d'accès à certains marchés a provoqué, dans certains cas, la naissance d'entreprises de grande dimension par absorption d'autres, qu'après avoir été créées, sont entrées rapidement en état de faillite.

Ceci a été notamment le cas dans l'aviation commerciale aux États-Unis.

Si, toutefois, on entend la dérèglementation comme un assouplissement de règles ou de limites inutiles (souvent de nature purement bureaucratique) des différents secteurs, mais sans aller au-delà des règles techniques fondamentales sur lesquelles repose l'équilibre économique et financier des entreprises de ces mêmes secteurs, on peut facilement reconnaître son utilité et opportunité, si on veut développer les services financiers d'un pays ou d'un groupe de pays.

Et quand on connaît l'importance des secteurs de services dans la Communauté Européenne, il est sans doute essentiel de considérer certaines mesures de flexibilisation pour que ces services financiers, une fois modernisés, là où on reconnaît le besoin, deviennent un facteur de première grandeur lorsqu'on discute la compétitivité entre zones économiques.

Il faut aussi noter qu'une coopération plus poussée entre les pays communautaires pourrait conduire à un usage plus fréquent de l'ECU et à la libre circulation des personnes, des biens et

des capitaux, en même temps qu'elle pourrait développer le commerce des services avec d'autres pays non-communautaires.

Dans ce cas, et tenant compte d'une harmonisation préalable des règles communes de fonctionnement et de contrôle, il est à espérer un développement considérable des services financiers et la possibilité, pour les entrepreneurs communautaires, d'avoir accès à un marché semblable, en dimension, à celui des États-Unis.

Et on peut se demander si, à l'heure actuelle, cette harmonisation n'est pas déjà plus poussée entre les pays de la Communauté, qu'entre certains états des EUA, où il subsiste souvent des différences considérables, surtout en ce qui concerne les conditions d'accès aux marchés et de fonctionnement des entreprises.

Notons encore que dans le domaine des services financiers, comme dans bien d'autres, d'ailleurs, la compétitivité s'exprime non seulement par le prix, mais beaucoup aussi par la qualité. Il faut donc insister sur la modernisation qu'on a déjà mentionnée, surtout lorsqu'on sait l'influence des nouvelles technologies de l'information sur l'internationalisation et la rapidité de certaines décisions, malgré l'espace qui peut séparer l'endroit où l'on prend ces décisions de celui où elles s'effectuent.

Le fonctionnement des bourses de valeurs situées notamment en Europe, aux États-Unis et au Japon, en est un bon exemple, surtout en tenant compte de sa évolution prévisible à court terme.

Outre le prix et la qualité, un facteur important de la concurrence dans les services financiers ce sont les systèmes de distribution et leurs coûts. Les banques et les compagnies d'assurances vont subir, au cours des prochaines années, un tel bouleversement dans ce domaine, que des études plus poussées et approfondies seront indispensables, comme base des modifications à introduire.

Une autre question est celle de savoir si la dérèglementation c'est une réponse efficace aux problèmes posés par la concurrence.

Si l'on analyse l'évolution dans certains secteurs d'activité aux États-Unis, on constate que le processus de dérèglementation passe par deux phases distinctes :

- dans une première phase, les entreprises connaissent normalement des difficultés, et l'on voit des faillites, des fusions, des reprises par d'autres sociétés et un abaissement de la qualité des services; les PME sont les victimes naturelles de cette phase;
- lors que le marché se stabilise, ce qui implique une perspective de moyen et long terme, on assiste à la consolidation de quelques "mega-sociétés", et même si parfois elles ne respectent pas entièrement les règles anti-trust, certains bénéfices apparaissent pour ces entreprises et pour les consommateurs.

Dans ces cas c'est, en effet, l'économie en général qui est bénéficiée.

Mais quel avenir est-il réservé aux PME dans cet environnement ?

Puisque son importance dans le tissu économique européen est reconnu sans effort, on peut se demander si le prix à payer n'est pas trop élevé et si une dérèglementation qui n'est pas précédée d'une harmonisation de certaines règles entre les pays communautaires et qui ne respecte pas les bases techniques essentielles de chaque secteur, est la bonne solution, soit pour l'économie européenne, soit pour les entreprises, soit pour les propres consommateurs.

Et le système financier est-il suffisamment fort pour faire face aux coûts d'une dérèglementation imprudente ?

Et les consommateurs, se sont-ils déjà prononcés sur les effets d'une dérèglementation, surtout si elle ne tient pas compte des aspects ci-dessus ?

Et quel sera leur comportement dans ces circonstances ?

N'oublions pas que les bénéfices et le succès des nouveaux produits de la dérèglementation ne se matérialisent pas sans que la demande existe.

Il est vrai que certains utilisateurs souhaitent une centralisation accrue de produits dans les mêmes réseaux de distribution, malgré une hausse très probable des prix qui en découlent. Mais il est aussi vrai que cette réaction n'est pas celle de la majorité des consommateurs. Pour certains d'eux, le prix est prioritaire.

Il y a donc des aspects délicats et controversés à en tenir compte quand il s'agit de déréglementer, ce qui conseille des approches prudentes dans ce domaine.

Par exemple, il n'y a pas de dérèglementation efficace sans un assouplissement parallèle de la réglementation du travail et des régimes fiscaux. La liberté de circulation des capitaux et un plan de transition programmé de façon adéquate, sont aussi indispensables pour le succès de solutions de réduction ou suppression d'obstacles entre secteurs d'activité.

Un aspect décisif est la position des autorités, soit au niveau des gouvernements, soit au niveau des entités de contrôle ou de tutelle.

Aux États-Unis, où la dérèglementation a fait les premiers pas, l'Administration Reagan a commencé par être très favorable au décloisonnement des secteurs.

Le Congrès a aussi été favorable au début, mais il est plus réticent aujourd'hui, suite aux difficultés et même aux faillites de quelques banques et institutions d'épargne.

Dans certains cas aussi, la dérèglementation officielle des marchés ne fût plus que la reconnaissance "de fait" et c'est le résultat

d'un manque de pouvoir de la part des autorités de contrôle pour imposer des réglementations obsolètes dans des différents secteurs.

Mais les difficultés de contrôle se sont accrues et les préoccupations des autorités concernées ne cessent de s'exprimer, ce qui conduit, à l'heure actuelle, à une vague croissante de "re-réglementation".

Plusieurs exemples concernant différents marchés et divers pays, en existent déjà.

Ces problèmes de contrôle deviennent plus compliqués encore, quand les conglomérats ou les "supermarchés financiers" qui découlent de la dérèglementation sont établis dans plusieurs pays, ce qui peut très bien en être le cas dans la Communauté Européenne dans un futur prochain.

Non seulement le problème va se poser au niveau national - une ou plusieurs autorités de contrôle ou de nouvelles superstructures de contrôle - mais aussi au niveau communautaire.

C'est d'ailleurs un des problèmes déjà abordés dans les documents de travail préparatoires élaborés par la Commission dans ce domaine.

Ceci est dû aussi à un autre phénomène parallèle, qui est celui de la mondialisation des opérations qui, en effet, ne se conforme pas avec des règlements très serrés.

Nous avons d'ailleurs assisté en Europe à plusieurs initiatives dans ce sens, prises par des groupes économiques, la plupart du temps, originaires de pays non-européens.

Là aussi, pour aider à résoudre ce problème de concurrence, un assouplissement de certaines règles est indispensable, mais il faut insister sur le besoin de prudence et de bon sens dont il faut faire preuve.

Dans les notes qui suivent on examinera, un peu plus en détail, quatre aspects importants de la dérèglementation, mais en nous limitant - puisqu'il s'agit du cas plus fréquent - aux rapports banques-assurances.

C'est ainsi qu'on essayera d'analyser la dérèglementation au niveau des institutions, des produits, des prix et des systèmes de ventes.

#### 4. Dérèglementation au niveau des Institutions

Un premier aspect qu'il faut considérer quand on examine les possibilités, avantages et inconvénients d'une dérèglementation entre banques et assurances, c'est la phase du cycle économique où se trouve chacun de ces secteurs.

Or, on constate actuellement, comme il a déjà été dit, que les assurances traversent une phase de récupération, ce qui n'est pas le cas des banques.

Ceci peut d'ailleurs expliquer pourquoi, depuis un certain temps, sont plus fréquentes les initiatives des assureurs pour prendre des positions dans le capital de certaines banques, comme moyen de diversifier leur activité.

Entre ces deux secteurs, il y a des affinités mais aussi des différences sensibles.

Parmi les affinités, on peut citer les suivantes:

- les deux secteurs sont des investisseurs institutionnels importants et, par cette voie, très liés à l'évolution de l'économie; ils ont un rôle important dans la transformation de l'épargne en investissements à terme;
- certaines opérations d'assurance crédit sont des opérations très proches de celles des banques;

- la gestion de risques, dans la mesure où elle emploie des techniques financières a beaucoup de similitude avec certaines fonctions des banques;

Mais il y a aussi des différences considérables, comme par exemple les suivantes:

- les banques courent des risques économiques tandis que les assureurs couvrent financièrement, surtout à travers le mécanisme de la redistribution, des risques aléatoires non économiques;
- les banques ont des problèmes de coûts élevés de personnel hautement spécialisé et d'installations, tandis que les assureurs ont des coûts importants surtout dans le domaine de la distribution;
- les banques orientent leurs stratégies vers le consommateur, tandis que les assurances visent surtout la distribution. Comme cette distribution est "active" chez les assureurs et plutôt "passive" chez les banques, cela représente des niveaux de coûts différents, plus élevés chez les assureurs;

En ce qui concerne le problème de distribution, il semble peu probable que les banques et les assurances modifient leurs systèmes respectifs et la complémentarité apparaît ici donc, comme une solution naturelle.

Malgré cette complémentarité dans cet aspect, et dans d'autres, il est très difficile de parler aujourd'hui d'un équilibre entre le poids relatif des deux secteurs dans les services financiers, ce qui sera un élément à en tenir compte quand on analysera les possibilités réelles d'un rapprochement.

Ainsi, dans le domaine de l'image devant le public, il y a des perspectives diverses:

- l'image de la banque est meilleure et traduit plus facilement devant le public l'image du prestataire de services financiers dans son ensemble;

Il semble toutefois que, cette image lorsqu'elle sera confondue avec des institutions multi-sectorielles décaractérisées, peut être très compromettante, puisque le public peut mal comprendre les frontières entre les responsabilités et les garanties, ce qui aura des conséquences négatives;

- l'image des banques change aussi selon les activités qu'elles déploient; en effet, elle est favorable quand les banques opèrent comme gestionnaires de patrimoines, mais moins favorable en tant que fournisseurs de crédit;
- dans les rapports entre banques et assurances, les premières sont un peu considérées comme les "agresseurs" puisqu'elles ont plus souvent pris des initiatives dans les domaines de leurs voisins des services financiers.  
Cela est certainement dû à leur réputation d'entreprises à grande capacité financière et aussi au fait de ce qu'elles ont développé, avant les compagnies d'assurances, leurs systèmes de planification stratégique.
- l'image de l'assurance est, d'une façon générale, celle d'un prestataire de services indispensables, donc favorable, mais souvent très pénalisée par la marche de l'exploitation de certains marchés, tel que celui de l'automobile.

De toute façon, l'image des unes et des autres dépend, comme dans bien d'autres domaines, du rôle que joue la communication sociale, lorsqu'elle s'adresse à ces secteurs.

L'image que les média aident à créer des institutions financières peut être déformée et certaines modifications (dont le "Big-bang" dans la "City" en est, peut-être, un bon exemple) peuvent être retardées, avancées, ou simplement échouer, selon la présentation qui en sera faite par les moyens de communication.

La dérèglementation au niveau des structures ou, si l'on préfère, au niveau des entreprises, pose le problème du contrôle, tel qu'on l'a déjà mentionné.

Celui-ci doit-il dépendre d'une ou de plusieurs entités ?



Dans le premier cas, on choisit celle de l'activité la plus importante, ou bien on crée des superstructures de contrôle ? Et les consommateurs doivent-ils disposer de plusieurs "ombudsman" pour défendre leurs intérêts ?

Il s'agit de questions fondamentales pour garantir la solvabilité et la liquidité des entreprises, surtout parce que dans une institution diversifiée, le danger existe d'un éventuel transfert de résultats d'une activité à l'autre.

C'est pourquoi dans le cas précis d'une institution qui opère simultanément dans la banque et dans l'assurance, ses activités doivent être dûment isolées et la meilleure solution est celle d'avoir deux subsidiaires séparés, contrôlés par une troisième entité.

Dans le cas spécifique de l'assurance, on voit mal une solution différente, surtout à cause de l'application d'un mécanisme essentiel qui est celui de la réassurance. C'est un domaine où la tradition, notamment, joue encore un rôle de grande importance.

Revenant à la question des participations des banques dans les assurances et vice-versa, il faut reconnaître les grandes difficultés, voire l'impossibilité, de créer des entreprises qui, à la fois, exercent les deux métiers.

La création d'une entreprise holding, ou des participations croisées entre une banque et une compagnie d'assurances, s'avèrent donc les solutions possibles sauf, naturellement, si l'on se contente d'avoir établi des accords entre deux ou plusieurs entreprises, pour assurer en commun la vente de produits financiers complémentaires.

Même sans avoir démontré que les consommateurs seront mieux servis si une même entité leur propose toute une gamme de produits financiers, pour que la constitution d'un "supermarché financier" puisse servir les intérêts des différents secteurs économiques

concernés, il faut que la dérèglementation qui est à la base de cette solution s'effectue dans les deux sens, c'est-à-dire, que chacun des partenaires ait la possibilité de participer dans l'activité de l'autre.

Et ceci est d'autant plus vrai que si pour les banques la dérèglementation peut constituer une solution alternative pour combler l'espace vide laissé par la décision de certaines entreprises de se financer directement auprès du public, pour les compagnies d'assurances la participation dans l'activité bancaire peut les aider à résoudre des problèmes financiers qui découlent de l'exploitation de la branche vie, surtout à l'heure actuelle, avec les nouvelles modalités du type "universal life", "variable life" et "universal variable life", ainsi que les systèmes d'assurances complémentaires de la prévoyance et retraite.

La preuve est que si dans une première phase l'intervention dans une gamme plus vaste d'activités financières partait des banques, on constate, surtout à partir de 1985, un mouvement dans le sens inverse, au moins dans certains pays.

Ceci dit, si l'on va vers une période d'alliances plus fréquentes entre banques et sociétés d'assurances, on peut s'attendre aussi à ce que certains géants puissent émerger.

Mais il faut tenir compte de la taille de ces entreprises géantes ou des groupes financiers dont elles font partie.

Aux États-Unis, par exemple, si l'on compare le "capital funds" de **STATE FARM** (8 milliards de dollars) qui est la plus grande société d'assurance, avec le **CITICORP** (5 milliards), ils sont encore bien loin de **SEARS ROEBUCK** (10 milliards), ou alors d'autres grandes entreprises industrielles, telles que **IBM** ou **GENERAL MOTORS**, qui sont à un niveau semblable.

Ce sont des comparaisons intéressantes lorsqu'on discute le problème au niveau communautaire, surtout parce qu'il est à prévoir

une concurrence accrue venant d'horizons différents de ceux, plus évidents, de l'assurance et de la banque.

Dans toutes ces considérations on ne peut pas oublier, du côté de l'assurance, le rôle important des intermédiaires - agents et courtiers - puisque c'est à travers eux qui passe une partie importante de la distribution.

D'ailleurs, pour beaucoup de compagnies d'assurances, les choses se passent souvent comme si les intermédiaires étaient les ultimes destinataires, c'est-à-dire, une espèce de clients.

Le système dans la banque est différent puisque le contact se fait directement entre leurs services et les clients.

Une influence réciproque va certainement naître du rapprochement entre banques et assurances. Quel en sera le résultat final ? Quelles en seront les conséquences chez les courtiers, où des fusions se sont déjà opérées à grande échelle, dans certains cas ?

C'est une question à suivre de très près, mais on voit difficilement que la dérèglementation puisse s'accroître au niveau des institutions, soit pour des raisons légales et d'impôts, soit par les problèmes qui se posent au niveau du contrôle.

## 5. DEREGLEMENTATION AU NIVEAU DES PRODUITS

Parler de dérèglementation au niveau des produits c'est aussi parler de marketing.

Bien qu'on puisse admettre quelques difficultés dans ce domaine, il faut reconnaître que parmi les expériences de dérèglementation qui ont eu du succès figurent souvent celles réalisées au niveau des produits.

D'autre part, et justement parce que ces produits se situent dans la frontière des deux secteurs, ce sont eux qui subissent le plus les effets de la concurrence, parce que plusieurs intervenants vont disputer les mêmes clients, en essayant de leur vendre des produits semblables, parfois avec des prix différents et en utilisant des forces de vente aussi distinctes.

En ce qui concerne non seulement le produit, mais son prix et sa présentation au public, il y a dans les deux secteurs un facteur commun qui est celui d'une importante incorporation de travail intellectuel.

En effet, beaucoup de produits dans les services financiers naissent du pouvoir de création et aussi de la plus rentable application des nouvelles technologies de l'information - NTI - lesquelles ont permis, dans le cas des banques, de faciliter à leurs clients un certain nombre de services dont l'effet publicitaire est garanti d'avance. Dans le domaine des assurances, l'effort a peut-être été moins poussé, mais il faut reconnaître que les possibilités sont plus réduites, au moins à l'heure actuelle.

D'autre part, il faut noter que la majorité des services rendus par les banques se traduisent par un ensemble d'actions séparées, tandis que dans le cas des assurances c'est plutôt un "compromis" qui est assumé à moyen et à long terme et très souvent aléatoire, soit quant à sa valeur, soit quant à la date d'échéance, soit quant à toutes les deux.

Cette caractéristique de long terme qui vient s'ajouter au déjà mentionné système de cycle de production inversé, implique un respect serré pour les bases techniques de l'assurance, si l'on veut garantir la solvabilité des entreprises. N'oublions pas que l'assurance repose sur le principe de la capitalisation et non sur celui de la répartition.

Il y a donc des spécificités dans les deux secteurs qui justifient un examen attentif des possibilités réelles de créer des produits complémentaires, tout en gardant l'objectif de base des deux secteurs: capter l'épargne.

Parmi les produits "de frontière" on peut citer:

- l'assurance crédit et caution, par rapport à certaines formes de garanties bancaires;
- l'assurance vie et capitalisation, surtout celle du type "universal life", comme alternative aux dépôts bancaires dans leurs diverses versions, ou aux investissements en titres;
- les fonds de pensions;
- les fonds d'investissement et les placements de capitaux de contrats vie arrivés à l'échéance;
- les investissements garantis à terme, par rapport aux certificats de dépôts offerts par les banques.

On voit que des possibilités existent déjà et que de nouveaux produits financiers continueront certainement à apparaître. Et il ne faut pas oublier que, par simplification, nous nous sommes limités à mentionner les produits originaires de la banque et des assurances, mais qu'il y a toutes les possibilités offertes aussi par les autres secteurs qui intègrent les services financiers.

D'autre part, la prolifération de produits financiers implique un effort accru d'information du public et de spécialisation des réseaux de ventes, ce qui entraîne des coûts supplémentaires.

Le lancement de ces produits doit donc être l'objet d'études approfondies sur leur cycle de vie et les prévisions de leur rentabilité.

C'est un vaste domaine et l'on n'en peut pas négliger le traitement fiscal, ce qui peut entraîner aussi certaines harmonisations préalables, parfois de difficile solution dans la pratique.

En tout cas, un effort concentré dans le domaine des produits peut avoir du succès auprès des consommateurs qui peuvent voir avec enthousiasme l'offre, par une même entité, de solutions plus globales.

Il faut encore tenir compte de ce que des nouveaux produits financiers nécessitent de nouvelles conditions d'activité dans les marchés de capitaux et les marchés financiers.

Sans un dynamisme adéquat dans ces domaines, il sera difficile de concevoir de nouveaux produits attractifs et concurrentiels.

Ce dynamisme, et aussi une perspective de libéralisation au-delà des frontières, même si l'on pense au niveau de la Communauté, ne peut se développer sans le concours des gouvernements et des autorités nationales.

L'effort dans ce domaine est donc, une fois de plus, un effort d'ensemble et pas uniquement de quelques uns des partenaires économiques.

Il faut toutefois reconnaître que, dans certains cas, la dérèglementation au niveau des produits peut entraîner aussi une certaine dérèglementation au niveau des institutions, une fois que, pour élargir la gamme des produits, on entre souvent dans le domaine d'activités d'autres secteurs économiques.

## 6. DEREGLEMENTATION AU NIVEAU DES PRIX

Il est difficile de séparer les considérations sur la dérèglementation au niveau des prix de celles qui concernent les autres aspects de cette même dérèglementation.

On a déjà dit que la dérèglementation est une conséquence de la concurrence accrue et non le contraire. Or, quand on parle de concurrence, un des facteurs qui viennent à l'esprit en premier lieu, c'est le prix. En effet, l'augmentation de la concurrence entraîne normalement une réduction des prix. La question est de savoir jusqu'où peut-on aller.

On ne peut pas confondre la libre concurrence avec des notions telles que "vente au dessous du prix de revient".

Seulement le prix de revient en assurance dépend de certains aléas. La détermination du prix ne se fait, en réalité, qu'au moment de la prestation par l'assureur, ce qui arrive souvent plusieurs années après la vente de la police.

Et quand on entre dans un nouveau marché, avec des produits mitigés, dont on ne connaît pas tous les détails de leurs composantes, on risque de mal déterminer leurs prix et de faire des grosses pertes dans l'avenir, lesquelles sont parfois irrécupérables.

Voici les raisons pour lesquelles il faut se tenir rigoureusement aux bases techniques et, naturellement, aux données statistiques qui leur servent de base.

Ces données, qui pour être vraiment représentatifs, doivent correspondre, tant que possible, à l'ensemble du marché, sont indispensables et il ne faut pas qu'une dérèglementation imprudente, puisse difficilement son obtention.

Autrement on pourrait favoriser, même involontairement, les possibilités de "dumping" entre des secteurs concurrents ou entre des marchés concurrents.

Ceci est d'autant plus vrai que même dans le cas des "long tail risks", on peut se trouver devant des situations critiques, malgré qu'on ait respecté les principes techniques de tarification et de constitution de provisions techniques et de marges de solvabilité.

Une politique de prudence dans ce domaine ne peut pas être affectée par une vision déformée de la dérèglementation.

En effet, dans la détermination des prix, il faut tenir compte de tous les facteurs - et dans le domaine de l'assurance il y a toujours un certain degré d'incertitude - faute de quoi on risque de payer très cher, et parfois de façon irréversible, des erreurs d'appréciation des données de base.

Certaines expériences réalisées aux États-Unis, notamment dans le domaine de l'aviation commerciale, ont montré les effets catastrophiques, même pour les usagers, d'une dérèglementation imprudente qui entraîne des politiques d'entreprise basées uniquement sur les réductions de prix.

Sans oublier le principe de vouloir nous concentrer dans le domaine des banques-assurances, il vaut la peine de résumer l'évolution de la dérèglementation opérée dans les transports aériens.

L'Administration Carter a introduit en 1978 une législation ayant pour but la démonopolisation du marché de l'aviation commerciale.

En conséquence, au lieu des 38 compagnies aériennes qui existaient en 1978, il en existent plus de 250 aujourd'hui.

Les prix des billets d'avion ont baissé drastiquement et même quelques autres avantages ont été offerts aux passagers, bien que d'ordre secondaire.

Dans ce cadre hautement compétitif, les entreprises ont dû prendre des décisions extrêmes pour réduire les coûts, malgré lesquelles, les pertes dans le premier semestre de 1986 pour l'ensemble du marché, dépassaient largement le milliard de dollars et 150 procédures de faillite étaient en cours.

La phase suivante était celle d'une grande concentration d'entreprises (les premières quatre compagnies, Texas Air, United Airlines, American Airlines et Northwest détiennent pratiquement 60% du marché et TWA n'en est que la sixième), suite à des fusions successives, qui frôlent les limites des lois anti-trust, mais qui ont toutes été approuvées.



Après la "révolution" de 1978, on assiste à une "contre-révolution", à peine 8 ans après et on peut dire que la "ré-réglementation" est dans l'air... C'est peut-être la raison pour laquelle les ministres des transports de la Communauté, réunis à Londres le 3 octobre n'essayent qu'un "minimum de libéralisation de la navigation aérienne".

Même sans revenir à l'aspect déjà mentionné de certaines harmonisations préalables considérées indispensables dans des cas spéciaux, il ne sera jamais de trop recommander la plus grande prudence quand de nouveaux partenaires veulent participer dans de nouveaux marchés, sans la maîtrise totale de la technicité, surtout dans le domaine des prix. Une dérèglementation à ce niveau et sans considérer des phases de transition adéquates peut être extrêmement dangereuse, spécialement quand il s'agit de marchés de dimensions réduites ou en voie de développement.

## 7. DEREGLEMENTATION AU NIVEAU DE LA DISTRIBUTION

Beaucoup d'expériences de dérèglementation dans les services financiers ont eu lieu avant qu'on dispose d'une couverture légale adéquate.

Dans pas mal de cas, ces expériences ont commencé par la voie de la distribution, soit à travers des achats ou créations d'entreprises, soit par des accords établis entre partenaires de différents secteurs d'activité économique.

Il est vrai aussi que quelques unes de ces expériences ont échoué et qu'un certain nombre d'autres semblent ne pas avoir d'avenir.

De toute façon, on reconnaît qu'avec ou sans dérèglementation, les systèmes de ventes de certaines professions, notamment celle des assurances, doivent être profondément revus, pour des raisons d'efficacité et de rentabilité, ce qui constitue une des plus importantes priorités des systèmes d'assurances de la Communauté Européenne.

Cela se passera, et au niveau des méthodes de vente et au niveau des rapports entre les compagnies d'assurances et leurs intermédiaires.

Ce dernier domaine peut être modifié profondément par l'emploi de l'informatique, qui peut aussi faciliter une décentralisation de certaines décisions concernant la vente des assurances. Ceci semble indispensable si l'on en veut augmenter l'efficacité et raccourcir le temps de réponse aux demandes des clients.

Cet emploi de l'informatique et des nouveaux systèmes de télécommunications, qui deviennent les principaux supports de la vente directe, peut avoir encore plus de succès dans les pays qui connaissent des réglementations sévères en ce qui concerne l'implantation de points de vente.

Quand on compare les systèmes de vente des banques et des assurances, on peut constater, en premier lieu, qu'il y a une différence de base entre la perspective et la stratégie de chacun des secteurs:

- les banques, en utilisant leurs réseaux propres de ventes, plus nombreux que ceux des assurances, "attendent" la visite des clients;
- les compagnies d'assurances, qui utilisent avec beaucoup de fréquence les intermédiaires indépendants et que, par cette voie, sont plus disséminées dans le territoire, vont "chercher" leurs clients.

Le prix du système des sociétés d'assurances, qui finit par être plus élevé, leur donne néanmoins une meilleure position vis-à-vis du client.

D'autre part, il faut reconnaître que lorsque le client de la banque a besoin d'un service, il est normalement beaucoup plus pressé en ce qui concerne une solution; en effet, s'il cherche à placer de l'argent, à chaque jour de retard correspond une perte d'intérêt et s'il cherche un financement il veut l'avoir dans le plus court délai, soit pour payer une dette, soit pour conclure une affaire.

Par contre, le client des sociétés d'assurance, dans beaucoup de situations, ne prend une décision que lorsqu'il subit une pression de la part des services de la compagnie, d'un courtier ou d'un agent.

Les banques sont aussi citées comme exerçant parfois de la pression sur leurs clients, pour obtenir l'assurance ou les assurances qu'elles ont à placer. C'est ce qu'on appelle en anglais le "tie-in selling".

C'est normalement à travers la loi ou des réglementations propres, au niveau national, qu'on essaye de contrarier ces pratiques, pour défendre le consommateur.

Revenant aux méthodes de vente, il faut reconnaître que leur évolution suit celle qui, dans les dernières vingt années, a subit la distribution des "produits de grande consommation".

C'est normal que, par la suite, les prestataires des "services de grande consommation", en s'appuyant sur les nouvelles technologies, essayent, eux aussi, l'emploi de nouvelles méthodes, telles que la vente directe, par carte de crédit ou de paiement et aussi la vente dans les grandes surfaces.

Avec l'expérience **CARREFOUR** et **HABITAT**, en France, on passe à disposer, dans ce pays, de cinq canaux différents pour la vente de l'assurance:

- agents, courtiers et agents salariés;
- bureaux des mutuelles sans intermédiaires;
- banques;
- vente directe, par correspondance, téléphone ou avec l'appui de l'informatique et des nouvelles techniques des télécommunications;
- grandes surfaces de distribution

et de plus en plus on cherche à faire dans les "supermarchés financiers" non seulement la vente, mais aussi le "underwriting".

Les banques, elles aussi, dès que la vente directe s'avère convenable pour la distribution d'un certain produit, utilisent la "mailing list" des clients, soit de cartes de crédit, soit de comptes de dépôt.

Comme nous l'avons déjà dit, il est possible que le client ne veuille pas mélanger dans un même point de vente ses opérations avec les banques et les sociétés d'assurances.

Mais il est aussi possible que le client, connaissant mal le produit d'assurance qui lui convient le plus, désire voir un spécialiste. Les sociétés d'assurances, mais aussi les intermédiaires (plus souvent des courtiers) ou des consultants, sont évidemment mieux placés pour rendre ce service que n'importe quel autre secteur des services financiers.

Il est donc probable que dans l'avenir on effectuera une plus nette séparation entre la vente des produits courants, que le public peut saisir facilement, de ceux plus complexes qui justifient l'intervention d'un spécialiste. Les premiers sont, naturellement, ceux qui pourront être destinés aux réseaux de "vente directe".

D'autre part, l'emploi croissant de l'informatique implique une "dépersonnalisation" qui doit être compensé, dans la mesure du possible, par l'emploi des techniques plus récentes du "marketing management".

D'ailleurs, c'est justement l'existence de ce genre de questions qui fait penser qu'il y aura toujours de la place pour des PME dans l'assurance et qu'elles peuvent être rentables.

En effet, en employant les modernes techniques du "service management" on peut toujours trouver des "niches" à exploiter pour les sociétés vraiment spécialisées.

Le rôle des courtiers, surtout, devient alors plus important dans ces situations de conclusion de certaines affaires.

D'ailleurs, les courtiers ont été des pionniers dans le domaine de la concentration, qui a donné lieu aux "mega-brokers", souvent en résultat de la fusion d'entreprises situées dans chacun des côtés de l'Atlantique.

On risque aussi de voir apparaître un nombre croissant de consultants indépendants qui vont offrir leurs services, à des prix chaque fois plus élevés, aux grandes entreprises acheteurs d'assurances.

Bien que les banques semblent être dans un certain état d'attente pour décider leurs stratégies futures dans ce domaine, il est plus probable qu'elles essayent d'acheter des sociétés indépendantes, au lieu de créer leurs propres succursales.

Il paraît donc raisonnable pour:

- réduire les coûts de distribution;
- faciliter aux clients l'accès à une gamme plus étendue de produits financiers, et
- augmenter l'efficacité des réseaux de distribution par l'emploi de l'informatique,

de penser à un rapprochement des forces de ventes des banques et des compagnies d'assurances, mais sans que les entreprises concernées perdent leur identité, pour éviter certains échecs qui se sont produits dernièrement aux États-Unis dans ce domaine.

Il existe des solutions, telles que les accords de coopération entre les entreprises, qui sont moins risquées et certainement plus rentables, ce qui doit être un souci majeur.

Si l'on tient compte d'une enquête réalisée par la "Life Insurance Marketing and Research Association" des États-Unis, et concernant l'année 1984, des 137 Compagnies d'assurances visées dans l'étude, les 27 qui ont conclu des arrangements avec les banques ont toutes vu leur chiffre d'affaires croître plus vite que les autres.

Ces accords étaient de quatre types différents et allaient de l'utilisation des fichiers de clients des banques, à l'installation d'agents dans les banques et à donner un mandat commercial aux banques.

Le "leasing" d'espaces dans les agences de banques est une des possibilités qui a aussi été considérée.

De toute façon, pour la coopération qu'on préconise, il n'est pas possible de définir une règle générale et chaque cas doit être examiné séparément, selon les circonstances, la loi et la structure économique de chaque pays, de chaque secteur et de chaque produit concerné mais on continue à préférer les solutions qui gardent l'indépendance des sociétés financières concernées.

## 8. REMARQUES FINALES

La dérèglementation, cette procédure qui est le fruit d'une concurrence successivement accrue dans les derniers temps, est un fait qu'on ne peut plus ignorer.

Elle a des avantages et des inconvénients, elle a été mise en place de façon plus ou moins convenable, selon les cas et les marchés, on peut en être en faveur ou contre, on peut souhaiter qu'elle se traduise par un degré d'intégration entre secteurs qui soit plus ou moins poussé.

Toutes ces possibilités existent, mais ce qui est certain c'est qu'il faut s'habituer à vivre avec. L'important c'est qu'on soit d'accord de bien étudier les particularités de chaque cas et d'adopter les solutions les plus adéquates et réalistes.

Nous avons tenté de faire ressortir, au cours de ces notes, les aspects qui semblent les plus significatifs en ce qui concerne la dérèglementation au sein des services financiers.

Nous aimerions maintenant essayer d'en résumer les idées principales, sans vouloir nécessairement qu'elles soient prises pour des conclusions.

Ça sera certainement possible à un autre stade, par exemple à la suite du Colloque, et devra constituer le travail de spécialistes dans la matière, ce qui n'est pas le cas de l'auteur.

Comme point de départ, il faut essayer de se placer sous la perspective des consommateurs, à l'intention desquels les services financiers sont rendus.

À part le rapport qualité-prix, qui doit être soigné en toutes circonstances, quelles que soient les solutions ou les systèmes qu'on adopte, la notion principale du point de vue des consommateurs est certainement celle de la complémentarité de services qui découle de la dérèglementation.

Cette complémentarité on la voit comme devant se traduire par une coopération et non par une confrontation, puisque cette dernière est normalement la cause d'échecs dont l'utilisateur est presque toujours le seul à en subir les conséquences.

La coopération qui respecte les règles techniques de chaque secteur est d'ailleurs celle qui s'adapte le mieux à la conception communautaire qui se traduit par des directives propres à chacun des secteurs de la banque et des assurances.

Une évolution de ces réglementations est naturellement possible, mais puisque les progrès dans le domaine d'une plus grande libéralisation doivent être précédés par l'harmonisation préalable de certains aspects, notamment les aspects fiscaux, il est à prévoir une période d'évolution beaucoup trop longue.

Il suffit de prendre comme exemple les délais qui furent nécessaires pour la mise en route du droit communautaire, concernant ces deux secteurs. Et la concurrence à niveau international presse, ce qui demande des solutions pragmatiques prises en temps utile.

N'oublions pas qu'une étude effectuée par une société de conseils américains révèle qu'en 1990 plus de la moitié des banques américaines devraient offrir de l'assurance, mais que la majorité des produits serait proposée sur la base d'accords de vente conclus avec des sociétés d'assurances (1).

Quand on pense aux intérêts des consommateurs, il est à conseiller que toute initiative dans le domaine de l'assouplissement des limitations entre secteurs et produits, soit accompagnée de l'usage des techniques et des instruments que les modernes théories du marketing mettent à notre disposition.

C'est un aspect indispensable auquel les entreprises doivent accorder une grande priorité, surtout parce que ces théories tiennent déjà compte, à l'heure actuelle, de cette interpénétration au sein des secteurs financiers (2).

Si l'on essaye de se placer sous la perspective, non seulement des usagers, mais aussi des autorités de contrôle, il faut reconnaître qu'une dérèglementation peut être bénéfique si elle élimine des obstacles inutiles dictés par des règlements exagérés ou obsolètes, mais sans préjudice du maintien des règles techniques essentielles, pour permettre de faire le contrôle, notamment de la correcte formation des prix, tout en gardant le souci de sa transparence.

Une dérèglementation de ce genre peut permettre:

- une convenable complémentarité de produits financiers, plus avantageuse pour les consommateurs;
- solutions plus souples et moins chères, dans le domaine de la distribution;
- des formules plus simplifiées, donc moins bureaucratiques, mais également efficaces, pour le contrôle des sociétés;
- une réduction du prix de revient des produits financiers;
- à travers des solutions du genre "holding", de considérer les aspects d'intégration des produits, des prix et des réseaux

(1) Journal of Commerce n° 125744/1984, pg.7A

(2) Michel Badoc - Marketing management pour la banque et l'assurance européennes - Les éditions d'organisations



de vente, tout en conservant l'identité des diverses institutions;

Cela nous paraît fondamental puisqu'il est invraisemblable que les autorités de contrôle des différents secteurs des services financiers vont abdiquer de leurs compétences. Et pour bien les remplir, il faut des solutions bien définies et des instruments simples mais efficaces.

C'est l'évolution même de la dérèglementation dans son pays d'origine, les États-Unis, qui le confirme.

Même sans considérer l'exemple cité dans le texte et concernant le secteur de l'aviation commerciale, il faut tenir compte de ce que l'abolition généralisée des limitations légales qui empêchaient les banques, aux États-Unis, de participer dans le marché de l'assurance, non seulement elle ne s'est pas produite, comme on assiste, à l'heure actuelle, à une tendance vers la re-règlementation, surtout dans le domaine des banques (3).

Ce tournant est dû en partie aux difficultés subies par certaines banques américaines, mais aussi aux réactions négatives non seulement d'organisations représentatives des assureurs mais du Congrès des États-Unis lui-même et des autorités des différents états américains (4).

Pour éviter des effets négatifs d'une réaction excessive à laquelle peut correspondre la re-règlementation, il est souhaitable que la dérèglementation, lorsqu'elle intervient, soit entourée des soins nécessaires.

Dans ces circonstances, elle peut favoriser la concurrence et aider à libéraliser l'économie.

Autrement, la dérèglementation ne peut qu'apporter des difficultés et retarder le redressement économique.

(3) Re-regulation, a Euromoney Dossier

(4) Thomas Burke et Charles Haver - Slow, slow, quick, quick  
slow - The Review

Dans ces conditions, on doit se demander s'il est souhaitable de voir s'accroître la dérèglementation au niveau des institutions.

Les expériences connues semblent indiquer que les solutions qui favorisent l'indépendance des entreprises de secteurs d'activité différents sont les plus convenables.

En d'autres mots, il n'est pas prévisible voir se développer ce genre de dérèglementation.

Des raisons légales et des limitations fiscales, à part les difficultés de contrôle sont parmi les aspects qui déconseillent ces solutions.

Ça n'empêche pas le développement de solutions alternatives, telles que la création d'holdings, les participations croisées et la conclusion d'accords de ventes, entre autres.

N'oublions pas, toutefois, que l'initiative de la "Course aux services financiers" est souvent partie d'entités autres que les banques et les compagnies d'assurances, ce qui confirme l'aspect des particularités à examiner pour chaque cas, auquel on a déjà fait allusion.

En tout cas, une connaissance approfondie de l'évolution des affaires des différents partenaires de cet enjeu, peut parfois décourager des décisions dans le domaine qui est celui des dérèglementations.

De toute façon, la solution des conglomérats est préférable aux fusions horizontales, surtout dans les marchés de moyenne dimension, mais aussi dans les autres.

Puisqu'on considère que la dérèglementation au niveau des prix ne doit intervenir que si elle respecte les règles techniques essentielles de chaque secteur, il vaut mieux se concentrer plutôt sur la dérèglementation aux niveaux des produits et de la commercialisation.

Les solutions concernant les produits, bien qu'elles entraînent quelques difficultés et subissent quelques limitations, se sont montrées, tout au moins dans le cas des banques et des assurances, celles qui ont plus de succès durable.

Le même se passe au niveau de la distribution, mais dans ce cas il faut bien choisir entre les différentes solutions alternatives, puisque dernièrement quelques expériences américaines dans ce domaine ont connu des échecs.

Il faut toutefois reconnaître que le sujet "déréglementation et concurrence", dont nous nous occupons est étroitement lié à ces deux aspects qui doivent donc mériter une attention spéciale, mais sans perdre de vue que la couverture de risques aléatoires non économiques continue à être un domaine exclusif des sociétés d'assurances.

La déréglementation implique aussi un nouveau type de management, basé sur des structures plus flexibles pour pouvoir s'adapter et réagir plus vite aux changements plus fréquents de l'environnement économique et des propres secteurs atteints par les conséquences, positives et négatives de cette même déréglementation.

De nouvelles solutions doivent être aussi trouvées et mises en pratique dans le domaine de la réglementation du travail, ainsi que de nouveaux systèmes plus souples de rémunération, étroitement liés à l'évolution du niveau de productivité.

Les possibilités de licenciement doivent elles aussi exister sous des formules simplifiées, pour mieux adapter les effectifs aux variations de l'activité de l'entreprise et aux utilisations, à plus large échelle, des nouvelles technologies du traitement de l'information.

L'emploi de la négociation doit remplacer, un peu partout, les règles établies par la législation ou la réglementation sectorielle.

Finalement, il est indispensable de disposer des fonds nécessaires pour saisir des nouvelles opportunités, qui peuvent apparaître d'un moment à l'autre.

Dans ces circonstances, une bonne gestion financière et une grande souplesse dans ce domaine deviennent tout a fait prioritaires.

Il s'agit d'une approche globale qui met à l'épreuve les vrais entrepreneurs et qui les oblige, plus souvent qu'auparavant, à étendre son action à plusieurs entreprises, appartenant à plusieurs domaines de l'activité économique.

C'est une tâche qui n'est certainement pas à la portée d'un grand nombre de "managers" traditionnels.

De tout ce qui a été dit, et même si l'on a à faire des dérèglementations sous forme modérée, on peut s'interroger sur leurs vraies chances d'avenir.

Il se peut que, si certaines tendances actuelles se maintiennent, on aille plutôt vers la re-réglementation. Dans ce cas, la dérèglementation ne serait bientôt qu'un rêve du passé.

Pour l'éviter, on doit analyser soigneusement tous les aspects qui l'entourent et il est indispensable que le bon sens puisse prévaloir sur les jeux de la concurrence au delà des limites raisonnables, puisque dans ce cas la dérèglementation ne serait plus un instrument de progrès, de développement des affaires et de l'économie, ainsi que de défense des intérêts des consommateurs.

Il faut aussi préparer, de façon adéquate, sa transition; la dérèglementation doit être une évolution et pas une révolution.

Et jusqu'à présent, on a plutôt assisté à une vraie révolution dont l'initiative n'a pas appartenu aux assureurs, qui se sont limités, la plupart du temps à "contre-attaquer".

Nous venons d'examiner quelques aspects concernant les sujets à traiter dans la table ronde "Dérèglementation et concurrence".

Étant donné les caractéristiques du Colloque à l'intention duquel ce document de travail a été préparé, on s'est contenté d'esquisser un inventaire des principaux problèmes, puisque leurs solutions doivent être plutôt le résultat des discussions à entreprendre dans le cadre de ce même Colloque.

Lisbonne, septembre 1986

Ruy de Carvalho



**QUELQUES FAITS CONCERNANT  
LA DEREGLEMENTATION DANS  
LES SERVICES FINANCIERS**





Des liaisons entre sociétés du domaine financier, surtout entre banques et sociétés d'assurances, existent depuis longtemps.

Ces dernières années, avec la tendance qui est partie des États-Unis, vers une dérèglementation dans les services financiers, de nouvelles solutions sont apparues mais, très souvent, c'est dans le domaine des participations actionnaires des nouveaux produits, ou des accords visant la vente, que ces solutions se concrétisent.

À partir de la bibliographie consultée et sans vouloir établir une liste, ni complète, ni totalement exacte quant à certaines dates, ou certains détails des événements cités, il s'est avéré utile d'organiser une énumération de cas qui puissent donner, bien que d'une façon très succincte, une image de l'évolution du phénomène de la dérèglementation.

Constituée à partir de nouvelles parues dans la presse, il n'a pas toujours été possible de bien préciser l'occasion où certaines opérations se sont concrétisées, raison pour laquelle la liste qui suit a été établie uniquement par années, bien qu'avec le souci de respecter, dans les cas où il a été possible, l'ordre chronologique des événements, tout au moins à partir des dates de leur parution dans la presse.

De toute façon, l'objectif était d'établir un document de travail et de référence en souhaitant qu'il puisse contribuer, le cas échéant, à un examen postérieur plus approfondi de cet important phénomène de nos jours qui est la dérèglementation au sein des services financiers.

1970

- La **BARCLAYS BANK** crée la **BARCLAYS INSURANCE SERVICES C<sup>o</sup>**, comme société de courtage d'assurance.
- Le **CREDIT MUTUEL** a été la première banque française à se lancer dans l'assurance en constituant sa société filiale les **ASSURANCES DU CREDIT MUTUEL**.

1971

- Le **CREDIT LYONNAIS** achète la société d'assurances, **MEDICALE DE FRANCE**.
- Aux États-Unis apparaît l'"adjustable life" qui permet à l'assuré d'ajuster librement la prime et les garanties de ce contrat vie en fonction de ses possibilités financières et de ses besoins d'assurance du moment. C'était un premier pas pour la définition de produits vie situés à la frontière des services financiers

1973

- La **SOCIETE GENERALE** rachète l'**UMAC Vie**, en France.
- La **COMPAGNIE BANCAIRE** crée la société d'assurances vie **CARDIF**.
- La **MIDLAND BANK** constitue la société filiale de courtage, **MIDLAND BANK INSURANCE SERVICES LTD**.
- La banque **NAT WEST** crée la **NAT WEST INSURANCE SERVICES LTD**; il faut remarquer que la **NATIONAL WESTMINSTER** avait déjà, en 1928, un département d'assurances.

1978

- Les **BANQUES POPULAIRES** constituent, en France, leur première filiale d'assurances vie, la **FRUCTIVIE**.
- La **LLOYDS BANK** crée à son tour une société de courtage, la **LLOYDS BANK INSURANCE SERVICES LTD**.

1979

- La banque française HENIN constitue sa filiale d'assurances, la HENIN VIE.
- L'agent de change américain E.F. Hutton commercialisa par son réseau de courtiers l'"universal life" développé par sa filiale d'assurances vie. Les assureurs et les banquiers se sont opposés au début à sa commercialisation pour des raisons liées au statut fiscal qui lui était appliqué.

1980

- La BANQUE NATIONALE DE PARIS crée la NATIO VIE.  
(BNP va créer, plus tard, en 1985, la société ASSURVIE et en 1986, une société captive d'assurances au Luxembourg.)

1981

- La troisième société américaine d'assurances vie, l'EQUITABLE LIFE, passe à rémunérer les fonds déposés à court terme par ses assurés.

1982

- La BANQUE FRANÇAISE DU CREDIT MUTUEL ET DE L'AGRICULTURE, crée la PÉRÉNITÉ, spécialisée dans l'assurance vie.

1983

- À l'état du Dakota du Sud, une loi est promulguée au mois de mars, permettant aux banques d'entrer dans la vente de toute sorte d'assurances. La bataille législative était engagée et les bases pour l'existence des "services financiers" étaient créées.

- Une société américaine de pianos qui était devenue un géant dans le domaine des services financiers, **BALDWIN-UNITED CORP.**, fait faillite au mois de mai, sans avoir payé une dette à court terme de 900 millions de dollars.
- La **CAISSE NATIONALE DE PREVOYANCE** lance, en France, l'**ASSURFONDS**, très proche de certains contrats vie.
- **XEROX** achète aux États-Unis, en octobre, la société de courtage **CRUM and FOSTER**.
- Toujours aux États-Unis la **BANCONE CORPORATION** s'est alliée à la **NATIONWIDE INSURANCE Co.** pour effectuer la vente d'assurances vie à ses guichets.

1984

- La première société de banque mondiale, la **CITICORP** est autorisée à entrer dans l'activité d'assurances en dehors des États-Unis. Elle crée alors à Londres sa filiale **CITYBANK ASSURANCE Co. LTD.**, une société de courtage qui veut étendre son activité à tous les pays de la Communauté Européenne.  
Par la suite, la **CITICORP** prend le contrôle de deux agents de changes au Royaume-Uni et a acheté, déjà en 1985, la **BRITISH NATIONAL LIFE**.
- A travers sa filiale **MATURE OUTLOOK INC.**, le distributeur mondial n°1 **SEARS ROEBUCK** pénètre dans le marché vie des consommateurs âgés de plus de 55 ans.  
Il faut noter que **SEARS ROEBUCK** avait déjà racheté et intégré une société d'assurances - **ALLSTATE** - un agent de change - **DEAN WITTER FINANCIAL SERVICES** - un agent immobilier - **CALDWELD BANKER, REAL ESTATE** - et des services de cartes de paiement et de crédit.
- La situation de la banque américaine **CONTINENTAL ILLINOIS**, qui a été au bord de la faillite au mois d'avril, a eu un grand effet sur les législateurs, lesquels, préoccupés des effets de la déréglementation à une époque de difficultés et incertitudes ont commencé à parler de "ré-réglementation".

- En Espagne, la **BANQUE DE BILBAO** lance une OPA d'actions de la société d'assurances **AURORA POLAR**, alors qu'elle possédait déjà 50% du capital d'**EUROSEGUROS** et la société espagnole de courtage **GAVIAR**.
- **UAP**, en France, passe à contrôler la **BANQUE WORMS**.
- Un assureur américain vend des assurances vie à travers des agences bancaires auxquelles il fournit une cassette pour micro-ordinateurs, contenant une sélection des meilleurs contrats vie de 15 sociétés d'assurances.
- La compagnie britannique d'assurances **HAMBRO LIFE** qui appartient à la **BRITISH AMERICAN TOBACCO**, crée, à la fin de l'année son premier "supermarché financier", sans grand succès.
- La **BANK OF AMERICA** cède, en régime de leasing, à la **CAPITAL HOLDING CORPORATION** des surfaces dans ses filiales, destinées à la vente d'assurances risques simples, auto, maladie et accidents, aux clients de cartes de crédit de la banque.  
Cette même banque va créer, déjà en 1985, une société de courtage à Londres.

## 1985

- La **BANK OF SCOTLAND** a été la première banque britannique à offrir à ses clients une assurance auto "sur mesure", avec carte verte gratuite pour voyager en Europe de l'ouest. Les assurés sont des clients qui n'ont causé aucun accident depuis trois ans et le paiement des primes s'effectue par débit du compte, sans intérêts.
- En France, **GAN - GROUPE DES ASSURANCES NATIONALES** - prend le contrôle du **CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL**. À la suite de cette opération, le **CIC** crée une Compagnie vie, la **SOCAP**.
- Une association de fortune est constituée à Londres, entre la compagnie d'assurances américaine **AETNA** et la banque britannique **MONTAGU SAMUEL & Co. Ltd.** pour vendre des contrats "universal life".

Cette même société d'assurances terminerait, en 1986, son expérience de vente d'assurances aux Etats-Unis, à travers les agences de la **FIRST TENNESSEE BANK**, solution qui était sans succès à cause du prix de distribution trop élevé.

- Un autre groupe américain, l'**AIG - AMERICAN INSURANCE GROUP** - manifeste son intention d'acheter la **FOREIGN COMMERCE BANK**, de Zurich. Entre-temps, il vend des assurances vie aux Etats-Unis à travers les agences de la **CITYBANK**.
- Un texte du gouvernement du Canada propose la création d'un holding pour permettre à des sociétés diverses de vendre des produits financiers diversifiés.
- La **MAAF - Mutuelle Artisanale de France** - a pris le contrôle, au courant de l'été, de la **BANQUE HYPOTHÉCAIRE**, spécialisée dans le crédit immobilier.
- La banque américaine **MARINE MIDLAND BANK**, entre dans le marché des assurances vendant des contrats à travers un courtier, par correspondance et par téléphone.
- Le gouvernement néerlandais admet qu'à partir de 1987, les grandes banques puissent détenir une partie du capital de petites compagnies d'assurances et que de grandes sociétés d'assurances puissent aussi avoir des participations dans les petites banques.
- La **GRINDLAYS BANK** et la Compagnie d'assurances **EURAVIE** décident de créer un G.I.E.: la **GRINDLAYS ASSURANCE** pour diffuser aux clients de la banque les produits vie, de prévoyance et de retraite d'**EUROVIE**.
- La banque française **BRED** crée la société d'assurance vie **PREPAR**.
- Le **CREDIT AGRICOLE** et la **MUTUALITE AGRICOLE** créent en France une deuxième société vie, **SORAVIE II**, pour distribuer un plan d'épargne-retraite.
- La **BANQUE NATIONALE DE PARIS** contrôle la société **ASSURVIE**, spécialisée dans l'assurance vie.

- Toujours en France et à l'initiative de banques sont créées, les compagnies d'assurances suivantes:
  - La **BANQUE POPULAIRE DU NORD: FRUCTUAVIE**
  - La **CAISSE CENTRALE DES BANQUES POPULAIRES: PROSPÉRITÉ**
  - Le **CREDIT MUTUEL DU PAS-DE-CALAIS: ASSURANCES REGIONALES DE FRANCE.**
  - Le **CREDIT MUTUEL DE BRETAGNE: SURAVENIR.**
- La Compagnie d'assurances britanniques **PRUDENTIAL ASSURANCE** crée sa filiale immobilière **PRUDENTIAL PROPERTY SERVICES** et achète une chaîne d'agences de l'immobilier.
- Toujours en Grande-Bretagne **LEGAL and GENERAL** offre à ses assurés des facilités en dépôts.

1986

- Il est prévu, en France, de créer un livret d'épargne-retraite, qui serait vendu par les assureurs et les banquiers.
- **L'AMERICAN EXPRESS** désire se retirer des assurances et vendre des actions qu'elle possède de la société **FIREMAN'S FUND.**
- La **CHASE MANHATTAN BANK** crée aux Etats-Unis une société de réassurances; en Australie, où les fusions de banques et compagnies d'assurances sont possibles, elle fonde avec l'**AUSTRALIAN MUTUAL PROVIDENT SOCIETY** la **CHASE-AMP-BANK.**
- En France, la société d'assurances **RHIN et MOSELLE** prétend reprendre la place qu'elle avait perdue au sein du **CREDIT INDUSTRIEL D'ALSACE ET LORRAINE - CIAL**, avant sa nationalisation.
- La société d'assurances britannique **GENERAL ACCIDENT**, élargit son champ d'activité dans l'immobilier en achetant deux nouvelles chaînes d'agences, la **COBBS** et la **DUDLEY CHARLTON**, dans le but d'offrir une gamme plus complète de services financiers.
- La **BANQUE NATIONALE DE PARIS** crée une société captive d'assurances au Luxembourg.





**BIBLIOGRAPHIE**



## 1. LIVRES

- **QUELS INTERMÉDIAIRES FINANCIERS POUR DEMAIN?**  
Commissariat Général du Plan  
Ed. Documentation Française - 1984
- **LA DÉRÉGLEMENTATION**  
Jean Pierre Giran  
Ed. Economica - 1985
- **L'ENTREPRISE ET SES FUTURS**  
Jacques Lesourne  
Ed. Masson - 1985
- **MARKETING MANAGEMENT POUR LA BANQUE ET L'ASSURANCE EUROPÉENNES**  
Michel Badoc  
Ed. Les Editions d'Organization - 1986

## 2. ARTICLES

- **REVOLUTION IN BANKING**  
Ed. To the Point, 8.12.78
- **BANQUES: MENACE OU APPUI POUR LES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE?**  
Ed. Informations du CAPA, n° 3 - Octobre 1980
- **BANQUIERS ET ASSUREURS: CONCURRENTS OU PARTENAIRES FACE AUX MARCHÉS DES PARTICULIERS?**  
Ed. L'Argus, 19.12.80
- **STUDY ON THE CHANGING RELATIONSHIP BETWEEN INSURANCE, BANKING AND OTHER FINANCIAL ENTITIES**  
Ed. International Chamber of Commerce - Commission on International Monetary Relations, 20.11.81
- **US INTERMEDIARIES FEAR NON-INSURANCE COMPETITION**  
Ed. World Insurance Report, n° 197, 8.10.82
- **UNE NOUVELLE PROFESSION EST NÉE: L'INDUSTRIE DES SERVICES FINANCIERS**  
Ed. L'Argus, 10.12.82

- **FINANCIAL SERVICES: A NEW ERA FOR INSURANCE**  
Ed. The Journal of Insurance, May/April 1983
- **THE QUESTION OF OWNERSHIP**  
Ed. Reinsurance, May 1983
- **THE BRAVE NEW WORLD OF SUPERBANKS**  
Ed. Newsweek, 18.7.83
- **INSURANCE & BANKS**  
Ed. Foresight, July 83
- **THE BANKS ARE COMING!**  
Ed. Best's Review, July 83
- **LA HACHE DE GUERRE EST-ELLE DÉTÉRÉE?**  
Ed. L'Argus, 15.7.1983
- **POTHOLES IN THE LEVEL PLAYING FIELD**  
Ed. Best's Review, August 1983
- **WORLD INSURANCE - THE RISK OF NOT MAKING IT INTO THE NEXT CENTURY**  
Ed. The Economist, October 8, 1983
- **WILL BANKS TIP THE BALANCE**  
Ed. ReActions, November 1983
- **BANKS IN INSURANCE - A RIMS PERSPECTIVE**  
Ed. Risk Management, January 1984
- **L'ASSURANCE EN ÉTAT DE CHOC**  
Ed. Nouvel Economiste, n° 423, 23.01.84
- **ONE-STOP SHOPPING: A BETTER DEAL?**  
Ed. Best's Review, February 1984
- **COLLISION COURSE**  
Ed. Best's Review, February 1984
- **THE ROCKY ROAD TO 1990**  
Ed. Best's Review, March 84
- **THE DEREGULATION DILEMMA**  
Ed. ReActions, April 1984

- **LES PREMIERS ENSEIGNEMENTS DE LA "DÉRÉGULATION"**  
Ed. L'Argus, 2.3.1984
- **LES BANQUIERS SONT-ILS DES BOULANGERS-PÂTISSIERS?**  
Ed. L'Argus, 8.6.1984
- **DID SOMEONE FORGET TO LOCK THE BACK DOOR?**  
Ed. Best's Review, June 1984
- **UPHEAVAL IN LIFE INSURANCE**  
Ed. Businessweek, June 1984
- **OÙ VA LE SYSTÈME BANCAIRE AMÉRICAIN?**  
Ed. Problèmes Économiques, n° 1882, 11.07.84
- **FINANCIAL DECONTROL IN JAPAN: A CASE OF WHEN NOT WHETHER**  
Ed. The Banker, August 1984
- **U.S. BANK DEREGULATION: THE LONGER-TERM CONSEQUENCES**  
Ed. The Banker, August 1984
- **INSURANCE (USA) - THE STRUGGLE FOR MARKET SHARE**  
Ed. Euromoney, September 1984
- **THE CREDIT CONNECTION**  
Ed. ReActions, September 1984
- **SLOW, SLOW, QUICK, QUICK, SLOW...**  
Ed. The Review, 3.09.84
- **THE GREAT DEREGULATION EXPLOSION**  
Ed. Euromoney, October 1984
- **BANQUIERS ET ASSUREURS NE VOUS LAISSEZ PAS SURPRENDRE**  
Ed. Banque, n° 443, octobre 1984
- **DÉTOURS IMPRÉVISIBLES - BANQUE ET ASSURANCE**  
Ed. L'Argus, 12.10.1984
- **BANK LOBBIES: THE AGENT'S NEW OFFICE**  
Ed. Best's Review, October 1984
- **NOUVELLES TECHNOLOGIES, DÉRÈGLEMENTATION, ET CONTRÔLE**  
Ed. Banque, n° 444, novembre 1984

- **BANKING DEREGULATION - WHERE DO WE GO FROM HERE?**  
Ed. Federal Reserve Bank, N.Y. Quart. Rev., Autumn 1984
- **REINSURANCE BANKING - A FOCUSED APPROACH**  
Ed. Reinsurance, November 1984
- **LES BANQUIERS EN DROIT DE VENDRE L'ASSURANCE**  
Ed. L'Argus, 23.11.1984
- **INSURERS IN THE FUTURE FINANCIAL SERVICES INDUSTRY**  
Brian Corby - November 1984
- **JAPAN - A CAUTIOUS AND PRAGMATIC APPROACH TO LIBERALISATION**  
Ed. The Banker, January 1985
- **L'ERE DES SUPERMARCHÉS FINANCIERS**  
Ed. L'Assurance Française, 16-28 février 1985
- **BANQUE - ASSURANCE: "JE T'AIME, MOI NON PLUS"**  
Ed. L'Argus, 15.3.1985
- **WHO'S AFRAID OF THE BIG, BAD BANKS?**  
Ed. ReActions, May 1985
- **THE UNKNOWN ENTITY?**  
Ed. The Review, 27th May 1985
- **LES PROBLÈMES DE LA DÉRÉGLEMENTATION AUX ÉTATS UNIS**  
Ed. Problèmes Économiques, n° 1930, 26.06.85
- **BANQUE - ASSURANCE: LES DONNÉES DE LA CONCURRENCE**  
Ed. L'Argus, 26.7.1985
- **AGENTS AND BANKS: A COMMON INTEREST**  
Ed. Best's Review, September 1985
- **CLOSED LOOPHOLES - OR EQUAL ACCESS?**  
Ed. Best's Review, October 1985
- **RÉFORMES ET RISQUE BANCAIRE AUX ÉTATS UNIS**  
Ed. Conjoncture, Banque Parisbas, n° 10, novembre 1985
- **ALLIANCE OU CONCURRENCE?**  
Ed. L'Argus, 22.11.1985

- **LES BANQUES: 22% DU MARCHÉ DE L'ASSURANCE VIE EN 1984**  
Ed. L'Argus, 22.11.1985
- **SELF-SERVICE MARKET**  
Ed. The Review, 25th November 1985
- **SUPERMARKETS VS PARTNERSHIP**  
Ed. The Review, 25th November 1985
- **BANK FAILURE CREATES SHOCK WAVES**  
Ed. Best's Review, November 1985
- **BANKS IN INSURANCE - A U.S. BANKER'S PERSPECTIVE**  
Ed. L'Argus International n° 51, Nov/Dec 1985
- **CONCURRENCE - ASSURANCES SANS FRONTIÈRES**  
Ed. Le Nouvel Economiste, n° 518, 06.12.85
- **THE BANKING AND INSURANCE PAPERS - CONTROLLING THE PIPELINE**  
Ed. Bankrisk, Fourth Quarter 1985
- **LES RESTRUCTURATIONS BANCAIRES EN FRANCE ET L'IRRUPTION DES ASSURANCES DANS LE MONDE BANCAIRE**  
Ed. Problèmes Économiques, n° 1957, 15.01.86
- **DEREGULATION MAKES ITS IMPACT**  
Ed. The Banker, January 1986
- **HAS AUSTRALIA'S LUCK RUN OUT?**  
Ed. The Banker, January 1986
- **FRANCE LE BIG BANG**  
Ed. Euromoney, January 1986
- **INCROYABLE BUSINESS**  
Ed. L'Argus International n° 52, Jan/Fev 1986
- **ASSURANCE VIE ET PRODUITS FINANCIERS**  
Ed. L'Argus, 28.2.1986
- **BANQUES ET ASSURANCES EN R.F.A.**  
Ed. L'Argus International/La Réassurance, n° 38, Mars 1986
- **A GUIDE TO GICS**  
Ed. Best's Review, n° 10, February 1986

- **A SCORPION IS A SCORPION**  
Ed. Best's Review, March 1986
- **BANK STRATEGY IN AN AGE OF RAPID CHANGE**  
Ed. The Banker, April 1986
- **DÉRÉGULATION FINANCIÈRE ET INTERNATIONALISATION DU YEN**  
Ed. Problèmes Économiques, n° 1969, 09.04.86
- **LA DÉRÉGLEMENTATION DANS LE SECTEUR BANCAIRE ET FINANCIER**  
Ed. Banque, n° 460, avril 1986
- **EUROPE'S ROLE IN THE FUTURE FINANCIAL SERVICES MARKET**  
Ed. Centre Européen pour la Formation dans l'Assurance, April 86
- **BANCA E SEGURO - COOPERAÇÃO E CONFRONTAÇÃO**  
Ed. Suisse de Réassurances, Maio 1986
- **RE-REGULATION**  
Ed. Euromoney, June 1986
- **LA DÉRÉGULATION DES MARCHÉS FINANCIERS FRANÇAIS ET SES CONSÉQUENCES SUR LES HOMMES**  
Ed. Banque, n° 462, juin 1986
- **BANQUE ET ASSURANCE: UN AVENIR COMMUN?**  
Ed. L'Assurance Française, n° 522, 15-30 juin 1986
- **EXPERTS WARN THAT INNOVATIONS POSE HAZARDS FOR FINANCIAL SYSTEM, DEVELOPING COUNTRIES**  
Ed. IMF Survey, July 14, 1986
- **LA CITY À L'HEURE DU "BIG BANG"!  
OU VERS UNE RÉVOLUTION DES SERVICES FINANCIERS**  
Ed. L'Argus, 18.7.1986
- **THE FUTURE OF FINANCIAL SERVICES: PLAYING THE INTERMEDIATION GAME**  
Ed. Leaders, N° 3, July/August/September 1986



**3. EXTRAITS DE PRESSE**

**- SECTION "ON EN PARLE"**

Ed. L'Argus, Mai 1981 a Septembre 1986

**- WORLD INSURANCE REPORT**

Ed. Financial Times, Mars 1984 to July 1986

**- EXPERIODICA**

Ed. Swiss Reinsurance Company



# **Electronic funds transfer and the stakes in Europe**

**D. Vittas**

*Committee of London and Scottish Bankers & British Bankers' Association*



This paper provides a brief survey of electronic banking developments in the European market. It concentrates on developments in the twelve member states of the European Community but retains the perspective of the wider European market.

The paper looks at the development of electronic funds transfer and other related services from the point of view of the users of these services. The rivalry between the various groups of suppliers of electronic banking services is well known and there would be little point in becoming involved in the long and sometimes heated arguments about which system or which group is more successful and offers a more efficient pattern of development for the future.

This conference is about the future of financial services. The payment mechanism is a basic part of financial services that is usually linked with other facilities. Despite the arguments that are often made for the unbundling of services, there are very strong economic reasons favouring the provision of integrated services.

The economics of payment systems and retail banking have yet to be properly understood by academic economists, financial journalists or government officials. Even bank executives sometimes misunderstand or misrepresent the economic fundamentals of retail banking. It is a major part of these fundamentals that there are great economies of scope in providing a wide range of services to consumers.

This paper is not the right place to review the academic debate on banking structures and the efficiency of banking services. However, I have long argued that in banking, there are substantial economies of scale and scope - not so much in the production of services as in their marketing and in their use by consumers. The main impact of these economies is to reduce the costs that consumers incur in using banking services.

---

\* The author writes in a personal capacity

In the past, banks had to engage in considerable capital and labour expenditure in order to reduce consumer costs; not surprisingly, this resulted in a substantial increase in bank (producer) costs. Electronic networks offer the tantalising prospect of contributing to the containment of both consumer and bank costs.

### Electronic Networks

The evolving infrastructure of electronic banking consists of alternative networks of electronic terminals that both complement and compete with each other and provide in effect different forms of electronic processing and transmission of data. The basic distinguishing feature of different systems is the location of the terminals. These may be found in bank branches, in public places, in petrol stations, department stores, supermarkets and other retail outlets, in offices and factories and, of course, in homes.

The different networks include automated clearing houses, automated branch counter terminals, proprietary or shared ATM networks, EFTPOS terminals and home and office banking (HOB) terminals. The services offered by these systems include primarily the payment function which can be linked to a range of accounts. The account holder and the type of account can be identified by the use of plastic cards and, for paperless transactions, the use of the personal identification number (PIN) or personal code. The range of cards covers several debt cards such as cheque guarantee cards, ATM cards, deposit account cards and EFTPOS cards as well as ordinary and premium credit cards. However, it should be emphasised that most networks of terminals can offer services that go much beyond the payment functions. Of particular importance is the retrieval and processing of information regarding account usage and balances as well as range and terms of services offered.

Of the various networks mentioned above, automated clearing houses (ACHs) have been in existence in several, but not all, European countries for nearly a quarter of a century. ACHs have been established as a natural extension of the paper-based postal and bank giro systems that have long been developed in northern European countries.

ACHs facilitate the clearing and settlement of preauthorised payments. Their impact has therefore depended on the success of standing orders, direct debits, direct deposit of payroll and other direct credits. However, even if the use of preauthorised payments is well advanced, ACHs may play a smaller role in countries where bilateral exchange of magnetic tapes is extensive or where an on-line system for automated credit transfers is in operation.

Automated counter terminals (ACTs) have been developed in several countries in parallel with the expansion of ACHs. ACTs are ideally suited for expediting the processing of passbook accounts and containing their operating costs. They can also be used for implementing cheque and credit transfer truncation systems and for providing on-line links between bank branches enabling large banks to offer what has been termed a multi-branch banking service.

In recent years, ACTs have been complemented with desk-top terminals with screen monitors that have been increasingly used for information retrieval purposes and for the offer of management information services to customers. They have also been used for a more efficient internal management information system providing bank management with the means to respond speedily and effectively to customer requests for new services.

ACTs, like ACHs, have been developed most extensively in European continental countries. On the other hand, automated teller machines (ATMs) have experienced greater expansion in Anglo-Saxon countries such as the United States and the United Kingdom.

Initially, ATMs provided a cash dispensing function but second and third generation machines have been equipped to provide several other functions including balance enquiries, statement and chequebook requests, transfers to other accounts, payment of specified bills and cash deposits. In recent years, multi-function ATMs have been supported with specialised machines offering specific functions such as a fast cash dispensing service, statement printouts, and regular bill payment.

Early generation ATM networks have been based on off-line systems but increasingly on-line ATM networks have been installed. In some countries, ATM networks have been developed on a shared basis by groups of banks but even in countries where proprietary networks had initially been developed, ATM sharing has been spreading.

ATMs were initially located inside the branches. These were followed by through-the-wall machines and by ATMs located in remote sites such as university campuses, factories, offices, airports, railway stations, supermarkets and department stores. A more recent development has been the creation of ATM lobbies and the establishment of unmanned automated branches comprising two or more ATM machines and other customer activated terminals.

Electronic Funds Transfers at the Point of Sale (EFTPOS) and Home and Office Banking (HOB) terminals are much less advanced than ATM or ACT networks.

EFTPOS systems include a wide variety of alternatives, ranging from terminals that are used to obtain authorisation to terminals that are used for data capture on magnetic tape that are then processed through the ACH mechanism and to terminals that are linked on-line with instantaneous authorisation and transfer of funds. Off-line EFTPOS terminals using a mixed card incorporating both a magnetic stripe and a micro chip are a more recent development.

Experimentation with EFTPOS systems is more advanced in some countries than in others and is generally more developed for relatively low value transactions at petrol stations. On-line systems offering a complete authorisation, transfer and settlement service on a national scale have yet to be fully developed.

Experimentation with home and office banking systems is even less advanced than for EFTPOS. However, like EFTPOS, HOB terminals and systems come in several shapes and forms. Some are based on telephone links with bank mainframe computers, others involve relatively unsophisticated terminals whilst the most developed are



based on intelligent terminals that can be linked directly with bank computers and can store and process information and perform interactive functions.

HOB systems offer account information services, balance enquiries, statement requests and the like. Telephone-based systems can be used for bill payment services and account transfers but only HOB systems using intelligent terminals can offer services through computer-to-computer links.

Like EFTPOS, experimentation with HOB systems, is more advanced in some countries than in others but with the exemption of cash management services, a complete and sophisticated HOB system offering a wide range of services on a national scale has yet to be developed.

Many electronic systems operate in a hybrid form involving both electronic processing and the issue and use of paper-based instruments. The cheque clearing systems involve a high level of automated processing of cheques whilst ATM networks to the extent that they offer cash dispensing services are also by definition hybrid systems.

Pay-by-phone services often provide the means for the transmission of customer instructions by telephone but the actual payment may well be made by cheque or credit transfer initiated by the bank offering the service. Some EFTPOS systems may involve the use of credit card vouchers by consumers the data on which are then electronically captured and processed.

Cheque and other paper truncation systems are also hybrid systems. In fact, like EFTPOS and HOBs, truncation systems come in several varieties. In the United Kingdom, some form of cheque truncation has long been in operation by the large banks whereby cheques are truncated at the account holding branch and are not returned to customers. In other systems, cheques can be truncated either at the clearing centre or at the first point of presentation. Cheques and, more usually, credit card vouchers can also be truncated at the point of sale.

Truncation systems may involve fully on-line processing - in which case they would resemble a fully on-line EFTPOS system operated through bank branches. Alternatively, they may involve off-line processing through magnetic tapes.

The impact of electronic networks depends very much on the organisation of the payment and banking systems of different countries. Of particular relevance are the functioning of clearing systems and the pattern of payment services. For instance, countries with efficient cheque clearing operations have been under less pressure to effect cheque truncation. Countries with extensive branch networks have had less incentive to establish ATM networks. Countries with efficient giro systems and widespread use of preauthorised payments have been under less pressure to develop EFTPOS systems. Countries with well-established cheque guarantee systems and widely available overdraft facilities have had less need of credit card services. The institutional structure of a country's payment, banking and financial system is always a major determinant of the path of evolution and pace of change in any aspect of the system.

#### Experience of EEC Member States

In providing an overview of developments in different member states it would be useful to group various countries together on the basis of some common features and experiences. Such a classification would clearly be open to some debate since no two countries have identical structures. Nevertheless, there are enough common factors to suggest that such an exercise would help to identify the main differences and similarities across countries.

The twelve member states can be classified into three groups. The first group consists of the United Kingdom, France and Ireland. Ireland is included in this group not because its level of development is similar to that of the other two countries but rather because its structure follows more closely the pattern prevailing in the United Kingdom than in any other EEC country. The second group includes the Benelux countries, Germany and Denmark whilst the third group consists of Spain, Italy, Greece and Portugal.

The French and UK payment systems have several common features although there are also some important differences. These two countries are characterised by a wide availability of most types of payment services. They are both heavily cheque-based but credit transfers and preauthorised payments are also in widespread use.

In the United Kingdom cheques are supported by cheque guarantee cards while credit card usage is quite high and growing fast. The cheque clearing system which is nationally integrated has long been considered as one of the most efficient in the world.

In contrast, the French cheque clearing system has until recently been geographically fragmented and has suffered from a number of operational shortcomings. The French cheque clearing system has recently been streamlined in an effort to stimulate the clearance of non-local cheques through a series of integrated regional clearing centres.

In France, cheque guarantee cards are not as common as in the United Kingdom (although there is a legal guarantee on low-value cheques) and credit card usage is not so extensive. Perhaps because of the high volume of cheques neither France nor the United Kingdom has a national cheque truncation system in operation although truncation of some items (localised schemes, low value intrabank cheques) does take place.

The use of preauthorised payments is advanced in both countries. Bankers Automated Clearing Services (BACS) - the UK automated clearing house - is probably the largest in the world, although this owes much to the fact that the volume of business is not divided between two or more competing clearing houses as in most other European countries. The payment of wages by direct credit transfer through bank accounts continues to spread and there is also a growing use of direct debits and standing orders.

In France, preauthorised payments are effected through 8 computer clearing centres. However, account holding, monthly payment of wages and salaries through a bank account and the use of direct debits are more widespread than in the United Kingdom.

ATM networks have expanded rapidly in both countries in recent years and they are now among the most extensive in the world, although ATM density is lower than in Japan, the United States and Sweden. However, it is the highest among EEC countries. ATM sharing is very extensive in France and it is now growing in the United Kingdom where building societies, the Girobank and some foreign banks have recently established shared networks while the London clearing banks have increased their cooperation either through special sharing agreements or through their credit card organisations.

France has attracted wide publicity for its attempts, strongly supported by government, to develop electronic payment systems. Experiments on EFTPOS systems have been particularly numerous. These have been based on both off-line and on-line systems. They have also involved the use of the smart card either on its own or in the form of the mixed card which embodies both a microchip and a magnetic stripe. A major programme to expand the use of the mixed card is currently under way. There have been some well publicised problems with retailers concerning EFTPOS pricing whilst several large retailers have made inroads into the credit card business and hope through this route to become more fully involved in the development of a national EFTPOS system.

French banks are also pushing ahead with home banking, mainly on the back of the Minitel terminals that have been distributed free by the French government. A large number of banks - including all the major ones - have offered home banking services, usually on a nationwide basis. At the same time, leading French banks have also developed office banking systems, often linked with international cash management services.

The French banks have introduced a clearing system for high-value international payments known as SAGITTAIRE. They are now cooperating in the development of SIT. This is an interbank system that can be used for all types of payments - from direct debits to teletransmission of cheque and credit card voucher particulars and to high-value transfers. It will also be able to process ATM transactions

as well as EFTPOS operations when a national system is introduced. SIT may supersede the limited progress towards cheque truncation which has involved some regional groupings of banks and covers a small number of local cheques.

Cooperation among French banks in the development of new payment systems is highly advanced despite the traditional rivalry between the Carte Bleue group, which mainly comprises commercial banks, and the Carte Verte group of Credit Agricole. The creation of the Groupement des Cartes Bancaires has provided a major boost for further cooperation on plastic cards, especially the mixed cards, ATM sharing and EFTPOS. The Banque de France plays an active part in promoting closer cooperation among banks whilst membership and access to the various clearing systems is widespread and includes all the major types of institutions offering payment services.

In the United Kingdom, the most important EFTPOS development has long been an on-line system operated by Clydesdale Bank involving petrol stations and a superstore in Scotland. A service called PISCES, which is more akin to a voucher truncation system than proper EFTPOS, has been offered by Centre File, the computer bureau subsidiary of National Westminster Bank. More recently, a medium-sized building society launched an on-line system in a regional town in England but this scheme has been overshadowed by the experiments that are currently being introduced by Barclaycard, National Westminster Bank and Midland Bank.

These three systems are part of the experimentation that is sponsored by the group of major banks that are committed to the development of a national EFTPOS system. This will be fully on-line and will be available for use both by credit and debit cards but it is likely to take a few years to develop. In the meantime in addition to the above experiments, the credit card companies in the United Kingdom are pressing ahead with the installation of authorisation terminals that both speed up credit card transactions and help contain credit card fraud.

As regards home banking, there have been two major initiatives. A regional building society launched its service in cooperation with a Scottish bank a few years ago. More recently, the same Scottish bank (Bank of Scotland) introduced its own home and office banking service which is also oriented towards smaller businesses. Unlike their counterparts in northern European countries, UK banks have not so far developed special office banking systems for smaller firms, although they all offer cash management services with international links and several of them have introduced systems for the automated payment of credit transfers.

Building societies, foreign banks, other types of financial institutions (eg merchant banks, unit trusts and insurance companies) and large retailers all show an increasing interest in the market for payment services and wish to play a more active part in the future development of the payment system. The UK banking industry is not currently contemplating a system similar to the French SIT but with the establishment of a successful electronic high-value clearing system, known as CHAPS, it offers to users of payment services a range of complementary and competing clearing systems.

A new structure for the organisation of clearing systems has also been established. This includes an umbrella body known as the Association for Payment Clearing Services (or APACS) with a remit to oversee and coordinate the development of the clearing system and a number of autonomous clearing companies that will be responsible for operating individual clearing systems such as the paper clearings, the high-value clearings (town clearing and CHAPS), the automated clearing house (BACS) and, when it is established, the EFTPOS system. Membership of these five entities will be open to all institutions meeting various appropriate criteria.

The Irish payment system is similar to the UK one, although it is less advanced. It is cheque based with a fair proportion of credit transfers and preauthorised payments. ATM networks and credit card usage are also widespread. Account holding is not extensive although it is growing. There is no large-value clearing system and no experiments in paper truncation, EFTPOS and home banking are in operation.

The second group of countries comprises Belgium, Luxembourg, the Netherlands, Germany and Denmark. These countries have several common features such as the high level of account holding and extensive spread of the banking habit; the payment of wages and salaries by credit transfer, mostly on a monthly basis; the heavy usage of preauthorised payments and giro transfers; and the extensive automation of branch counter services. With the exception of Denmark - they are also characterised by very high branch densities and make active use of the uniform eurocheque system.

Although these countries have predominantly giro-based systems and cheque usage, though widespread, is not so heavy as in France or the United Kingdom, they have actively pursued the eurocheque route for enabling their customers to cash, or use at retail outlets, their personal cheques. The eurocheque service is available almost anywhere in Europe, despite different currencies, languages and cultures. Another interesting feature is that all five countries operate effective cheque and credit transfer truncation systems.

However, as in the case of the first grouping, there are also some considerable differences among these five countries. Belgium has well developed ATM networks and also makes extensive use of credit cards. In contrast, Luxembourg, the Netherlands, Germany and Denmark have relatively small ATM networks. This is largely due to a past joint decision to refrain from installing ATMs. In Denmark and to a smaller extent Germany, ATM networks have expanded considerably in recent years but Dutch banks continue to lag behind their counterparts in other European countries.

In these four countries, banks have also sought to discourage the use of credit cards with an extended credit facility, claiming that the eurocheque guarantee cards and the offer of generous overdraft facilities provide adequate service to both retailers and consumers. These countries promote usage of the eurocard as a travel and entertainment card alongside the eurocheque system.

All countries in the group have postal giro and bank giro services offering giro transfers and preauthorised payments. Germany has

several computer clearing centres that act as automated clearing houses but the other four countries have no more than two. Apart from the Netherlands, which is considering the creation of an integrated clearing system similar to the French SIT, the other countries have no such plans and none of the countries in this group has a dedicated clearing system for high-value payments.

Membership of clearing systems is open to all types of banking institutions although some rivalry exists between different groups of banks as well as between postal and bank giro centres. Cooperation among banks for the development of new payment systems, is encouraged by the authorities, especially the respective central banks, and is well advanced. Retailers and other non-bank institutions have made some inroads in the payment systems of Belgium and Denmark. In Germany, and to a lesser extent, in the Netherlands, the banks are resisting the entry of retailers and other non-banks as well as the international card organisations such as Visa and Mastercard into their domestic payment systems.

On the EFTPOS front, Belgium has taken the lead. It has three rival networks - two run by ATM networks associated with banks and one by a large retailing chain. Most EFTPOS terminals are located in petrol stations but a good number is also found in supermarkets and department stores.

For its part, Denmark has taken decisive steps for the development of a single national EFTPOS system. Based on a common debit card and operated by a joint service company in which all Danish banks are represented, the system was initially launched as a paper-based one but has been gradually converted to electronic terminals. Although there have been several problems with retailers and early experience has been rather disappointing, use of the system has been growing.

In Germany, there is an agreement between all types of banks to develop a national EFTPOS system under the auspices of GZS - a jointly-owned company - but progress has been limited. Various experiments involving petrol stations and retail outlets have taken place. In the Netherlands, the banks and the major oil companies



have joined forces in an experiment involving petrol stations that will also test the use of the smart card.

Experiments in home and office banking, especially services oriented towards small businesses, are well advanced. In fact, large banks have already launched office banking systems tailored to the needs of small businesses and professional people. However, a nationwide home and office banking service, available to both consumers and businessmen, has not yet been introduced in any of these five countries.

The fourth group of countries includes Spain, Italy, Greece and Portugal. These countries generally have less well developed payment systems although Spain and Italy are more advanced than the other two. These four countries are still quite heavily cash oriented and usage of cheques and other non-cash payments is limited. Chequing account holding is not very extensive in any of these countries and the majority of workers continue to be paid in cash. However, the holding of savings accounts, especially passbook accounts, is very widespread.

The Spanish payment system has recently emerged as a card-based one with a substantial circulation of credit cards - in particular Visa cards - and two large rival networks of ATMs. Recent years have also seen a vast expansion of branch networks.

In Italy, branch expansion has been checked by regulatory restrictions but a single national network of ATMs has been created, though total ATM density is lower than in Spain. Credit card usage is still limited.

In Greece and Portugal non-cash payments are not well developed. ATM networks are small but expanding and branch density is also low. However, as in the other two countries, automation of branch counter operations is quite advanced. Credit card usage is growing and both countries have good prospects for bypassing cheques and developing card-based systems.

As regard EFTPOS developments, two rival systems are being developed in Spain by the two ATM networks, whilst Visa Espana uses authorisation terminals for credit card transactions. In Italy, the authorities are promoting a national EFTPOS system under the auspices of SIA, a service company in which all banks are represented. In addition, Italian banks have created a service company for the promotion of both debit and credit cards. In Greece, plans are under discussion for the creation of an integrated clearing centre that will also cover ATM and EFTPOS operations but implementation of such a project, if it goes ahead, is likely to take many years to complete.

Home and office banking developments based on telephone and telex links have been offered by individual banks in Spain and Italy but a nationwide home banking service is many years away in all four countries.

#### The Eurocheque and Credit Card Systems

A major development which is of great significance for the whole European market is the link between the ATM networks of Spanish banks with those of eurocheque banks in Germany, the United Kingdom and other European countries. The similar expansion of international links in the Visa ATM networks underlines the growing integration of the payment systems of European countries.

The achievement of the uniform eurocheque system in creating an integrated payment system throughout Europe contrasts sharply with the fragmentation of the US market. Despite the heavy reliance on cheques, the US payment system is notorious for the limited acceptability of personal cheques in non-local retail outlets. Cashing a personal cheque at another bank than the account holding one is nearly impossible in the United States. The lack of cooperation among US banks can also lead to situations where even travellers cheques issued by major banks cannot be encashed. The alleged universal acceptability of the travellers cheque is a myth and the same may also be true of credit cards when they are used for cash advance purposes. However, travellers cheques and credit cards are widely acceptable at retail outlets, hotels, etc.

There is no denying that the credit card organisations have filled a major gap in the US payment system. Their success in the United States does not require much explanation. However, their success in Canada and the United Kingdom is to say the least surprising and the reasons for this success are by no means obvious.

The credit card organisations are now well established as major payment systems in Europe as well as in other parts of the world. Unlike the eurocheque system, they are global organisations and they are also open to non-bank participation in a way that cheque, giro and ACH based systems cannot be.

### The Challenge of Integrated Systems and Services

Despite the considerable publicity that has been attracted by electronic technology, the impact of fully electronic systems is still rather limited in most European countries. In fact, the most important development over the 1980s has been the spread of the plastic card in its various forms: credit cards; cheque guarantee cards; and ATM cards. A related development has been the greater availability of ATMs brought about through a further expansion of ATM networks and through greater cooperation in ATM sharing.

As already noted, ATM networks are hybrid systems involving the use of both electronic and paper-based modes of operation. EFTPOS and home banking systems are still at an experimental stage. The countries that have taken the lead in their development are those where traditional payment systems have been heavily paper based. In contrast, countries with efficient giro transfers and preauthorised payment systems and with operational truncation systems have not shown a similar amount of interest.

The payment systems of European countries are currently going through a phase where the various paper-based and electronic systems are complementary to each other and are playing their part in offering consumers a wider range of payment services. The challenge for the future is likely to come when the various systems will become highly competitive with each other. The need to

coordinate the future development of individual systems in an integrated way in order to avoid the duplication of facilities and the pursuit of conflicting objectives will test the flexibility and robustness of each country's institutional and regulatory structure.

From the marketing point of view, the main challenge will be the development of fully integrated services, covering not only deposit taking and payment facilities but also borrowing, investment, pension and insurance services. In the past, the main type of integrated account offered by banks was the chequing account with overdraft facilities which combined in one account deposit, payment and borrowing services. Most other banking and financial services were offered through separate facilities such as savings deposit accounts, fixed-term time deposits, personal loans, house mortgages, insurance policies, pension plans and unit trusts.

Over the past fifteen years or so, there has been a growing use of facilities integrating two or more of these services. For example, the universal account - pioneered in Sweden but now available in various forms in several countries - provides a link between transaction and savings accounts offering payment, deposit and savings services.

Credit card accounts link borrowing and payment services whilst 'save and borrow' accounts link saving and borrowing facilities. As regards pension and insurance business, pension plans with loanback facilities link long-term savings for retirement purposes with borrowing facilities, often for housing finance purposes whilst unit-linked insurance policies combine the provision of life insurance with investments in unit trusts.

What is missing, however, is the offer of integrated facilities covering a wider range of financial services and in some cases non-financial services as well. Patrick Frazer and I have argued in our book *The Retail Banking Revolution* the case for an integrated house buying and selling service where the financial institution involved would offer not only the mortgage loan as well as conveyancing, estate agency, and house insurance services but would also be

prepared to provide a house underwriting and even house jobbing service.

Financial institutions could also offer an integrated car buying service that would include a car loan, motor insurance, recovery service, repair services and even a guaranteed resale value.

Other integrated facilities could include the use of card-based accounts for deposit, loan and payment purposes. Despite the intense competition for deposits and the growing pressure for the payment of competitive rates of interest on deposits, a surprising feature of retail banking markets has been the failure to pay interest on credit balances held with credit card accounts. Although credit cards are increasingly being used not only for retail payments at the point of sale but also for regular preauthorised payments, no bank has developed the credit card account into a universal payment, saving and borrowing account.

Banks in various countries have long offered loan facilities with an automatic life cover attached whilst more recently various attempts have been made to offer savings deposit accounts with an insurance link. However, the most important development in the future would be the offer of an integrated financial asset service. This would go much beyond the asset management account or the universal-type of account. It would provide a payment and loan facility attached to all types of investment but two forms would probably be predominant: investments in unit trusts; and investments in houses.

A unit-linked bank account would require the introduction of equity access revolving credit and overdraft facilities linked to investments in unit trusts. Such unit-linked accounts would combine together into one product payment, deposit, saving, borrowing, insurance, pension and investment services all offered by one institution. It would provide to the less wealthy consumers the service currently offered by some institutions in a non-unitised way to the high networth individuals. Unitisation could revolutionise consumer banking in the same way that securitisation has transformed corporate banking.

An alternative type of asset-linked integrated service is the revolving home equity access account. This could provide payment, borrowing and insurance services linked to the unencumbered home equity of consumers. Such a service, but without the payment facility, is already offered in several countries.

The importance of cross-selling services receives considerable emphasis as a major feature of the strategies of financial institutions in the future. Although there is much to be said for offering a wide range of financial services from the same outlet it is only the provision of packages linking together a number of related services that will make the most of the electronic delivery systems in reducing costs and increasing convenience for consumers.

The development of innovative facilities offering such integrated services will generate cost savings and create large marketing opportunities. The ultimate winners in this area are likely to be large participants, even though they may not be among the first to offer the new products. However, such large participants may well consist of banks, building societies, credit card organisations, retailers or even non-financial conglomerates.

Electronic delivery systems are bound to transform the economics of banking business. Competition is likely to intensify further even though the costs of new entry will be higher than in the preelectronic age. The stakes in Europe will not only be among groups such as the eurocheque systems and the credit card organisations but they will also involve large individual banking groups as well as major retail chains and other non-bank institutions (insurance companies, building societies, securities houses, etc). Moreover, the stakes will cover the whole range of the financial services and not just the payment system and electronic funds transfer.

OVERVIEW OF PAYMENT SYSTEMS AND SERVICES IN EEC MEMBER STATES - 1986

	Branches	Cheques	Cheque Guarantee Cards	Giro Transfers	Pre Authorised Payments	Credit Cards	ACTs	Truncation	ATMs	EFT-POS	HOBs
United Kingdom	W	H	H	W	W	H	W	L	H	V	V
France	H	H	L	W	W	W	W	L	H	L	L
Ireland	W	W	W	W	W	W	W	V	W	N	N
Belgium	H	W	H	H	H	W	H	W	W	L	V
Luxembourg	H	W	H	H	H	L	H	W	L	E	V
Netherlands	H	W	H	H	H	L	H	W	V	E	E
Germany	H	W	H	H	H	L	H	W	L	E	V
Denmark	W	W	W	H	H	L	H	W	L	L	V
Spain	W	L	L	L	L	W	W	V	W	L	V
Italy	L	L	L	L	L	L	W	V	L	E	V
Greece	L	L	L	L	L	L	W	V	V	N	N
Portugal	L	L	L	L	L	L	W	V	V	N	N

V: Very Limited  
E: Experimental  
N: Non-Existent

H: High  
W: Widespread  
L: Limited





# **Financial and monetary integration in Europe**

**P. Mc Gowan**

*Central Bank of Ireland, Dublin*

The views expressed in this article are the personal responsibility of the author and are not necessarily those held by the Central Bank of Ireland.

## Introduction

Throughout Europe, banks as well as other financial institutions and services are experiencing structural change on an unprecedented scale. Most of this change is being brought about by increased competition, technological developments, deregulation and innovation. This is also a worldwide phenomenon and the indications are that significant scope exists in a number of European countries for further structural change in banking especially with the steps being taken to promote progress towards completing the internal European market. A number of the macro or overall implications of greater competition between banks and other financial institutions and of the drive towards more unified financial and capital markets throughout Europe are considered in this article.

The main emphasis is on how the relatively rapid pace of financial integration in Europe may interact over the medium term with the more gradual movement towards European monetary integration. Financial integration may be described as the process whereby the deepening national financial sectors, excluding the monetary authorities, become more interlinked across national

boundaries, primarily as a result of strong competitive forces and remarkable improvements in communications. Monetary integration may be conceived as the interaction between monetary authorities which results in the more active coordination of national monetary policies with a view to realising greater stability between exchange rates and promoting overall monetary stability.

With this perspective in mind, consideration is given, in Section I below, to the implications of further financial integration in the years ahead for the formulation and implementation of monetary policies in EEC member countries. In Section II, the fundamental objectives that must be kept to the fore, as the process of financial integration moves towards its final stages and as the European Monetary System is developed, are recalled. Then a brief comment is made in Section III about the contribution that promoting the stability of banks and other financial institutions can make to facilitating financial integration. Finally, reference is made in Section IV to the unique Irish experience with financial integration prior to the establishment of the EMS with a view to giving a feeling for the ultimate implications of financial integration in EEC member countries.

SECTION I: EXTENDING NATIONAL FINANCIAL HORIZONS

The environments in which monetary policies are formulated and implemented in Europe will probably continue to change as a result of financial integration. The liberalisation of capital movements between member countries and also with the rest of the world will probably gain momentum. European-wide competition between banks will probably be intensified. Similar conditions of entry to the banking industry and other parts of the financial sector should emerge as well as the pursuit of common prudential standards and supervisory practices not only in respect of banks but also for non-bank financial institutions and services. The national stock exchanges will probably move more closely together.

The treatment for tax purposes of interest received from or paid to banks and other financial institutions may eventually be standardised for all EEC residents. Similarly, the taxation of banks and other financial institutions may be put on a similar basis in all member countries over the years ahead so as not to inhibit competition in the interest of minimising the costs of transferring funds from savers to borrowers. Financial integration may also call for the harmonisation of other aspects of the tax systems that relate to investment and savings. Finally, a larger proportion of credit and

debit balances with financial institutions and of capital market securities may be expressed in ECUs as financial integration proceeds. These are some of the major changes that may eventually emerge in each of the member countries with the promotion of European-wide markets in financial assets and services.

Eventually, residents of each member country will have access, on a similar footing, to a wider range of financial institutions within their own countries. They will also have direct access to a very wide range of financial institutions located in the other member states, the basis of access being the same as that to national institutions. In other words, non-resident business of national banking systems will probably increase, as financial integration deepens within Europe, but partly at the expense of a diminution in what is currently classified as resident business.

The cumulative effect of these developments will have significant implications for the definition and measurement of national monetary and credit aggregates that, in future, will straddle frontiers to a much greater degree. They will also have significant implications for the mobility and identification of capital flows between countries and for the orientation and effectiveness of monetary policy. With increasing financial integration, greater emphasis will probably be placed on promoting exchange-rate stability between

European currencies as national monetary policies become more externally oriented in order to remain effective. It is clear that for quite some time to come a better understanding of what will be taking place, both within countries and between them, as a result of financial integration, will be necessary for the successful conduct and coordination of national monetary policies.

### Reassessing Monetary Aggregates

The current definitions of money in member countries are in danger of becoming less useful for monetary-policy purposes due to the impact of greater competition and innovation in national banking systems and as a result of increasing financial integration across Europe. Several factors are eroding the usefulness of the present measures. Within countries, money, as currently defined, is losing some of its operational significance because of the increasing variety of savings media that can also be used, in varying degrees, for the purposes of effecting payments. Declining transactions costs associated with technological innovations are making it easier, in response to difference in interest rates, to shift in or out of the greater variety of savings media; this is making it more difficult to identify the degree of "moneyness" of different liquid assets.

Another development that will gain momentum within countries is the decline in the non-interest-bearing

proportion of the money supply. Other means for effecting payments are being substituted for currency and, with increasing competition, banks are introducing or paying higher interest rates on credit balances on current or chequing accounts. With changes in the rate of return on money moving more closely in line with changes in the rate of return on other liquid assets, the demand for money is becoming less sensitive to changes in the general level of interest rates. The short-run effects of changes in interest rates may be weakening as a result.

The proportion of the monetary holdings that residents hold abroad is also increasing. Financial integration is giving residents greater scope to hold balances with banks in other countries and invest in an expanding range of other foreign savings media. This external dimension, which is already recognised by some countries, will continue to add to the problems of defining and measuring money. The extent to which residents will increase their holdings of external monetary assets will very much depend on expectations regarding the stability of exchange rates and the level of transactions costs. It is too early to judge how important this phenomenon is going to be. However, it seems reasonable to conclude that, particularly with greater exchange-rate stability, the holding of liquid assets externally will be a significant factor reducing the usefulness of the present measures of money and liquid assets for monetary-policy purposes.



The demand for transactions balances as a result of the developments mentioned above is becoming harder to predict. Conventional relationships are becoming less reliable requiring further investigation, research and refinement. The outlook is for less stability between national monetary aggregates and measures of national expenditure. These are some of the challenges which central banks, especially those in the larger countries, will continue to be confronted with as financial integration progresses.

#### Enriching Credit Aggregates

Bank credit and other forms of borrowing are also being affected by competition and innovation in both domestic and international banking. The movements in bank lending are no longer as predictable as in the past and this is of particular interest to central banks in the more open economies. However, central banks in the larger economies are also likely to give more attention to credit aggregates and to credit flows between member states as financial integration proceeds.

Innovations are making it easier for borrowers to substitute one source of debt for another within a given total requirement. Borrowing from banks has not been growing as rapidly as other forms of domestic borrowing whether from non-bank financial institutions or in the form of greater resort to the capital markets. The increased transferability of debt instruments and the

availability of back-up credit facilities from banks in substitution for outstanding capital-market instruments, are making it more difficult to assess credit conditions unless wider measures of credit are developed.

It is difficult to establish where the line might be drawn so as to be reasonably confident that the more widely-defined credit aggregates are appropriate for the guidance of central banks in formulating and implementing monetary policy. Increasing financial integration facilitates residents in borrowing from abroad. It also facilitates domestic banks and other financial institutions in lending to non-residents. Such developments lead to further complications in assessing domestic credit conditions. Borrowings from non-resident banks and credit institutions and on external capital markets may need to be combined with borrowings from similar domestic institutions in order to formulate meaningful views about the availability of credit to residents. Central banks, especially in the larger economies, may find it necessary to pay greater attention to the growth in the total increase in domestic and foreign credit to residents and concentrate less on the growth in the locally-held money supply. Domestic credit expansion rather than, or in addition to, the money supply may become a focus of attention in the member countries in the context of aiming towards and accommodating sustainable external current deficits in some countries.

Financial integration will make it more difficult to interpret the significance of the increased two-way flows reflected in the capital accounts of the balance-of-payments statements of member countries. Unidentified residuals in the external capital accounts may become more intractable as the movements of capital across the exchanges increase with financial integration. Ultimately, with monetary and economic union, the balance-of-payments transactions between member countries would lose their significance and the liquid assets of the banks rather than central bank external reserves would reflect the net flows of funds between member countries. However, on the uncertain road to monetary and economic union, it will be useful for quite some time ahead to deepen the coverage of the capital movements between member countries. The volume and geographical pattern of capital movements within Europe may change depending on the effects of competition in promoting efficiency especially in the provision of wholesale as distinct from retail banking services. Such changes could exert pressures on exchange rates in the short term. However, the durability of exchange rates over time will primarily depend on balance been maintained by appropriate policies between a country's demands for foreign goods, services and assets and the sum of other countries' demands for that country's domestic goods, services and assets.

### Slippage in Monetary Control

Apart from the measurement and interpretation of the monetary and credit aggregates, financial integration also has implications for the implementation of monetary policy and for the speed with which monetary-policy measures become effective. The linkages between the changes in banks' balances at central banks and in the banks' liabilities and assets will probably become looser. Banks may rely more on the markets to realise assets or raise funds with less resort to temporary accommodation from central banks. This will make it more difficult to predict both the magnitude and timing of the responses to central bank interventions in the financial markets and their effects on the subsequent changes in monetary and credit aggregates. Continuous research is required to keep abreast of these evolving relationships.

As mentioned earlier, established relationships between monetary aggregates and the nominal level of spending are also breaking down. Smaller increases in the narrower monetary aggregates now seem to be required to support a given increase in nominal activity, while predicting the level of the broader monetary aggregates needed to support a given level of activity remains elusive. A commitment to research into these relationships is also required.

Changes in the composition of credit aggregates may be weakening the ability of the authorities to influence the level of activity in the short run. However, such changes are probably leading to responses by borrowers over the medium term that may be enhancing the ultimate effectiveness of the authorities. Limitations on the availability of bank credit can be avoided by borrowing from other financial institutions or from abroad. This is leading to greater emphasis on the role of interest rates in discouraging borrowing. The fact that a growing proportion of outstanding credit is now extended under variable interest-rate arrangements, is probably increasing the medium-term response of changes in spending to movements in interest rates. With the greater emphasis, especially in the larger economies on the role of interest rates, it would seem appropriate that research continue to be directed towards evaluating the short-run and medium-term responses in the economy to changes in interest rates.

It may be helpful to summarise at this stage what has been said about the implications of further financial integration for the formulation and implementation of monetary policy. Financial integration and the drive to complete the internal market in Europe will put the traditional measures of the monetary and credit aggregates and the instruments used for implementing monetary policy under strain. It will also make it more difficult to judge the effectiveness of monetary

policy especially in the short run and in a highly competitive environment, with room for slippage in monetary control. One of the more important effects of further financial integration may be that monetary policy will continue to be directed, but perhaps with greater emphasis, towards promoting a stable monetary framework that is compatible with non-inflationary growth. This will require a continuous commitment to research into the effects of changes in the availability of central bank liquidity on the monetary and credit aggregates and also into the effects of interest-rate changes in the economy as a whole.

## SECTION II: ECUS AND MONETARY INTEGRATION

The process of financial integration would proceed much further with a greater degree of monetary integration and with the generation of confidence in the establishment of a "zone of monetary stability" in Europe. Confidence in the stability of exchange rates would encourage capital movements between countries in response to differentials in rewards to investment and in profit opportunities and foster the integration of national financial sectors. We consider below the fundamental objectives that must be adhered to if, over time, monetary stability is to prevail throughout Europe and financial integration is to be encouraged to continue towards its ultimate goal.

A major contribution to promoting monetary stability at this juncture would be to realise greater exchange-rate stability between the national currencies. This can only be achieved by continuing to implement appropriate policies. Fundamental imbalances that frustrate the attainment of exchange-rate stability may be reduced through the convergence of the rate of cost increases across countries; through the pursuit of fiscal policies that are consistent with external balance; and through the coordination of national monetary policies. The technical development of the European Monetary System is welcome. But this should not divert attention from the need to formulate and pursue an appropriate mix of both domestically and externally oriented policies to avoid serious imbalances at the national level. At the same time, attention should be focussed on creating a stable monetary framework in Europe to support sustainable increases in output and employment throughout member countries.

Some regard the evolution of the ECU as a parallel currency as the main road to financial integration and European monetary stability. Although the evolution of the official ECU has not advanced as rapidly as some originally envisaged, it is recognised that it may have a more significant role to play in the future as suggested by the official steps in 1985 to increase its usability. The private ECU market expanded substantially in 1984 and 1985 but the indications are that it is

being used more modestly in 1986. While, so far, the evolution of the private ECU does not create problems for attaining monetary stability, nevertheless it will be necessary to keep its development under review. The evolution of the ECU as a parallel currency should be consistent with maintaining effective control over the growth in the monetary and credit aggregates throughout Europe.

The fundamental problem is not the development of the technical arrangements to gradually integrate the private and the official ECUs so that central banks could readily use ECUs for the purposes of intervening in financial markets. The concern is about the opportunities that such developments could create to avoid pursuing policies that would be consistent with monetary stability in a Europe not ready to surrender national control over fiscal and monetary policies. As the ECU evolves, central banks must retain their capacity to offset the effects of interventions in ECUs on the monetary base of the European banking system if they considered it appropriate to do so.

As the ECU evolves towards a fully-fledged currency in competition with national currencies it may be necessary to consider incorporating residents holdings and borrowings of ECUs (at external as well as at domestically-located banks) in the monetary and credit aggregates. This would be consistent with the



thrust of the earlier discussion about widening the monetary and credit aggregates. The development of the ECU could also complicate and weaken monetary control in the short run. However, it should not lead to a weakening of control in a manner fundamentally different from that likely to arise in respect of the national currencies as already discussed. Nevertheless, the completion of the process of financial integration could be frustrated if the ECU were to evolve in a manner inconsistent with creating a "zone of monetary stability" in Europe.

### SECTION III: MACRO PRUDENTIAL CONSIDERATIONS

Central banking is also concerned with the stability and efficiency of the banking systems as distinct from promoting exchange-rate and price stability. Many central banks, together with the Bank for International Settlements, have outlined the steps that need to be taken to promote the stability of national banking systems and minimise the transmissions of shocks between them. While innovation and integration that improves the efficiency of banks is to be welcomed from the point of view of their customers, national or European welfare would not be improved if the stability of the banking systems were to be brought into question. It will be necessary to ensure that, with continued scope for entry into the banking industry, the stability of banks is not

threatened, as financial integration proceeds. Since some of the recently developed lending and other instruments have yet to be tested in less favourable circumstances than they have so far experienced, it would be prudent to explore all the avenues for diffusing risks throughout the economy rather than allowing them to concentrate in the banking systems.

The promotion of stability will require greater attention to be given by banks to the management and control of risks and to the provision and maintenance of adequate capital to support the total scale of a bank's activities including that of all its subsidiaries. Banks must be satisfied that their capital is not exposed to a degree of risk that would threaten their capacity to discharge in full their responsibilities to their depositors. Prudential considerations also call for the mutual recognition or harmonisation of the supervisory standards and practices of central banks and supervisory agencies in respect of the different sizes and types of banks and other deposit-taking financial institutions. This is necessary to deal effectively with the implications of financial integration for the stability of individual banks and deposit-taking institutions. It is also necessary to ensure that supervisory standards themselves, while maintained at relatively high levels, do not stand in the way of greater financial integration and a more efficient allocation of resources.

The process of financial integration also applies to the non-bank financial institutions, to the capital markets, and to the various specialised exchanges including the stock exchanges. In most EEC countries, non-bank financial institutions, the insurance industry, the capital markets and the specialised exchanges are primarily supervised by government departments and associated supervisory agencies. As in the case of banks, the capital requirements and the harmonisation at a relatively high level of supervisory standards and practices in these areas is also necessary if competition and financial integration is not to be inhibited.

Apart from prudential considerations, supervision also embraces the control of monopolistic practices, the curtailment of the scope for conflicts of interest, and the protection of investors. These aspects of supervision need to have legislative support in relation to such matters as the disclosure of relevant information and the setting of appropriate standards in respect of probity, competence and capacity. Greater harmonisation of practices in these areas must also be part of the process of financial integration in Europe.

SECTION IV: IRISH DIMENSION

Before concluding, it may be useful to reflect on the Irish experience before the establishment of the European Monetary System for the purpose of acquiring a feeling for the ultimate implications of financial integration. It may also give an appreciation of the long distance to be traversed before full financial integration in Europe becomes a reality.

There is a relatively close connection between the Irish and UK banking sectors for historical and other reasons. The two main Irish banking groups have a significant branch network in the UK and are directly involved in the wholesale financial markets in London. The other two clearing banks in Ireland are subsidiaries of UK clearing banks. In addition, a number of banks from other Community countries - Belgium, France, and the Netherlands - are represented or participate in Irish banking. A total of 15 banks from member countries operate in Ireland and they account for over one-eighth of total bank lending to the private sector. Direct lending by banks abroad to the private sector amounts to over 10 per cent. of lending by banks in Ireland to that sector.

Another feature of the close relationship between the Irish and UK financial sectors is the significant extent to which Irish residents conduct business with banks located in the UK, including the branches of Irish banks

located in the UK. Furthermore, non-resident balances, particularly those of UK non-bank residents, with banks in Ireland are relatively large and amount to nearly one-third of the domestic resources of banks operating in Ireland. Banks in Ireland also conduct a significant amount of two-way business in interbank markets abroad, especially in London.

Prior to 1979, the Irish pound and sterling shared the same currency area which had the following distinctive features. There was full confidence that the Irish pound and sterling would exchange on a one-for-one no-margins basis. With widespread acceptance of this, Irish and UK currency notes were freely exchanged in both countries; the cheque-clearing arrangements between the Irish and the UK banks were the same as those between both the Irish and UK banks themselves; and there was no institutional foreign-exchange market between the Irish pound and sterling. In addition, there was complete freedom of capital movements; direct competition between Irish and UK banks; and, finally, a unified stock exchange between the UK and Ireland. However, there were no institutional arrangements for the coordination of the national economic policies in the interests of the welfare of the overall currency area. National policies did not explicitly have to take account of their spill-over effects.

### Conclusion

As financial integration in Europe moves towards its final stages, some of the pre-EMS features mentioned above about Ireland and the UK may appear in Europe and re-emerge between Ireland and the UK. There would be one very important difference however, compared with the past. Financial integration would be fully supported by arrangements at the European level for the achievement of monetary integration through the coordination of both the fiscal and monetary policies of the member states. The coordination of national policies, designed to achieve a stable monetary framework in Europe with higher levels of employment and output, would be conducted in the overall interest of the European economy. This would lead to greater price stability and higher levels of employment and output in the member countries than would otherwise be the case. But the fusion of financial integration and monetary integration by competitive forces into monetary and economic union will not take place without full political commitment in the member countries to giving effect to this objective.

## BIBLIOGRAPHY

- BIS (1986): Recent Innovations in International Banking. Report prepared by a Study Group, Established by the Central Banks of the Group of Ten Countries, under the Chairmanship of Sam Y Cross, April 1986.
- Bank of England (1986): Innovation in International Banking, Bank of England, Quarterly Bulletin, Vol. 26, No. 2, June 1986.
- Deutsche Bundesbank (1986): Innovation in International Banking, Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, April 1986.
- Frydl, Edward J. (1986): The Challenge of Financial Change, Annual Report, Federal Reserve Bank of New York, April 1986.
- Kashiwagi, Yusuke (1986): The Emergence of Global Finance, The 1986 Per Jakobsson Lecture (Washington)
- Lamfalussy, Alexandre (1986): Is Change our Ally? The Banker, September 1986.
- Masera, R. S. and R. Triffen (Eds): Europe's Money, Clarendon Press, Oxford 1984.
- Mayer, Helmut W. (1986): Private ECUs, Potential Macro-Economic Policy Dimensions, BIS Economic Paper, No. 16, April 1986.
- Padoa-Schioppa, Tommaso (1986): "Lessons from the European Monetary System", Banca D'Italia, Economic Bulletin, February 1986. No. 2.
- Ó Cofaigh, Tomás F. (1986): Irish Banking: A Forward View, Central Bank of Ireland, Quarterly Bulletin, Summer 1986(2).
- Sillem, J. A. (1986): Instruments of Money and Capital Markets Policy, Nederlands Bank, Quarterly Bulletin, June 1986.





## **Allocution de clôture**

**K.H. Narjes**

*Vice Président de la Commission des Communautés Européennes*



## ALLOCUTION DE CLOTURE

*V.P. Narjes*

*Vice-President of the European Communities*

Vous voici arrivés au terme de votre voyage dans l'avenir des services financiers. Ce voyage, que je n'ai pu faire entièrement avec vous, a dû être pour chacun une source d'enrichissement, si j'en juge par la variété des thèmes abordés ici, par la qualité des participants et par l'intérêt stratégique des questions évoquées pour la poursuite de la construction européenne.

Je tiens à remercier les Présidents des journées et des tables rondes, les rapporteurs et les orateurs pour leur contribution remarquable. Je voudrais aussi remercier plus particulièrement la Caisse des Dépôts et Consignations, qui nous a fourni une aide précieuse, tant au plan scientifique qu'au plan matériel.

Merci également aux organismes comme la Deutsche Girozentral Deutsche Kommunalbank, l'Istituto Bancario San Paolo di Torino, les Assicurazioni Generali qui nous ont offert d'agréables moments de détente.

Enfin, je tiens surtout à rendre hommage au Comité Scientifique pour leur enthousiasme et leurs efforts permanents depuis le début de cette opération.

Nous nous réjouissons, à la Commission, d'avoir eu cette occasion unique de vous réunir pour mieux vous connaître et échanger nos analyses et nos perceptions de ce qui nous attend.

Nous avons pu ainsi évoquer les grandes lignes de force des changements en cours, et mesurer à quel point il est fondamental, pour nous européens, de mobiliser nos capacités créatrices pour aborder les années qui viennent dans de bonnes conditions.

En particulier, nous considérons que l'innovation est un des fondements majeurs de la compétitivité. Nous voulons stimuler l'innovation technologique comme l'innovation financière, et nous voulons aussi qu'elles se renforcent l'une l'autre.

Le défi de la prochaine décennie serait peut-être justement de créer une dynamique interactive entre la mutation industrielle et financière et une symbiose entre les innovations technologiques et financières. Et je pense que le cadre communautaire permet, dans une vision stratégique d'ensemble, de relever ce défi et d'assurer la convergence de ces mutations industrielles, technologiques et financières pour une Europe plus forte.

Il ne peut en être autrement, parce que la recherche de la compétitivité industrielle de l'Europe doit se poursuivre et se compléter par la recherche d'une véritable compétitivité

financière. Et nous avons du pain sur la planche. Nous le savons tous, nos concurrents ne nous feront aucun cadeau.

Il apparaît que l'Amérique du Nord et le Japon se révèlent excellents dans le domaine de l'innovation. L'Europe peut obtenir de bons résultats dans le domaine de la création, mais elle ne réussit pas toujours bien dans celui de l'innovation. En effet, tout en bénéficiant d'un capital de connaissance de premier ordre, l'industrie communautaire demeure handicapée par une diffusion moins rapide du progrès technologique et par une moindre aptitude que ses concurrents à transformer son potentiel technologique en succès industriels et commerciaux.

La carte à microprocesseur n'est-elle pas un bon exemple pour illustrer ce fait ? Si aucun accord n'intervient en matière de normalisation des cartes et de l'interopérabilité des systèmes, n'y-a t'il pas là un risque d'instituer des barrières technologiques qui viendront remplacer les barrières réglementaires que nous voulons supprimer progressivement d'ici en 1992 ? En outre, si des technologies de paiement incompatibles entre elles se développent simultanément en Europe, ne risque-t-on pas de voir se fragmenter le marché européen des équipements comme ce fut le cas dans le domaine des téléviseurs couleurs du fait de la présence de deux procédés PAL et SECAM ?

Ne peut-on pas imaginer une autre voie européenne qui permettrait d'éliminer les incompatibilités technologiques et de dégager des retombées positives pour l'industrie européenne de technologie de l'information et de télécommunication ?

Une telle voie, en assurant les mêmes conditions d'accès à tous les acteurs européens du marché des services financiers, va bien dans le sens que la Commission attache au respect des règles de la concurrence.

Nous nous réjouissons d'autant plus de la tenue de ce colloque que le moment est particulièrement opportun pour situer nos actions dans une perspective de long terme.

L'année '86 est en effet, me semble-t-il, une année particulière à divers égards. Elle aura vu à Punta del Este, aboutir des négociations importantes qui relanceront l'assouplissement des échanges internationaux et qui nous incitent à réfléchir davantage sur le redéploiement international des activités de services. Elle retentit encore des échos du "Big Bang" qui s'est produit il y a quelques jours à Londres. Elle aura vu aussi une série d'événements nettement moins sonores mais - que nos amis britanniques me pardonnent - au moins aussi importants : la ratification en cours, par les parlements nationaux, d'un texte que nous appelons l'Acte Unique, parce qu'on y intègre divers dispositifs communautaires jusque là séparés.

Cet Acte unique, vous le savez, traduit la volonté politique des européens de relancer la construction de l'Europe, et de le faire autour de trois grands objectifs qui vous concernent directement, puisqu'il s'agit de la mise en place d'un grand marché intérieur d'ici 1992, du renforcement de l'union économique et monétaire, et de l'indépendance technologique de l'Europe. Ce sont là les conditions nécessaires - mais pas suffisantes, faut-il le rappeler - pour que nous puissions affronter nos concurrents dans les meilleures conditions et assurer notre propre bien-être.

Pourquoi ce renforcement de l'intégration européenne est-il plus que jamais nécessaire ? Pourquoi devons-nous travailler davantage ensemble, et nous organiser pour relever le défi de la compétition internationale, en tirant avantage de notre marché intérieur, en valorisant notre potentiel technologique, en développant les services financiers de l'avenir, en stimulant nos capacités d'innovation ?

C'est que, à mon sens, la nature même de ce défi est en train de changer.

Il ne s'agit pas seulement d'assurer notre présence sur le marché mondial, de pousser l'extension géographique de réseaux d'agences. Il s'agit aussi de faire un saut qualitatif majeur.

Je voudrais m'attarder quelques instants sur ce point, et prendre un peu de recul, en remarquant que nos systèmes productifs et financiers sont en train de se transformer sous l'action de deux phénomènes irréversibles : d'une part, ils se globalisent et se mondialisent, par conséquent la compétition n'est plus à l'échelle nationale mais au niveau mondial, et d'autre part ils sont marqués par la restructuration industrielle et l'adaptation du cadre réglementaire.

Nos systèmes productifs se globalisent ainsi que nos systèmes financiers, et les interactions entre ces deux phénomènes sont lourdes de sens. La globalisation des systèmes financiers n'aura-t-elle pas comme conséquence, positive d'ailleurs, l'élimination progressive des disparités régionales en termes de coût de capital ou du risque financier encouru ? Qu'il s'agisse de grands groupes industriels ou de petites entreprises, il va être possible d'opérer à l'échelle de la planète afin de se procurer les ressources nécessaires à la production des biens ou des services. Ce qui amènera les entreprises à la recherche permanente du meilleur financement, de la meilleure technologie, et des meilleures compétences où qu'elles soient. Le défi, pour nous européens, c'est alors de faire en sorte que ce meilleur financement, cette meilleure technologie, ces meilleures compétences soient et restent européennes. Sinon, quelles seront nos chances ? Que restera-t-il à l'Europe ? A quoi servira le grand marché européen, si nous ne sommes pas capables d'occuper notre propre terrain par des produits et des services plus performants et plus innovants que ceux de nos concurrents ?

A quoi servira-t-il aussi si nous restons coincés dans des carcans sectoriels hérités du passé ? C'est aussi une conséquence majeure de la globalisation que de remettre en cause des habitudes et des modes de fonctionnement. Ne devons-nous pas par exemple tirer ensemble les conséquences des réflexions menées à ce colloque sur le déplacement des frontières d'activités entre les banques, la finance et les agents économiques non financiers ?

Ainsi, la mondialisation du système productif interpelle la Communauté. Elle remet en question la pertinence et la signification de l'espace européen. Elle nous pousse à redéfinir nos actions, à les replacer dans un cadre nouveau. A cet égard, la stratégie de la Commission est claire.

Elle consiste à renforcer la base industrielle de l'Europe, dans les secteurs traditionnels comme dans les secteurs de pointe, notamment en dynamisant les réseaux de petites

entreprises qui irriguent nos systèmes productifs, et en favorisant la diffusion des techniques nouvelles.

Elle consiste aussi à améliorer la compétitivité européenne, de son industrie, de ses services, par le décloisonnement de ses marchés et par la mobilisation à bon escient de sa science et de sa technologie.

Je ne vais pas énumérer ici les différentes actions que nous menons qu'il s'agisse des négociations en cours au GATT, ou des initiatives récentes envers les petites et moyennes entreprises. Je me limiterai à attirer votre attention sur nos efforts pour contribuer au renforcement des bases scientifiques et technologiques des industries et des services européens. Ces efforts ne datent pas d'hier, et vous connaissez sans doute quelques uns de nos programmes en la matière, comme le programme ESPRIT ou le programme BRIT dans le domaine des technologies avancées de l'information, ou le programme RACE dans celui des télécommunications.

Si je vous en parle aujourd'hui, c'est pour trois raisons. Tout d'abord, nous voulons, dans le droit fil des conseils européens de Milan et de Luxembourg que j'évoquais précédemment, donner une nouvelle dimension à la politique scientifique et technologique commune, en la liant étroitement aux autres objectifs permettant de réaliser un véritable espace économique européen : le grand marché sans frontières, la cohésion économique et sociale, le système monétaire européen et la politique sociale, dans certains de ses aspects liés aux conditions de travail, à l'environnement, ... C'est dans ces perspectives que nous devons désormais nous situer, à la fois pour des raisons de cohérence et pour des raisons d'efficacité.

Concrètement, cet effort recentré se traduit par un programme d'action pour 5 ans, pour la période 1987-1992, que nous appelons le programme cadre des actions communautaires de recherche et de développement technologique. Le coût de ce programme cadre se monte à près de 8 milliards d'écus, représentant ainsi 3% environ des dépenses publiques de R & D dans les Etats membres de la Communauté. C'est une montée en régime sensible par rapport aux efforts précédents et nous sommes convaincus que l'on ne peut pas faire moins si l'on veut que l'Europe puisse survivre dans le contexte du marché global que j'évoquais précédemment.

Je tenais à vous en parler aussi parce que, dans ce programme-cadre, il y a des actions de recherche-développement que nous voulons mener et qui vous concernent directement.

Le progrès des technologies de l'information et de la communication a été considéré par la plupart des intervenants dans ce colloque comme un facteur déterminant de la mutation financière actuelle.

Dans le contexte récent de déréglementation et face à l'intensification de la concurrence nationale et internationale, les institutions financières qui sont contraintes de s'engager dans une course à la compétitivité, considèrent aussi la technologie comme une arme efficace de compétitivité, et comme un support à des services financiers renouvelés, voire même totalement nouveaux.

Les nouvelles technologies de l'information et de la communication permettent nous seulement de diminuer le coût de l'intermédiation financière, mais garantissent également la rapidité de réaction aux sollicitations d'une clientèle de plus en plus avertie et exigeante en termes de délais de réponse et des services obtenus.

On estime que les grandes banques américaines consacrent 11 à 16% de leurs dépenses, hors intérêts payés, à l'équipement informatique et de télécommunications. Le montant des dépenses en informatique par employé atteint 4000 \$ dans le secteur d'assurance américain et 3000 \$ dans le secteur bancaire et financier. C'est presque trois fois plus que dans les principaux pays européens ! Les institutions financières américaines disposent également de solides traditions d'"electroning trading" dans le domaine boursier, permettant de réaliser le rêve cher à tout économiste classique du marché instantané, fluide et fonctionnant 24 heures sur 24.

En Europe également, les services financiers représentent l'industrie qui investit plus dans les nouvelles technologies puisque dans nos états-membres, elle utilise 20% du parc informatique.

Je note au passage que le formidable effort de modernisation ainsi mené n'a pas empêché chez nous la création de plus d'1 million d'emplois pour le secteur des services financiers entre 1974 et 1983. Prise dans son ensemble, l'Europe est également en bonne position en matière de transfert électronique de fonds et d'électronisation des points de vente.

Enfin, les nouveaux moyens de paiement mis à la disposition des particuliers ainsi que les réseaux télématiques de transmission et de compensation connaissent actuellement des développements importants dans la plupart des Etats membres. Les développements en cours dans ce domaine présente clairement une dimension transnationale qui intéresse la Commission.

Les services de la Commission ont été invités à réfléchir et à préparer un projet d'action communautaire conformément au projet de l'achèvement du grand "marché sans frontières" tel qu'il a été développé dans le "Livre Blanc". Il serait difficilement concevable dans cette perspective d'intégration financière qu'un nouveau moyen de paiement, à savoir les cartes électroniques précisément, présente des caractéristiques trop divergentes entre les Etats membres.

La normalisation et la compatibilité de ces produits et systèmes technologiques s'avèrent donc nécessaires si l'on veut permettre demain à tout citoyen européen d'accéder sans contraintes à tous les services financiers en tout lieu de l'Europe communautaire.

De plus, les nouvelles possibilités offertes par les technologies de paiement inciteront au développement de nouveaux services qui pourraient ainsi contribuer à l'approfondissement et au renforcement de l'espace financier européen.

Un tel renforcement serait aussi facilité par un rapprochement des monnaies et des politiques monétaires des Etats membres. Et le SME et l'Ecu pourraient jouer un rôle déterminant, dans le progrès du mouvement d'intégration, puisqu'il amène les Etats membres à s'attaquer à temps aux problèmes fondamentaux, en concentrant l'attention sur

la nécessité d'un développement convergent des économies. Ces thèmes ont fait l'objet d'une large discussion dans ce colloque, ce qui nous a permis de prendre connaissance de vos remarques. Je souhaite que ces contacts d'information et de consultation se poursuivent.

La troisième raison pour laquelle je voulais évoquer nos projets pour la recherche et le développement technologique tient aux modalités de leur financement. Nous souhaitons, en effet, en complément au financement par le budget communautaire, mettre en oeuvre des formules nouvelles de financement et de garantie du risque. Certes, certaines de ces formules existent déjà dans le cadre national, mais nous pensons que l'on doit faire preuve de davantage d'imagination financière pour s'adapter au contexte particulier de la recherche développement et de la coopération entre entreprises.

Nous avons donc besoin de votre appui pour mener à son terme notre action de revitalisation du système productif européen. Nous avons aussi besoin de vous pour faire face à un second défi majeur : s'adapter au phénomène nouveau du développement des activités de services et de leur financement.

Ce phénomène est l'expression d'une réalité nouvelle : la richesse et la puissance des nations s'édifient de plus en plus sur des activités de service performantes comme les services à la production, les services financiers, les services de communication et d'information, l'industrie du logiciel, la distribution, la formation, la recherche, etc...

La forte poussée américaine pour faire sauter les restrictions aux échanges internationaux de services, ou les diversifications de nombreuses firmes du secteur manufacturier vers des activités de services, en sont autant de signes.

Une traduction de ce phénomène est l'accroissement des investissements dits "immatériels" ou "intangibles", c'est-à-dire ceux qui sont liés aux dépenses de R-D, d'acquisition de logiciels, d'acquisition de services comme le marketing ou la publicité, ou aux dépenses de formation de la ressource humaine. Son taux de croissance, au cours des 5 prochaines années, serait environ 4 fois supérieur à celui de l'investissement physique. Je pense que vous appréciez chaque jour davantage la montée de ces dépenses qui sont comptabilisées en exploitation mais qui sont "de facto" pour les entreprises de véritables investissements.

Réfléchir sur la manière d'offrir à nos entreprises grandes ou petites les financements adaptés à cette "nouvelle donne" de l'investissement, voilà, me semble-t-il, une piste majeure pour orienter notre action future. Et que dire de la gestion des risques nouveaux, des vulnérabilités nouvelles, liées au développement d'un système productif autour des deux tendances - globalisation et montée de l'immatériel - que je viens d'évoquer ?

Je sais que de nombreux produits et services financiers nouveaux destinés à financer des dépenses de recherche ou des investissements en logiciels ont été envisagés au cours de ces dernières années mais que, du fait de nombreux obstacles économiques ou réglementaires au niveau de leur financement, ils ont eu peu d'effet jusqu'à présent.



Permettez-moi de souligner maintenant le rôle central des PME dans les activités de services. Or, comme certains ont dit ici, une grande majorité des innovations financières n'est pas accessible aux PME.

Il convient également de renforcer encore plus le développement du marché européen du capital à risque.

Vous participez à cet effort, puisque 44% des ressources proviennent respectivement des établissements de crédit et des sociétés d'assurance.

Il n'empêche que malgré l'élan de ces dernières années, le marché du capital à risque dans la Communauté reste très fragmenté et essentiellement national. Il est, en part de PNB, encore très réduit, et deux fois moins important qu'aux Etats-Unis par exemple. Par ailleurs, de grandes disparités existent entre les marchés nationaux des pays membres de la Communauté.

Nous devons donc établir une meilleure coopération dans tous les segments du processus de financement de l'innovation, du "seed money" de départ jusqu'à l'introduction des entreprises ainsi créées dans les seconds marchés.

Les services de la Commission étudient les problèmes spécifiques des PME et leur rôle par rapport aux nouvelles technologies ainsi que leur participation aux activités de recherche à frais partagés. 40 à 50% des entreprises qui participent aux programmes communautaires tels que ESPRIT et BRIT sont des PME. La Commission est convaincue que les PME ont un nouveau rôle à jouer dans l'espace économique européen et s'efforce de faire davantage pour qu'elles puissent bénéficier d'une assistance technique et financière. La proposition de prêt européen à l'innovation s'est heurtée malheureusement à un veto au sein de Conseil en 1984, mais nous poursuivons nos efforts dans ce sens-là.

Nous pressentons l'ampleur et la complexité de tels problèmes. Nous pressentons aussi que les réponses à y apporter doivent être élaborées en commun si l'on veut que l'Europe aborde le virage vers le XXIème siècle dans de bonnes conditions.

La Commission souhaite que les états européens puissent disposer d'un véritable espace financier communautaire sans frontières auquel tous les agents économiques européens accéder dans des conditions équivalentes. Elle souhaite également que la qualité des places financières européennes résulte de la qualité des services financiers qu'elles offrent et non d'avantages réglementaires et fiscaux comparés.

Il y a donc un effort d'innovation financière à mener, en parallèle avec l'effort d'innovation technologique que j'ai évoqué. La conclusion majeure que je tire est que ces deux efforts doivent être menés de manière coordonnée. La Commission souhaite agir dans ce sens.

Il me semble qu'il y a, avec l'imagination et la créativité dont vous faites preuve - la floraison récente des innovations financières en est l'illustration - moyen de mener une véritable politique d'innovation qui aille au-delà des nécessités pressantes du court terme,

pour que nos entreprises disposent des services dont elles auront vraiment besoin à l'avenir.

Nous souhaitons poursuivre dans cette voie, et ce colloque a été utile, en nous donnant quelques pistes :

- Il me semble que nous aurions besoin de renforcer nos capacités d'analyse du changement dans le domaine des services financiers, par exemple, en se dotant d'outils statistiques appropriés, ou d'un observatoire spécialisé suivant régulièrement ce qui se passe dans la Communauté et à l'extérieur, en matière d'innovations financières.
- Il me semble aussi qu'il est important de mettre rapidement les différents pays au même niveau technologique. Nous devons veiller à faciliter le transfert des connaissances et des savoir-faire vers les régions où, par exemple, l'usage de la monnaie électronique est encore peu répandu, par exemple en lançant rapidement de grands programmes d'expérimentation.
- Je pense également qu'il nous faut absolument travailler ensemble à mettre en place un système de transactions financières moderne, qui permettrait, par exemple, à tous les citoyens européens d'effectuer leurs transactions, où qu'ils se trouvent, en toute sécurité, et sans se heurter à des barrières technologiques. Différents réseaux existent déjà ici ou là. Il faudrait que pour l'utilisateur, citoyen ou entreprise, cela devienne aussi commode que d'emprunter le réseau routier ou celui des trains. Cela nécessite en outre des actions de normalisation des matériels et des procédures.

La Commission ne doit-elle pas pour cela s'engager dans une action prénormative ? Cela pourrait être aussi un moyen de promotion pour un usage européen de l'Ecu dans les transactions trans-frontières.

- Enfin, nous pourrions envisager de continuer à nous retrouver régulièrement à l'occasion d'un Forum annuel pour aborder, au-delà de nos difficultés quotidiennes et dans la perspective d'une Europe qui veut continuer à se construire, quelques thèmes d'avenir comme celui du financement de la R & D.

Ce colloque a été un moment, je souhaite pour ma part qu'il soit un processus que nous puissions poursuivre. Je voudrais inviter le Comité Scientifique organisateur à nous aider à tirer les leçons d'un tel exercice, et à nous aider à le valoriser en réfléchissant avec nous aux suites à lui donner.

Permettez-moi de vous remercier encore, vous tous qui par votre présence pendant ces trois jours, avez témoigné de l'intérêt que vous portez au devenir de l'Europe.

**Rapporteur :**

**J.R.S. Revell**

*Institute of European Finances, Bangor*



**Report on the Plenary Session I of 5 November 1986**

**Rapporteur: J.R.S. Revell**

Mr Chairman, Ladies and Gentlemen

The function of the speakers in the first session was to set the scene by providing discussions of the main changes in financial systems during recent years so that these could be followed up in more detail during the Parallel Workshop sessions. As my French colleagues put it, their function was that of *cadrage*. Each looked at the changes from a different point of view, but they were all asked by the Scientific Committee to stress three aspects: the effects of technology, the impact on Europe, and the long-term implications of the changes. What I am going to say by way of report is based both on the written papers and on the discussions that took place during the first session.

Most of the contributions started from the same point, an analysis of the nature of the recent changes. These were classified in different ways, but they can be summarised under four headings: an explosive growth in securities markets; the geographical and financial integration of these markets on an increasing scale; the growing diversification of financial instruments traded on them; and lastly the decline in the specialisation of financial institutions and the tendency for banks to become 'universal' in all countries.

Speakers discussed the reasons for these changes. They gave due weight to the impact of regulation and deregulation, but they were not inclined to follow some American writers in regarding these as the main influences. Two factors were emphasised as leading to the recent spate of innovations and to the new trend towards securitisation. (What a pity it is that people who invent these phrases don't invent rather more elegant ones, but we have to live with them.) The first was the change in the main lenders and borrowers on international banking and capital markets around 1983 from the recycling of the surpluses of oil-rich countries to the less developed countries, whose needs were well served by that innovation of the 1970s, the syndicated credit, then moving to the financing of the US deficit by Japan and certain European countries, for which securities markets were demanded. The second factor was the fragility of the banking system caused by the debt crisis and the consequent need to boost capital ratios and provisions. As the banks' large customers increasingly resorted to the capital markets, this was accomplished by reducing the pressure on bank balance sheet totals and by the profits earned from off-balance sheet activities.

Speakers emphasised that the changes were not occurring with equal speed throughout Europe, and there was some analysis of these differences. One of these contrasted the 'imperturbable serenity' of Germany with the drastic reorganisation of the financial system made by the government in France, the effects of the central bank priority on funding of the government's large deficit in Italy, and the free-market efforts in the United Kingdom to retain the status of London as a major international financial centre.

The impact of technology on these changes perhaps received less than its due share of attention since electronic technology is being applied much faster at the moment on securities markets than anywhere else. Without it many of the changes would have been impossible, and the move to 24-hour trading on international securities markets would have been inconceivable. The impact can be seen to have its greatest effect in London, where the Big Bang is designed to move the market from trading floors with restricted hours to 24-hour trading, first on telephone markets - and I have written down here 'after a short interval' but perhaps I should now say a slightly longer interval - to markets on which dealing is carried out by means of computer terminals. The impact of the spread of this new method of conducting business on increasingly international markets will be felt especially by banks, because commercial banks will have to combine their traditional functions with those of investment banks and securities houses. And, in fact, the London clearing banks which have never had any connections with securities markets or with the issuing of securities, have had to turn themselves into investment banks almost overnight. These changes have started in London, but they will spread in some form or other, I think, throughout Europe in due course.

The emphasis on Europe was seen in the proposals by one speaker for three changes that would go a long way towards creating a European stock exchange. The first was to harmonise the dealing hours and practices of stock exchanges throughout Europe. The other two changes consisted of creating European markets, first for bonds and then for equities, on which all securities would be denominated in ECUs and subject to the same fiscal treatment. There was support for the European Monetary System and also for Triffin's proposal of a European Monetary Bank. The other side of the European issue, the ability of European financial institutions to compete on equal terms with the huge institutions from the United States and Japan, was mentioned in the course of the discussion. The huge institutions are particularly the investment banks and securities houses from the United States and Japan, which are now almost dominating the stage in London. They are likely, indeed, to use London as a very favourable base for spreading out into Europe and perhaps into other countries because London is the one place where Japanese and American banks can combine the functions of a commercial bank and an investment bank. It would be a shame if we were to concentrate our attention on creating an internal market with no obstacles only to find that by this we had made the going much easier for the Americans and Japanese rather than for our own institutions.

One speaker referred to the Ptolemaic view of the financial world taken by many institutions and by governments, in which the national market is the centre of the universe around which international markets move. It would probably be equally Ptolemaic to concentrate attention solely on the unification and efficiency of the internal Community market and to neglect the competition between Community financial institutions and those from other countries, both on the international market and on the Community market itself.

Speakers were not expected to attempt the virtually impossible task of forecasting future trends on financial markets, but most of them provided a link between past changes and the future in two directions: first by considering whether present trends were irreversible and second by assessing the risks involved in the various structural changes and innovations.

There appeared to be a little disagreement between those who thought that there was no going back and those who pointed out that many of the innovations were merely adaptations of what financial institutions had been doing for many, many years. I think this distinction was more apparent than real: if this issue had come up in the discussion, I think most people would have adopted the middle ground. Many of the innovations could prove to be permanent; on the other hand, others could be ephemeral, disappearing as soon as the needs of economic agents changed.

There was general agreement that the structural changes and innovations, far from removing risk from the system, had increased its fragility. Many of the innovations had resulted only in a transfer of risk to different shoulders and others had tucked risk away off the balance sheet and made its assessment more difficult, both to depositors and to the managers of banks. In the first category came many of the new instruments, such as financial futures and options, which were also capable of being used for speculative purposes. The change from the use of bank credit to underwriting facilities and guarantees had ensured that the contingent risks involved for banks would all come home to roost together at a time of general economic crisis; the same change had lowered the quality of bank loan portfolios because bank credit was used only by the less creditworthy customers. The shift to variable-rate loans had removed funding risk, but at the expense of increased credit risk at a time of rising interest rates because, as the international debt crisis showed, many borrowers could not meet the increased payments.

There was also concern about the great increase in competition between banks on the international markets for both traditional bank credit and for underwriting facilities and guarantees, which had reduced interest margins and fees to very low levels. Two particular points carried this concern further. The first was a query whether completely free competition in a banking system and on capital markets was the way to secure the optimum allocation of resources, as orthodox economic theory insists it is. Stressing that the task facing the countries of Western Europe was to invest in industrial innovation, one speaker felt that a market concerned largely with short-term gains was not nearly so good an allocative device as the long-term relationship between a banker and his client.

The second point was something that occurred almost as an afterthought, a footnote perhaps, in at least two of the written reports. This was an implied parallel between what happened in the late 1920s and what is happening today, with an unstated corollary that present changes could well be leading up to a financial crisis, as in 1929. I think it would be a very rash person who forecast the inevitability or timing of such a crisis, but it does seem to me that this is something that ought to be taken into account as - shall we say - the 'disaster scenario' (if we must use jargon) of our strategic planning. It could well happen, I'm frightened to say.

Thank you, Mr Chairman.





**Rapporteur :**

**O. Pastré**

*Université Paris VIII*



**RAPPORTEUR : O. PASTRE.**

Je voudrais d'abord au nom du Comité Scientifique remercier trois personnes qui ont permis que ce colloque ait lieu. Je voudrais d'abord remercier le Secrétaire Général du colloque Monsieur MUL DUR, ainsi que Monsieur TROBERG de la DG XV. Essayer d'organiser un colloque qui regroupe 12 pays et au moins 6 professions, c'est, en soi, relativement difficile. Si on ajoute à cela que des représentants de chacune des professions et de chacun des pays sont relativement "hétérogènes" et que au-delà des 12 pays, il y en a 13ème qui est la Commission Européenne, on comprend que la tâche du Secrétaire Général a été particulièrement délicate et ce d'autant plus qu'à aucun moment n'a sacrifiée la qualité scientifique de ce colloque.

Je voudrais aussi remercier Ricardo PETRELLA qui préside le programme FAST. Cela doit être très difficile de réfléchir tout azimut à l'avenir à long terme dans un organisme qui a pour vocation, (et c'est un bien), de négocier et donc de se préoccuper beaucoup des problèmes à court terme. Ce doit être très difficile mais je crois que ce colloque montre qu'il n'est pas inutile de venir de temps en temps à Bruxelles sans y venir exclusivement pour négocier mais pour réfléchir à l'avenir de l'Europe à plus long terme. Je crois que cela est indispensable dans une période de mutation financière comme la nôtre et je crois qu'il faut remercier Ricardo PETRELLA de favoriser cette réflexion prospective.

Je vais maintenant rapporter sur la session "Pouvoirs publics" présidée par D. Lebègue, le Directeur du Trésor financier. Avant de présenter les différentes interventions, je voudrais faire deux remarques d'ordre très général qui, me semble-t-il, étaient sous-jacentes aux interventions des différents orateurs.

**Première remarque :** les pouvoirs publics sont un acteur-clé des mutations financières, en particulier dans le cadre européen. Un acteur-clé parce que la construction financière européenne est une dynamique conflictuelle et parce qu'un des rôles de l'Etat est justement de médiatiser les conflits. Si l'on veut analyser la construction de l'Europe financière, il y a au moins 5 niveaux d'analyse : il y a les consommateurs de produits financiers, les entreprises et les ménages, qui n'ont pas tous les mêmes objectifs ; il y a les producteurs de services financiers : les banques et les assurances n'ont pas toujours les mêmes intérêts ; enfin, pour un pays donné, il y a l'intérêt national avec tout ce que cela peut comporter de conflit, potentiels avec les autres états-nations européens, et avec les autres états-nations hors de la CEE. Cela fait beaucoup d'acteurs et de conflits d'intérêts potentiels, l'Etat étant au centre de ces conflits d'intérêt.

**Deuxième remarque d'ordre, elle aussi, presque philosophique :** l'objectif de l'Etat a toujours été de garder l'équilibre entre la conduite de la politique monétaire, le développement des marchés financiers et la sécurité du système bancaire. Telle est la fonction des pouvoirs publics au plan monétaire et financier. Ce qu'il y a de nouveau dans la période de mutations actuelle, c'est qu'à ses trois objectifs s'en ajoute un quatrième qui est, pour chaque Etat, la compétitivité du système financier national. Cela fait quatre objectifs partiellement contradictoires entre lesquels chaque Etat doit essayer d'établir un équilibre.

**Je vais maintenant présenter ce qui a été dit dans notre atelier à la fois sur les évolutions enregistrées dans chacun des pays européens et sur les évolutions au plan communautaire.** Compte tenu de la puissance invitante de ce colloque, j'insisterai davantage sur la dimension communautaire. Dans chacun des pays européens, on a assisté, au cours des années récentes, à des modifications profondes de l'attitude des pouvoirs publics en matière monétaire et financière. **En matière monétaire :** modification des agrégats, mise en place d'une politique d'objectifs monétaires, développement des procédures de marché, telles sont les trois principales évolutions qui se dégagent.

**Au plan financier et bancaire :** développement et extension du contrôle et de la surveillance des acteurs, organisation des marchés, tels ont été les objectifs des pouvoirs publics dans un passé récent.

**Si on se tourne maintenant vers l'avenir, on peut dégager trois interrogations et trois quasi certitudes.** La **Première interrogation** tient aux problèmes touchant à la conduite de la politique monétaire en économie ouverte et notamment le rôle que va jouer le taux de change parmi les objectifs de la politique monétaire. La **Deuxième interrogation** concerne le champ de la régulation: comment doit s'opérer le contrôle des nouvelles activités, comment doit s'opérer le contrôle des nouveaux opérateurs, quel partage doit s'opérer entre ces deux types de contrôle ? La **Troisième interrogation** tient aux modalités d'ouverture à la concurrence étrangère. Nous sommes, en effet, dans une période où les pouvoirs publics sont partagés entre la conviction qu'il est indispensable de s'ouvrir vers l'extérieur et, en même temps la prise de conscience que les risques financiers se multiplient. C'est cette contradiction entre nécessité d'ouverture et montée des risques qui crée des difficultés à l'action des Pouvoirs publics. N'oublions jamais dans ce domaine que la banque, l'assurance, et, d'une manière générale, les "industries financière"s ne sont pas comme les autres industries. Elles comportent des "effets externe"s considérables : une faillite bancaire, une faillite de compagnie d'assurance n'ont pas les mêmes effets qu'une faillite industrielle. Celà, pour le moins, mérite réflexion. Et prudence.

En terme de certitudes, ou plutôt de quasi-certitudes, il y a trois éléments qui ressortent. D'abord, l'Etat est un ensemble hétérogène. Au plan national lui-même, l'Etat ne constitue pas un tout. On ne dit pas le pouvoir public, mais les pouvoirs publics. L'harmonisation au sein des états entre les différents intervenants publics est un problème qui est apparu souvent dans nos discussions. **Deuxième quasi-certitude: la nécessité de gradualisme.** Il est nécessaire que les réformes financières soient progressives. Progressives ne veut pas dire lentes. Même le "big bang", les opérateurs anglais ont eu trois ans pour s'y préparer. En Europe continentale, on est pas dans un scénario de "big bang" mais plutôt dans un scénario de "small bangs": des réformes d'ampleur limitée qui se succèdent et qui permettent, par une procédure gradualiste, de modifier sensiblement les conditions de fonctionnement du système financier. **Troisième concept dont nous avons discuté : l'auto-surveillance.** La régulation est indispensable, tout le monde en est d'accord mais elle ne passe pas nécessairement par la réglementation. Les deux termes "régulation" et "réglementation" sont très différents. La régulation au plan micro-économique et au plan de chacune des professions financières concernées (les codes de conduite par exemple) sont des éléments tout à fait essentiels pour l'équilibrer des systèmes financiers.

**Passons maintenant au plan proprement européen.** Je voudrais souligner deux choses en guise d'introduction. Tout le monde est aujourd'hui d'accord pour reconnaître que l'Europe monétaire et financière est en retard par rapport à l'Europe agricole ou à certains dossiers de l'Europe industrielle. Si, maintenant, on étudie l'ensemble "Europe monétaire et financière", on est incité à penser que alors que ce sont les réformes financières et bancaires qui ont été les plus nombreuses dans les pays européens, c'est peut-être le dossier monétaire qui a le plus avancé au plan communautaire. Je vous rappelle qu'en 1966, le rapport Segré visait à la constitution d'une "Europe des capitaux". Ce rapport n'a pas connu une application très rapide; c'est le moins que l'on puisse dire. Alors faut-il être euro-pessimiste dans le domaine monétaire et financier ? Les discussions de notre atelier tendraient, par certains côtés, à inciter à l'euro-pessimisme. Au delà du récent accord nipo-américain, il y a certains éléments qui pourraient nous rendre euro-pessimistes. Tout d'abord des éléments culturels qui ont été évoqués lors de la première journée: l'Europe est le berceau historique de l'Etat-Nation; c'est difficile de collaborer entre états quand on est un continent aussi ancien que l'Europe. Par ailleurs, au sein de l'Europe, il existe des divergences très profondes entre les pays qui sont organisés selon un droit romain écrit et codifiant pratiquement toute activité et les pays qui dans le nord de l'Europe sont plus habitués aux droits coutumiers.

Plus spécifiquement sur le plan monétaire et financier, il est au moins deux facteurs d'euro-pessimisme qui ont été évoqués hier. Il semble tout d'abord qu'aucun des facteurs de globalisation des marchés ne soit spécifiquement européen. Le marché est, avant tout, aujourd'hui mondial; l'intégration européenne est, de ce fait, difficile à établir. Ceci est d'autant plus vrai, et c'est là le deuxième facteur, que les acteurs financiers européens sont plus internationalisés qu'européanisés. De ce point de vue, l'Europe se trouve un peu prise entre deux feux, le "feu" de la nation et le "feu" du marché mondial. Si l'on ajoute à cela les conflits que comporte toute construction communautaire, il y a de quoi être euro-pessimiste.

Malgré celà, il existe de très nombreux éléments d'euro-optimisme. Pourquoi être "euro-optimiste" en matière financière et monétaire ? D'abord parce que beaucoup de choses ont déjà été faites quant à l'harmonisation des réglementations dans le domaine bancaire et financier. Il faut rendre grâce à la ténacité des juristes et des juristes de la Commission en particulier qui, dans ce domaine, ont permis que les choses avancent. De même ce qui a été fait dans le domaine monétaire, même s'il y a de nombreux efforts qui restent à accomplir, est extrêmement encourageant. Il faut prendre conscience des avantages que présente la constitution d'une Europe des capitaux : une meilleure efficacité des entreprises via une concurrence plus grande entre opérateurs financiers, un élargissement du choix offert aux consommateurs en matière de produits et de services financiers, une meilleure répartition de l'épargne au plan européen. Et puis il y a les avantages plus macro-économiques: l'harmonisation des politiques prudentielles est incontestablement un facteur de stabilité des systèmes financiers européens; le développement du SME est aussi un puissant un facteur de réduction des tensions sur les marchés internationaux de capitaux; enfin, la constitution d'une Europe des services financiers est un moyen pour l'Europe d'améliorer sa position dans des négociations internationales qui s'ouvrent comme le nouveau Round du GATT et qui ont une importance stratégique pour l'avenir. Alors, que reste-t-il à faire ? Beaucoup de choses. Ces différents éléments incitent à l'euro-optimisme. Ils ne doivent pas, cependant, masquer le long chemin qui reste à parcourir sur la voie de l'Europe Monétaire et Financière. Pour l'avenir, il y a, bien évidemment, trois dossiers stratégiques : le rôle de l'Ecu comme moyen de paiement, l'adhésion de la Grande-Bretagne au SME, et la mise en oeuvre du Livre Blanc.

Pour avancer sur ces trois dossiers, il faut, semble-t-il, respecter un certain nombre de préalables et établir un certain nombre d'équilibres. L'atelier a essayé de définir quels étaient les préalables à la poursuite de l'intégration financière européenne, ou plutôt quelles étaient les règles d'antériorité à respecter ; j'en ai relevé au moins quatre : une harmonisation minimale est nécessaire si l'on veut une libre prestation de services sans distorsion concurrentielle, la liberté des changes est un préalable à la poursuite de la construction monétaire européenne, le développement d'un espace monétaire européen est, dans certains cas, un préalable dans certains cas à la création

d'un marché intérieur des services financiers et enfin, dans le domaine technologique, la normalisation est un préalable à la mise en oeuvre d'une politique industrielle communautaire (en matière de carte de paiement notamment).

Venons maintenant aux équilibres. Il y a un certain nombre de développements en cours dans les domaines monétaires et financiers dont il faut essayer d'assurer l'équilibre. J'en ai noté, dans la discussion d'hier, au moins cinq. L'un est bien connu : c'est l'équilibre à trouver dans le développement de l'Ecu privé et de l'Ecu public et la nécessité qui en découle de "passerelles" entre ces deux types de développement. Le deuxième point d'équilibre à trouver est à trouver entre libre prestation de services et harmonisation. L'harmonisation du cadre réglementaire qui s'impose aux intermédiaires financiers européens présente, certes, quelques inconvénients que les intervenants ont abondamment décrits : l'harmonisation, étant le produit d'un compromis, est souvent difficile à mettre en oeuvre; les directives de la Commission apparaissent relativement lourdes et souvent trop précises; lorsqu'il ya des disparités trop fortes de compétitivité, il y a des risques de distorsion de la concurrence si une harmonisation réglementaire minimale n'est pas introduite. Ce qu'a dit Monsieur Humbert me semble acceptable comme base de départ par les membres de la session, à savoir un contrôle national, une harmonisation minimale au plan communautaire et une libre prestation de services. Troisième type d'équilibrage à définir : l'équilibrage entre "préférence communautaire" et "déréglementation tout azimut" qui conduirait à fragiliser les systèmes financiers européens.

Si on oppose protectionnisme et libre échange, tout le monde est d'accord pour dire que le libre échange est préférable. Malheureusement les choses sont un peu plus compliquées.

D'abord, l'Europe n'est pas aussi protectionniste que certains veulent bien le dire, en tout cas comparativement à d'autres zones géographiques (les Etats-Unis par exemple, dans lesquels la réglementation fédérale complique sérieusement la tâche des opérateurs étrangers). Deuxièmement, il faut s'interroger pour savoir si le risque de protectionnisme n'est pas plus grand lorsque la libéralisation est trop rapide : à partir du moment où les systèmes financiers sont hétérogènes, dans un monde où les conflits s'exacerbent, une libéralisation trop rapide peut conduire au protectionnisme et peut donc avoir des effets contre-productifs. Là aussi il y a un équilibre à trouver. Quatrième équilibre à trouver entre le rythme de développement du système monétaire européen et le calendrier de mise en oeuvre du Livre Blanc. Dans ce domaine, il apparaît que le SME est plus avancé que la libre prestation de services mais que la libre prestation de services, si le calendrier est respecté, risque d'avancer beaucoup plus rapidement à l'avenir. Il risque d'en découler des tensions très fortes et donc là aussi il y a un équilibre à trouver. Un cinquième équilibre est à trouver (et c'est un point sur lequel les pouvoirs publics sont directement interpellés) entre le développement des marchés et le financement de l'industrie. Il ne sert à rien d'avoir des marchés financiers extraordinairement sophistiqués s'ils ne servent pas à financer le

développement industriel et à travers celà à contribuer aux créations d'emplois. Il y a là une interrogation fondamentale quant à l'affectation de l'épargne communautaire : l'épargne communautaire doit d'abord servir à l'investissement communautaire. Si sur ce point, tout le monde reconnaît qu'il s'agit d'un dossier particulièrement important et que les pouvoirs publics au plan national et au plan communautaire ont, dans ce domaine, un rôle essentiel à jouer.

J'ai déjà dépassé quelque peu mon temps de parole mais je voudrais maintenant en guise de conclusion outrepasser mon rôle de rapporteur. On a beaucoup parlé dans ce colloque des efforts que devaient consentir les professionnels et les gouvernements nationaux dans le cadre de la construction d'une Europe financière. On a peu parlé des efforts que devrait fournir la Commission Européenne elle-même. Les différents pays européens, acteurs privés et pouvoirs publics confondus doivent certes se moderniser. Mais la Commission Européenne, elle aussi, qui s'est déjà modernisée dans le passé, doit continuer à le faire. De ce point de vue, il me semble, qu'il y a trois domaines dans lesquels des progrès pourraient être accomplis. D'abord il faut savoir que plus les dossiers traités seront nombreux, plus il y a de risques de confusion mais en même temps plus il y a de différentes chances que soit trouvé un équilibre entre les intérêts respectifs des différents pays communautaires. Tous les pays n'ont pas les mêmes intérêts à défendre dans la construction de l'Europe financière. Deuxième remarque : pendant une phase au cours de laquelle l'harmonisation était la "règle d'or", les juristes devaient bien évidemment jouer un rôle central. Dès lors que l'on parle de libre prestation de services, et que l'on parle donc de compétitivité, je crois que c'est alors aux économistes de jouer un rôle moteur. Enfin dernier point, je crois que l'on ne pourra avancer plus vite dans la construction de l'Europe des capitaux que si l'on se connaît mieux. L'information est le plus sûr garant de la coopération. Seule l'amélioration de l'information permettra de dédramatiser un certain nombre de dossiers jugés aujourd'hui trop sensibles. permettant de mieux prendre conscience des disparités au sein de la Communauté, une information plus abondante et plus transparente contribuera utilement à la résolution des conflits dont tout construction communautaire est porteuse. Ces efforts sont faciles à réaliser, pour peu que la volonté politique y soit. Puisse la Commission les réaliser au plus vite pour le plus grand bien de l'Europe des capitaux.



**Rapporteur :**

**U. Schneider**

*Universität Mainz*



## RAPPORTEUR

*Uwe H. Schneider*

*Institut für internationales Recht des Spar-, Giro-  
und Kreditwesens, Universität Johannes Gutenberg, Mainz*

Rendre compte des exposés, de la discussion et des résultats du premier groupe de travail est à la fois une source de satisfaction et une tâche difficile. Les participants traitaient du sujet :

"Les acteurs et leurs nouvelles stratégies"  
("The actors and their new strategies")

L'objet de ces réflexions était tout d'abord de se demander si l'on constate des modifications sur le marché financier et lesquelles, quelles possibilités sont ouvertes aux opérateurs et où se situent les limites au plan juridique. Les exposés étaient axés sur ces questions. Ensuite, les travaux et discussions des participants ont porté sur le point de savoir s'il est judicieux, du point de vue de l'entreprise, de suivre le mouvement de déspecialisation qui se dessine actuellement : les supermarchés doivent-ils par exemple offrir des prestations d'assurance, émettre des cartes de crédit, etc. ? C'est la question de l'efficacité qui était ainsi soulevée mais on s'est également demandé s'il convient de supprimer les restrictions juridiques. Enfin, les participants se sont interrogés sur les nouveaux risques et leur signification pour le bon fonctionnement du marché financier et la protection du consommateur. Le droit en vigueur est-il préparé à ces nouveaux risques ? Une adaptation est-elle nécessaire ?

Reprenons maintenant ces points en détail : les intervenants ont traité de ces questions du point de vue des banques, du point de vue des entreprises d'assurance, du point de vue d'une entreprise de cartes de crédit et du point de vue d'un supermarché. Cette présentation a été complétée par un exposé représentant le point de vue des caisses d'épargne et caisses d'épargne-logement. La plupart des participants ont été d'accord pour estimer qu'un grand nombre de modifications sont perceptibles, à savoir :

- la libéralisation, le fait qu'un marché financier global est en train de naître et de se développer avec la conséquence pour les entreprises qu'elles ont le choix entre d'une part l'internationalisation de l'activité commerciale et de l'organisation et d'autre part, la décision de s'autolimiter et de s'en tenir à une activité régionale. Il est vrai que les entreprises à activité régionale, elles aussi, doivent s'attendre sur leur propre marché à la concurrence des entreprises étrangères.
- l'évolution est en outre caractérisée par la disparition des frontières traditionnelles entre les différents marchés partiels des banques, caisses d'épargne-logement, assurances, etc.

- à cela s'ajoute que les opérateurs qui se limitaient jusque là à des marchés partiels étendent leurs activités à d'autres marchés partiels.

On note également :

- le lancement de nouveaux produits visant un consommateur exigeant et au courant du marché ainsi que
- l'application de nouvelles technologies.

Les participants ont toutefois souligné l'importance particulière des phénomènes ci-après :

- En premier lieu, les modifications des circuits de commercialisation.
- En second lieu, l'arrivée sur le marché de nouveaux opérateurs, à savoir les supermarchés, les sociétés émettrices de cartes de crédit, les compagnies aériennes, etc. qui offrent des prestations de services à caractère financier, et les entreprises industrielles, par exemple les constructeurs automobiles qui assurent le pré-financement d'achats de marchandises et octroient donc des crédits à la consommation et
- En troisième lieu, la formation de groupes de sociétés qui permet de regrouper des banques et assurances, des caisses d'épargne-logement et des agents immobiliers, des entreprises de construction et des agences de voyage.

Pour les établissements de crédit, on constate toute une série d'évolutions spécifiques, aussi bien en ce qui concerne la clientèle d'entreprises que la clientèle de particuliers. Les entreprises s'adressent de plus en plus directement au marché des capitaux ("sécurisation"). A cet égard, les banques sont toutefois parvenues à mettre au point de nouvelles offres destinées aux entreprises. L'internationalisation de l'activité des entreprises impose aux banques d'être actives non seulement au plan national mais d'être également représentées dans le monde entier. Du fait de l'évolution technique, il est apparu nécessaire que le personnel des banques soit de mieux en mieux formé. Dans le secteur des opérations avec les particuliers, les établissements de crédit sont non seulement en concurrence avec d'autres établissements spécialisés - caisse d'épargne-logement, compagnie d'assurances, fabricants, prestataires de services - mais il faut aussi que leurs propres produits soient équivalents à ceux d'autres établissements de crédit.

Du point de vue des assurances traditionnelles, les modifications de la situation générale ont entraîné une mutation structurelle fondamentale qui s'est accompagnée d'une concurrence de plus en plus vive.

L'évolution technique permet de nouveaux produits et systèmes qui sont à la fois complexes et souples. Le nombre des circuits de commercialisation augmente et est en train de devenir un facteur important pour la concurrence. Certaines banques sont des intermédiaires importants en matière de prestations d'assurance. Les compagnies d'assurance du marché commun doivent donc choisir entre une diversification croissante ou une spécialisation; la recherche de nouveaux partenaires et de nouveaux circuits de

commercialisation est à l'ordre du jour. Mais une compagnie d'assurance n'a aucune raison de se porter acquéreur d'une banque dès lors qu'il n'y a pas de lien entre les deux activités (par exemple, entre les opérations d'assurance et les opérations bancaires dans le domaine hypothécaire). Cette opinion a été défendue par certains participants à la discussion et rejetée par d'autres.

La question de l'avenir du marché européen des valeurs mobilières a été ensuite soulevée. La mise en place de l'IDIS permettra aux 12 bourses de la Communauté Européenne de traiter les opérations de bourse au même moment, mais elle bute actuellement sur un certain nombre d'obstacles qui résultent des particularités des diverses bourses. On a noté à cet égard les différentes méthodes de détermination de l'offre et de la demande, les différences dans les modalités de dénouement des opérations, les différents intervenants en bourse, les agents de change, les banques, etc. La nécessité de préserver l'identité de chaque bourse a été reconnue par l'ensemble des participants. L'IDIS permettra d'autre part de savoir à quelle bourse on peut négocier aux conditions les plus favorables. La question a été posée de savoir qui doit être admis en bourse : seulement les agents de change, les banques également ou même d'autres entreprises ? Il a été souligné que le principal problème qui se pose actuellement à la bourse est de garantir l'indépendance des agents de change.

L'orateur qui présentait le point de vue des entreprises de cartes de crédit a su, à l'aide de quelques chiffres, mettre en évidence les modifications qui affecteront les opérations de paiement d'ici l'an 2.000. Il a indiqué le nombre de cartes de banque et de cartes d'entreprise ainsi que le nombre d'émetteurs de cartes et les autres prestations de services à caractère financier liés aux cartes de crédit. Cet intervenant a mis en garde contre un abus de réglementation contraire au bon fonctionnement des opérations, uniquement dans le but de restreindre la concurrence.

Une contribution a retenu tout particulièrement l'attention, celle dans laquelle les deux questions suivantes ont été traitées : les entreprises commerciales vendront-elles des prestations financières ? Cet exposé a bien montré que le secteur commercial a l'habitude de répondre aux souhaits de la clientèle. Il est donc logique, conformément au principe selon lequel les commerçants offrent une gamme aussi étendue que possible, que le secteur commercial offre également des services financiers à fort rendement bénéficiaire. Les atouts d'une telle évolution résident dans la possibilité de simplifier les produits financiers, de réunir l'offre en un même lieu et d'appliquer les méthodes de vente pratiquées dans le commerce, par exemple le discount.

Les considérations relatives aux conséquences juridiques ont été un peu trop brièvement traitées. La plupart des intervenants étaient d'accord pour estimer que le renforcement de la concurrence et les modifications structurelles n'étaient pas dû, ou du moins ne l'étaient que dans une mesure très limitée, à la suppression des restrictions légales. Plusieurs orateurs ont néanmoins exigé davantage de "dérégulation" mais sans indiquer en détail quelles restrictions devaient être abandonnées. A la place, trois points ont été particulièrement soulignés :

- Premièrement : c'est le marché et non pas la loi qui doit trancher la question des opérateurs, des produits et des meilleurs circuits de commercialisation.

- **Deuxièmement** : toutes les restrictions qui s'y opposent doivent donc être supprimées.
- **Troisièmement** : dans le même temps, il convient toutefois d'étudier plus précisément quels nouveaux risques résulteront des modifications structurelles et de se demander si, le cas échéant, une réglementation est nécessaire à cet égard.

Le groupe de travail a été organisé et dirigé par M. Croft. Il a mené les débats avec souplesse et compétence. Permettez-moi de l'en remercier au nom des participants.

**Rapporteur :**

**D. Kessler**

*Université de Paris-Nanterre, Nanterre*





**RAPPORTEUR : D. KESSLER.**

Reproduire, traduire, réduire, sans trahir, telle est la mission impossible du rapporteur. Vous ne serez donc pas surpris que je ne parvienne pas à la réussir.

On a parlé jusqu'à présent surtout des services financiers, des marchés, des produits et on parlera ensuite des pouvoirs publics. Ce dont on a parlé tout au long de la session 3, ce sont des européens, des hommes et des femmes qui peuplent le vieux continent. Cette session portait directement sur la dimension humaine et sur la dimension sociale de l'ensemble des phénomènes en cours dans le système financier.

Aussi allons nous nous intéresser à 4 aspects principaux : les européens épargnent, les européens vieillissent, les européens consomment et échangent et enfin les européens travaillent.

Ces comportements, ces phénomènes se déploient dans un environnement économique qui connaît des évolutions profondes et dans un environnement technologique rapidement changeant.

**Les européens épargnent.** Il est vrai qu'aussi bien les flux d'épargne que les stocks de patrimoine ont des structures très différentes d'un pays européen à l'autre. Qu'il s'agisse des ressources ou des emplois financiers, les situations européennes sont très contrastées. Les taux d'épargne comme les taux d'emprunt, les taux d'investissement comme les taux de placement financier varient significativement d'un pays à l'autre. La part de l'épargne des ménages dans l'épargne de la nation est également variable. L'effort d'accumulation reposant d'avantage sur les entreprises dans certains pays alors qu'il est plus particulièrement le fait des ménages dans d'autres. L'importance de la désépargne de l'Etat en raison notamment des déficits budgétaires est également plus ou moins forte selon le pays considéré. Dans tous les pays européens, on constate une baisse générale du taux d'épargne des ménages mais également du taux d'épargne national depuis le milieu des années 70. Ce déclin de la capacité d'épargne en Europe est tout à fait préoccupant. Car il limite notamment la capacité d'investissement et donc de croissance. La structure des patrimoines qui reflète largement les comportements d'épargne varie également significativement d'un pays à l'autre notamment en terme de patrimoine financier ou de patrimoine immobilier. Aussi faut-il s'intéresser attentivement au modèle de comportement des ménages et à leur sensibilité à un certain nombre de **variables économiques et financières clés.**

**Une variable ressort nettement** : c'est principalement la croissance du revenu disponible qui gouverne dans tous les pays l'effort d'épargne des ménages. Le rôle des autres variables de l'environnement comme l'inflation, le taux de chômage, les taux d'intérêt, est beaucoup moins univoque. **On note toutefois dans la plupart des pays européens quatre évolutions communes** : tout d'abord les ménages gèrent leur encaisse de manière de plus en plus active, ce qui se traduit par une baisse des placements liquides, notamment des dépôts. Par ailleurs, on constate une attitude de plus en plus favorable à l'assurance et particulièrement à l'assurance-vie. On constate également une attitude de plus en plus ouverte et de plus en plus favorable aux placements financiers par rapport aux autres placements. Enfin, on constate et il faut s'en réjouir, une attitude de plus en plus favorable à la prise de risques et donc un retour à l'esprit d'entreprise.

De ce constat, **trois axes principaux ont été dégagés**. Il convient tout d'abord de relever le taux d'épargne national des pays européens, le taux d'épargne des ménages, mais également le taux d'épargne des entreprises, des institutions financières et du secteur public. Ceci est une condition nécessaire pour retrouver un sentier d'accumulation plus soutenu et non inflationniste et pour alléger les tensions trop fortes encore qui caractérisent les systèmes financiers nationaux et internationaux. Deuxièmement, il convient de mieux cerner la sensibilité différente des ménages européens aux variables de conjoncture qui gouvernent leurs dépenses de consommation et donc le niveau de la demande pour mieux définir des politiques économiques concertées entre les pays européens. Enfin, il convient d'harmoniser les dispositions fiscales et réglementaires de toute sorte qui régissent les placements d'épargne dans les différents pays pour parvenir à une plus grande homogénéité et faciliter les placements des ménages dans d'autres pays que leur pays d'appartenance en Europe.

**Les européens vieillissent**. Parmi les motivations d'épargne a toujours figuré en bonne place la volonté de financer la période de retraite. Ce financement a été de plus en plus assuré par l'intermédiaire d'un système de retraite. Les organismes de retraite jouent un rôle croissant aussi bien dans la vie des ménages que dans la vie économique. Dans la totalité des pays européens, les dépenses sociales consacrées au financement de la période de retraite ont tendance à absorber une part croissante des ressources nationales. Ceci est dû à la maturation des systèmes de retraite mais également au relèvement très substantiel des pensions. Mais c'est surtout l'évolution future de la charge des retraites qui est très préoccupante dans la mesure où tous les pays européens sans exception vont connaître au courant des 30 années qui viennent un vieillissement accéléré de leur population. L'intermédiation sociale apparaît aussi diverse que l'intermédiation financière.

Les voies choisies pour le financement des dépenses de retraite varient très largement d'un pays à l'autre comme en témoignent les parts respectives que représentent les cotisations-employeurs, les cotisations-salariés, les contributions de l'Etat. Les méthodes de financement sont également diverses ; certains pays recourent uniquement à la répartition ; d'autres font appel plus ou moins largement à la capitalisation.

**Face à ces évolutions et à ces situations, on a été amené à explorer cinq axes.** Il convient tout d'abord de redéfinir la répartition entre ce qui doit correspondre à la solidarité nationale, à la solidarité professionnelle et à la prévoyance individuelle en Europe. Il convient aussi de recourir pour des raisons économiques notamment dans certains pays plus largement au mécanisme de capitalisation plutôt qu'au mécanisme de répartition. Il convient en outre de réformer les modalités de financement des dépenses sociales de retraite pour limiter leurs effets pervers et surtout éviter qu'elles introduisent en Europe des distorsions en matière de compétitivité. Il convient également d'encourager par des mesures fiscales notamment, l'épargne individuelle destinée à la préparation de la retraite. Enfin, il convient de chercher à atténuer la frontière entre intermédiation sociale et intermédiation financière en élargissant le nombre des organismes financiers qui doivent intervenir pour financer les retraites, en favorisant la concurrence tout en assurant leur viabilité.

**Les européens consomment et échangent.** Les comportements financiers des ménages européens ne sont pas indépendants de l'offre des services financiers. On constate de nombreuses évolutions dans ce domaine. Parmi celles-ci, la plus visible est la disparition progressive des frontières qui séparent les divers métiers financiers. Ces déplacements de frontière entre les divers métiers de l'argent se sont traduits par une augmentation de la gamme des services financiers et par le passage d'une offre de produits financiers à une offre de services financiers où la part du conseil notamment est beaucoup plus importante. Les relations entre les organismes financiers et leur clientèle évoluent rapidement dans tous les pays européens. Alors que pendant longtemps, les ménages ne trouvaient qu'un nombre limité de services financiers auprès de telle ou telle catégorie d'organisme, ceci est de moins en moins le cas en raison d'un vaste mouvement général de déspecialisation. Ce mouvement peut être très favorable à la clientèle des particuliers car elle peut entraîner un aiguisement de la concurrence aboutissant à une augmentation des services rendus et à une baisse du coût individuel et collectif de la gestion des instruments monétaires et financiers.

Ces évolutions sont notamment imputables aux développements de la technologie. Ceux-ci ont d'ores et déjà modifié les relations entre les organismes financiers et la clientèle. Citons la multiplication des distributeurs automatiques de billets, des guichets automatiques de banque, des terminaux-points de vente et le développement de la banque à domicile. La technologie modifie en profondeur dans tous les pays européens le processus de production et de distribution des services financiers. Remarquons toutefois que les taux d'équipement en automates bancaires varient très fortement d'un pays à l'autre au sein de l'Europe et que ces taux d'équipement sont inférieurs à ceux que l'on constate aux Etats-Unis et au Japon. Les automates bancaires rendent de nombreux services aux ménages mais leur fiabilité n'est pas encore suffisante. Les sites d'installation devraient être plus rapprochés de l'endroit où les européens vivent et travaillent. L'accès au réseau d'automates devrait être le plus universel possible. Quant à la banque à domicile, ses bénéficiaires dans la Communauté ne se comptent pas encore en millions.

**Le développement des relations entre les organismes financiers et les particuliers pourrait se faire selon les 5 axes suivants :** tout d'abord il conviendrait de poursuivre la déspecialisation des institutions et accroître la concurrence pour augmenter la gamme des services financiers et diminuer tendanciellement leur coût.

Il faudrait également encourager partout en Europe l'essor des automates bancaires, terminaux-points-de-vente et des systèmes de banque à domicile en accroissant leur fiabilité et leur compatibilité.

Il convient également de parvenir à rendre la relation entre les organismes financiers et la clientèle plus symétrique, plus équilibrée et plus contractuelle qu'elle ne l'a été par le passé.

Il convient en outre de rechercher un cadre réglementaire commun pour améliorer les relations faisant appel aux nouvelles technologies entre les organismes financiers et leurs clients pour répondre notamment aux problèmes par exemple de preuve, d'erreur ou de secret bancaire.

Enfin il convient de développer des systèmes européens d'offres ou de services financiers faisant appel aux nouvelles technologies en éliminant les restrictions et les entraves actuelles de façon à favoriser l'essor d'une industrie européenne des services financiers.

**Les européens travaillent.** Le développement de la technologie a des effets sur l'emploi dans le secteur de l'industrie des services financiers aussi bien dans la banque que dans l'assurance. Ces effets sont d'une part quantitatifs, on anticipe sinon une baisse des effectifs du moins une stagnation dans les années qui viennent ainsi qu'un essor des formules de travail nouvelles comme le temps partiel. Mais on note également des changements qualitatifs, le contenu des tâches change ainsi que les qualifications correspondantes. Dès lors il convient de rechercher des moyens de maîtriser les conséquences du développement des technologies sur le personnel des établissements financiers. Un très important effort de formation s'avère nécessaire compte tenu de l'évolution rapide des qualifications et de l'écart de plus en plus important entre le besoin des qualifications et les qualifications actuelles du personnel des établissements financiers. C'est cet effort de formation à la fois initial et continu qui constitue la meilleure assurance pour l'emploi contre le chômage dans les années à venir.

**Le vieillissement du personnel des banques et des banques pose également des problèmes notamment en ce qui concerne le développement des carrières.** Il ressort de l'analyse des problèmes d'emploi qu'il faut que les innovations financières et technologiques s'accompagnent d'innovations sociales.

**Parmi toutes les idées exprimées, quatre ressortent plus particulièrement.** Il s'agit tout d'abord de gérer au mieux la transition d'une industrie intensive en travail à une industrie des services financiers qui sera à l'avenir beaucoup plus intensive en capital. Et pour ce faire il convient d'intégrer au sein des entreprises investissement en capital et investissement en formation de manière beaucoup plus étroite que par le passé. Il convient également de parvenir à prévoir les besoins d'emploi et de qualification dans le secteur de l'industrie financière pour adapter quantitativement et qualitativement les ressources humaines notamment par la poursuite d'un vigoureux effort de formation, à la fois initial et continu. Il convient également de rénover les relations sociales dans le secteur financier par une redéfinition de toutes les dimensions des contrats individuels et collectifs et ceci à l'avantage de toutes les parties en présence. Enfin il convient de modifier les structures organisationnelles internes des établissements financiers qui sont de plus en plus inadaptées car l'on sait que les institutions comme les hommes vieillissent.

Ainsi qu'il s'agisse de l'épargne, de la protection sociale, de la consommation ou de l'emploi, partout en Europe on assiste à des évolutions profondes. C'est de la capacité à gérer des transitions difficiles, à maîtriser les effets sociaux des nouvelles technologies, à adapter les systèmes de protection

sociale, à développer la formation, que l'on peut juger du dynamisme d'un continent. Pour y parvenir, il n'existe pas d'autre voie que celle du dialogue et de la concertation entre toutes les parties prenantes au sein de chaque pays européen et entre tous les pays européens. **L'avenir est définitivement à la démocratie politique, économique et sociale.**

**Rapporteur :**

**M. Onado**

*Università degli Studi di Bologna*





## RAPPORTEUR

### NEW PRODUCTS AND NEW MARKETS

*Marco Onado*

*Università degli Studi, Bologna*

The second workshop dealt with the two main aspects of financial innovation: product innovation (new products) and process innovation (new payment systems). Although it is quite difficult to refer concisely the numerous points considered and try to comment them, I will try to remember here the main points that have emerged, concentrating mainly on the first problem, i.e. new products and the consequences for the functioning of the financial system.

In the last five-six years the process of financial innovation has been one of the strongest in modern financial history. The papers presented in the second session analysed at some length the technical aspects of new products, focusing on two problems: the dimension of risk and the efficiency of the market.

As far as the dimension of risks is concerned, not only scholars and regulators, but even market participants and bankers seem to be more and more aware that innovation leads to a different distribution of overall risks among various economic units, without reducing, let alone eliminating, it. For the market as a whole, the risk remains always the same.

On the other hand, risk is likely to be taken by agents less efficient in evaluating it or by agents less regulated and/or less risk-averse than traditional intermediaries. A good case in point is what happened in international banking in the '70s. During those years, innovation and an excess of competition led many bankers to enter the market and brought to an overextension of credit to less developed countries. The consequence was a complete absence of a direct relationship between spreads (the price actually negotiated in international banking) and risks.

In the present situation, new techniques designed to face interest rate and other related risks (swaps, futures, etc.) proved up to now to be quite successful. The situation seems far from the late '70s in the syndicated loan market. The good results up to now achieved are however to be attributed to the trend in interest rates which has been markedly downward. In other words, the financial system has not faced as yet the test of a marked and permanent inversion in the trend of interest rates.

As for efficiency, some points can help as well to cool off the rampant optimism on the capabilities of the markets to achieve autonomously a condition of permanent equilibrium. What Tobin defines as information-arbitrage efficiency of the market has been strongly improved, thanks to new technology in communication systems. The problem is: does this higher efficiency lead to a higher functional and allocative efficiency ?

Many doubts could be raised on this point, too. In a recent paper given at the meeting of the regulatory agencies of the main countries, A. Lamfalussy has expressed his scepticism about the capacity of prices daily negotiated in the monetary and financial markets to fully reflect the greater number and quality of available information. In the jargon of economists, this means denying the market efficiency, even in the weak form.

During the symposium and particularly in the second workshop many speakers raised several doubts regarding the allocative efficiency. An important example is the lower availability of credit for many sectors of the industrial system, typically small- and medium-size firms. This sector is excluded from the process of securitization and cannot have a direct access to the markets. It is liable to have a financial structure more rigid than more favourite firms. Technically speaking, this means that markets are still strongly segmented (i.e. inefficient) and limit the mobility on the demand side.

The objective of these caveats is not to deny the importance of financial innovation, but to stress the possible dangers that can arise in a financial market when so many participants incline to a strong optimism which does not seem justified neither by economic theory nor by historical analysis. Kindleberger proved that financial markets are subject to highly irregular phases of growth and that peaks are characterized by euphoria manias, bubbles and panics. Euphoria is still among us and those inviting to prudence are just acting for the common good.

Which are the concrete consequences stemming from these considerations ? Three main points are worth being concisely examined. First: the regulatory authorities are in an utmostly delicate position. Their objective - as it has been reaffirmed during the workshop - is not to put the lid on impulses coming from the market. Therefore, they have chosen to follow, but at the same time to watch closely the process of innovation. From this point of view, the central banks seem to pay much more attention to the actual problems of new products and to the operating needs of financial intermediaries now than they did in the early '60s, when they kept focusing their attention on the macroeconomic implications of the Eurodollar market, thus underestimating its consequences on the functioning of financial markets.

The present strategy of regulatory authorities hinges on three points:

- i) reducing barriers among various segments of the market, so as to adapt structural regulation to the progressive blurring of lines of division among intermediaries;
- ii) allowing equal competitive opportunities to each intermediary;
- ii) strengthening potential regulation.

This strategy is rather difficult to be implemented and cannot be pursued by any central bank on its own. It implies a unity of intent and a real will of co-operation among different regulatory authorities which up to now has not been completely achieved or, rather, has been quite hardly realized for the intervention ex post on stability (those intended to tackle the final outcome of financial crises) more than for intermediation ex ante, those intended to adapt institutional frameworks to the present higher level of

risks. In other words, the strengthening of prudential regulation and the harmonizing of supervision is lagging behind the evolution of the market.

Second: the process of innovation is still proceeding at a very rapid pace: the array of instruments, techniques and markets now available is in continuous expansion. Regulatory authorities must keep in touch with the institutional structure of the financial markets and are compelled to a constant monitoring of changes which financial ingenuity makes possible. The Bank for International Settlements is watching closely the process of innovation, in the framework of co-operation among regulatory bodies. The same can be made at EEC to create a sort of clearing house of information about financial innovation. This can help to strengthen co-operation among member States and particularly to achieve the legislative harmonization of financial structures.

Third: What's around the corner for banking systems and, particularly, which model of a bank are we driven towards? This question is utmostly important as far as the future EEC action is concerned. On two fundamental points most scholars and bankers seem to agree: on the one hand, financial innovation leads to the blurring of dividing lines among various financial intermediaries and therefore to a higher level of competition; on the other hand, the increase of competition brings each intermediary to change (normally to enlarge) the range of products offered. The problem is particularly urgent for commercial banks, which are subject to the greater pressures and to disintermediation.

Sometimes these two statements are put together, in a sort of syllogism which brings to conclude that financial innovation has as its final outcome the model of universal banking. To make the picture more attractive many add that the universal bank proved to be efficient, sound and safe.

As a matter of fact, the lines of reasoning do not seem to be very strong and, what is more important, they are objectable both from a technical and theoretical point of view. There are many reasons to think that even when (and if) we will see to crumble the big walls erected by banking legislations and condition of equal competitive potential will prevail, we will not see the birth of universal banks in every country of Europe. The gradual lifting of barriers to entry in different markets is important to give each intermediary an equal opportunity to choose its mix of products, but it does not necessarily mean that all intermediary must offer all products.

It is also important to remember that universal banks proved to grow satisfactorily only in Germany. Moreover, in most countries the operating culture of universal banking seems quite alien to bank managers.

Which are then the possible solutions to this problem? Here we can trace two possible ways. First of all, the lifting of barriers among intermediaries - i.e. the elimination of one of the cornerstones of structural regulation must be accompanied by a strengthening of prudential regulation. The imposition of prudential standards diversified according to the risks involved in the different activities is not contradictory with the target to give everybody the same competitive chances.

In other words, to offer wider arrays of financial products is not a right without compensation, but a privilege which implies burdens and responsibilities. The objective is to eliminate regulatory discrepancies which stem from legislative structures completely outdated by financial innovations, but not to leave the redesigning of financial structures without control.

A second question follows. Whether it is better to allow banks to enter directly new financial markets or to maintain the present rules of specialization and to allow to build financial conglomerates around each bank. The first solution seems the simpler way to enlarge the scope of commercial banks allowing each bank to choose the proper mix of products. The second one seems more viable from the point of view of financial stability as it leaves separate units, each with its own capital base and therefore liable to a separate valuation of its own creditworthiness.

Although it is possible to analyze here the problem, it can be said that the difference is far more formal than substantial and that anyway also the second solution implies the need of the above mentioned prudential regulation.

The second workshop gave several clues also on the second for the strategic problems that Europe and different banking systems will have to face.

The strategic problem for Europe comes from the importance of the choices we are facing now and that will have heavy consequences for high technology industry. The strategic problem for the banks stems from the necessity to face the progressive end of their traditional monopoly in the payment system.

It is impossible to report here on the changes involved, which have been analysed in many EEC documents. I shall also remember a crucial point. In the present situation costs and prices of the payment services are fixed in such a way to jeopardize the efficient allocation of resources. Today the prices of payment services is paid in an indirect way, not always by those who directly use the services and in any case not proportionally to the use they make of them. Some form of cross-subsiding among bank customers is put into effect via float, higher rates for current account balances, etc. This pricing policy of banks has been consolidating thanks to an insufficient transparency of the conditions for financial services.

The net result is that prices of payment securities are not connected with their costs of production and therefore cannot play their role of driving supply and demand to the optimal allocation of resources. Hence obstacles rise about the bank's investment choices which may lead the European banks to lose their capacity to find operating solutions and techniques autonomous from those adopted in the United States and Japan which have much wider markets than any other single European country.

Also from this point of view, there seem to be two possible ways of action for Europe. On the one hand, to step up the debate on the uniformity of standards and technological choices. On the other hand, to push banks to go further in the process of finding a uniform and efficient way for the pricing of their payment services. From this point of view, to improve the transparency of the conditions of financial services offered by the banks does not only mean a protection for the customer, but it is also an incentive to find out European solutions for the new payment systems.