

LA RÉMUNÉRATION DES DÉPÔTS À VUE

AVANTAGES ET DANGERS

PIERRE-ANDRÉ CHIAPPORI,

DIRECTEUR DE RECHERCHES AU CNRS,
ET PROFESSEUR INVITÉ À L'UNIVERSITÉ DE CHICAGO

Le débat sur la rémunération des dépôts à vue revient périodiquement au premier plan de l'actualité. Il y a quelques mois, l'annonce par la Poste du lancement du produit « Libertitude », puis son report *sine die*, a provoqué une résurgence de la controverse. Non que le produit proposé ait présenté les caractéristiques exactes d'un compte rémunéré — loin s'en faut : ce qu'envisageait la Poste était un simple virement automatique de compte à vue sur compte d'épargne, sans même qu'un virement inverse soit automatique en cas de découvert¹. Pour partie, l'opposition des banques tenait d'ailleurs moins à la nature du produit qu'à la situation institutionnelle de la Poste : en situation de monopole sur une partie (certes décroissante) de ses activités, la Poste bénéficie en outre de conditions réglementaires et fiscales encore spécifiques — d'où le risque, évoqué notamment par l'Association Française des Banques, de distorsions de la concurrence².

151

Il n'empêche : c'est bien la question de la rémunération des dépôts qui s'est trouvée in fine au centre de la discussion. L'argumentation de l'AFB insistait d'ailleurs sur les conséquences de l'initiative de la Poste, qui rendrait « inévitable » une extension de la rémunération des comptes à vue à l'ensemble des entreprises du secteur. Que cette affirmation soit correcte ou non, il est, en tout état de cause, naturel de s'interroger : quels seraient les

1 Le contrat « Présence », proposé par la BNP, inclut notamment un mécanisme finalement très proche de celui de la Poste ; il n'a cependant pas rencontré de difficulté majeure.

2 Le problème de la concurrence Postale sur les marchés du crédit est extrêmement délicat d'un point de vue théorique. D'une part, les risques de distorsion de la concurrence sont réels. D'autre part, cependant, des économies d'envergure importante semblent présentes. Si un réseau développé doit exister, par exemple pour des raisons de service public, l'utiliser également pour d'autres activités peut permettre de ne payer que les coûts variables, d'où un gain social potentiel. Il faut donc comparer la perte de bien-être due à une concurrence inégale avec celle qu'entraînerait l'abandon de ces économies d'envergure. Manifestement, des études empiriques précises seraient les bienvenues !

avantages et les dangers d'une telle évolution ? Le propos de cet article est justement de faire le point sur cette question³. Nous allons, dans un premier temps, passer en revue quelques uns des arguments couramment invoqués à l'encontre de la rémunération. Puis nous examinerons les coûts économiques et sociaux de la réglementation actuelle. Enfin, nous tenterons en conclusion d'envisager quelques conséquences prévisibles d'une éventuelle réforme de la réglementation.

*Épargne, crédit
et rémunération des dépôts*

Différents arguments sont couramment avancés pour justifier l'interdiction faite aux banques de rémunérer les dépôts à vue. On peut les classer en deux catégories. D'une part, ceux qui ont trait à la nature de la monnaie, et notamment aux relations entre rémunération des dépôts, épargne, et crédit ; ils feront l'objet de la présente partie. D'autre part, ceux qui relèvent de préoccupations prudentielles, et qui seront analysés dans la partie suivante.

« On ne rémunère pas la monnaie »

Première série d'arguments, probablement la moins solide : il y aurait une incompatibilité de principe entre la notion même de monnaie et une forme quelconque de rémunération. Ce thème est conjugué sous diverses variantes, depuis les versions quasi Aristotéliennes (« il n'est pas dans la nature de la monnaie d'être rémunérée », ou plus prosaïquement « on ne rémunère pas les billets ») jusqu'aux arguments d'autorité (« rémunérer la monnaie est contraire aux principes fondamentaux de la théorie économique »), en passant par les prédictions apocalyptiques (« rémunérer la monnaie, c'est tuer l'épargne »).

Pour l'honnête homme un tant soit peu au fait des réalités étrangères, ces affirmations ne laissent pas de surprendre. Après tout, les dépôts à vue sont librement rémunérés dans la quasi totalité des économies développées. Les économistes de la Federal Reserve américaine ignoreraient-ils les principes fondamentaux de la théorie économique ? L'épargne aurait-elle été laminée en Italie ou en Grande-Bretagne ? Pour peu que ce même honnête homme possède un minimum de culture économique, il ne manquera pas d'aller plus loin : au fait, qu'entend-on exactement par « monnaie » ? Il y a longtemps que les économistes ont abandonné la définition la plus restreinte (M1, dans la nomenclature habituelle), pour ne retenir comme pertinentes que les acceptions les plus larges (M2 ou M3, le plus souvent en conjonction avec des agrégats de niveau supérieur). Les études fines ont d'ailleurs souligné à maintes reprises le caractère arbitraire d'une définition étroite de la

³ Voir aussi Kessler, Lavigne et Pardo (1989).

monnaie : les diverses formes d'actifs liquides apparaissent de plus en plus substituables, et la liaison entre activité économique et masse monétaire n'est stable que pour une définition large de celle-ci⁴. Particulièrement significative est sur ce point l'attitude des Banques Centrales, qui font désormais porter leurs objectifs monétaires sur les agrégats les plus généraux (pour la Banque de France, M2 jusqu'à récemment, et M3 depuis 1991, rejoignant ainsi la pratique de ses principaux partenaires au sein du SME⁵).

Si l'on suit cette vision générale, donc, la définition pertinente de la « monnaie » englobe aussi les comptes sur livret, Codevi et comptes à terme, ainsi d'ailleurs que les titres de créances négociables émis par les établissements de crédit et même les OPCVM court terme. La conclusion est claire : la monnaie, pour sa plus grande part, est bel et bien rémunérée en France, et depuis longtemps ; sans que, pour autant, l'épargne ne paraisse avoir succombé à cette prétendue violation des principes fondamentaux de la théorie économique.

En fait, la thèse de l'incompatibilité de principe paraît reposer sur une définition inadéquate de l'épargne. L'opposition entre épargne et monnaie n'est tout simplement pas pertinente dans ce contexte. Revenons aux notions de base : au niveau individuel, l'épargne se définit comme un flux, représentant, sur le revenu d'une période donnée, la part non affectée à la consommation ; les dépôts à vue ne sont, quant à eux, que l'un des supports possibles de cet épargne (au même titre que les comptes à terme, OPCVM, bons du Trésor, les obligations, les actions, certains placements immobiliers, etc.). En particulier, on peut parfaitement épargner — c'est-à-dire choisir de ne pas consommer immédiatement une partie de ses ressources — et détenir par ailleurs la richesse correspondante en actifs liquides.

En d'autres termes, il faut distinguer la décision d'épargne proprement dite de celle, prise en aval, sur la forme sous laquelle cette épargne sera détenue. La première décision repose, pour l'essentiel, sur un arbitrage intertemporel entre consommation actuelle et consommation future (voire, dans une vision « dynastique » à la Barro, consommation des descendants) ; dans la seconde interviennent en revanche les modes de transaction monétaire et les contraintes afférentes, le degré d'incertitude sur les revenus futurs, l'aversion vis-à-vis du risque, la structure des taux d'intérêt, etc.⁶

⁴ Cette idée n'a rien d'une nouveauté ; déjà dans les années 70, F. Modigliani avait plaisamment énoncé la « loi » selon laquelle toute réglementation portant sur M_n provoquait un développement immédiat de M_{n+1} . Pour une analyse empirique récente, voir par exemple Monticelli et Strauss-Kahn (1991).

⁵ Notons toutefois que, dans le cas de l'Allemagne, la polarisation sur les évolutions de M3 a récemment été critiquée ; exemple supplémentaire des difficultés à distinguer, dans les évolutions des agrégats monétaires, entre évolutions d'ensemble des liquidités en circulation et modifications de la composition des portefeuilles en faveur de tel ou tel instrument.

⁶ Cette interprétation est d'ailleurs exactement fidèle à la vision Keynésienne. Pour Keynes, le revenu détermine directement la consommation, l'épargne étant obtenue de façon résiduelle. En revanche, la forme de détention des ressources correspondantes (monnaie ou titres) résulte en aval d'un arbitrage dans lequel le taux d'intérêt joue un rôle majeur. On peut toutefois noter que cet arbitrage se fonde évidemment sur la différence de

Mais, dans tous les cas, il n'y a aucune raison de ne pas parler d'épargne du seul fait que le support choisi est une OPCVM monétaire, par exemple.

Vu sous cet angle, l'effet de la rémunération de la monnaie sur le niveau global de l'épargne pourrait bien s'avérer en fait positif : en accroissant l'intérêt payé sur une forme de détention d'actif, on encouragerait plutôt les ménages à ne pas consommer ; *a contrario*, la non-rémunération accentuerait plutôt les phénomènes de « fuite devant la monnaie », au détriment du taux d'épargne⁷. Cette affirmation doit certes être nuancée ; selon l'analyse classique, une hausse du taux payé a simultanément un effet de substitution et un effet de revenu, les deux jouant en sens inverse. On peut supposer que, s'agissant d'une hausse finalement marginale (qui ne concerne qu'une part limitée du total des actifs détenus), l'effet revenu sera probablement faible et l'effet substitution dominant — ce qui suggère bien un résultat favorable à l'épargne ; mais des travaux empiriques plus poussés seraient nécessaires pour apporter une réponse définitive. Il reste qu'en tout état de cause, la thèse radicale de l'incompatibilité n'a pas de fondement sérieux.

Favoriser l'épargne longue

Le choix du support de détention de l'épargne, s'il ne doit pas être confondu avec la décision d'épargne proprement dite, n'en est pas pour autant sans importance. Les diverses formes de placement remplissent, selon leurs caractéristiques de durée et de liquidité, des fonctions économiques différentes ; il est normal, en retour, que les rémunérations varient. Cet argument est parfois évoqué, comme variante du précédent, pour défendre la réglementation : celle-ci, en diminuant la rentabilité en forme d'épargne « particulièrement courte », renforcerait *a contrario* l'attrait pour l'épargnant des formes « longues », réputées plus favorables à l'économie. Autrement dit, la nécessité de réorienter l'épargne du court terme vers le long terme justifierait la non-rémunération.

Cette idée appelle plusieurs commentaires. Tout d'abord, la thèse de l'insuffisance de l'épargne longue est peut-être moins convaincante que le consensus qu'elle suscite (pour le moment) ne pourrait le laisser penser. *A priori*, elle semble même contredite par l'inversion actuelle de la courbe des taux. En raisonnant de façon naïve (mais pas fondamentalement incorrecte), on serait tenté de dire que l'insuffisance de l'offre, pour autant qu'elle existe, paraît affecter plus le marché des produits courts, où les taux sont relativement tendus, que celui des produits longs. Si c'était vraiment sur les ressources longues que l'offre faisait le plus gravement défaut, la première

rémunération entre monnaie et épargne. Il n'est donc pas incompatible avec une rémunération nominale positive de la monnaie. En tout état de cause, les analyses actuelles tendent à élargir cette conception sur plusieurs points.

7 Cette interprétation est notamment avancée par K. Jais-Nielsen (1992).

manifestation ne serait-il pas une remontée des taux longs au-dessus des taux courts ? Et si, inversement, la situation d'excès de demande caractérise surtout les marchés des produits à court terme — comme c'est apparemment le cas — pourquoi vouloir à toute force déplacer l'offre hors du marché où elle manque le plus ?

Cet argument, certes, a plus valeur d'indice que de preuve. Sa pertinence est largement conjoncturelle : que la hiérarchie des taux se rétablisse, et il perd de sa portée. Par ailleurs, de nombreux facteurs peuvent expliquer qu'un excès de demande ne provoque pas une remontée des taux correspondants⁸. Il reste que le problème est moins évident qu'il n'y paraît, et que le débat gagnerait au moins à être précisé quelque peu.

• *Qu'entend-on par « épargne longue » ?*

Il convient d'abord de définir exactement cette « épargne longue » que l'on prétend favoriser. Parle-t-on d'engagements à terme (c'est-à-dire des contrats par lesquels l'épargnant aliène sa liberté de retirer ses ressources à tout moment, en échange d'avantages spécifiques) ? Ou de placements en fonds propres des entreprises (actions et produits dérivés, par opposition aux produits ayant des caractéristiques de contrats de prêt) ? Ou encore, plus simplement, de placements stables, par opposition aux placements volatils ? Il faut souligner, sur ce dernier point, qu'un placement contractuellement très liquide peut fort bien, du fait des comportements des agents, fournir au système financier des ressources en fait très stables. L'exemple typique est justement celui des dépôts à vue ; bien que chaque déposant puisse retirer ses avoirs à tout instant et sans aucune contrainte, l'ensemble des dépôts est considéré par les banques comme une composante permanente et régulière du passif⁹. De même, la liquidité des OPCVM monétaires n'empêche pas une durée de détention moyenne supérieure à un an, et une stabilité forte au niveau agrégé¹⁰.

155

⁸ On pourrait notamment penser à un rationnement à la Stiglitz-Weiss, fondé sur une asymétrie d'information — à condition, toutefois, d'admettre que l'asymétrie soit plus forte sur les marchés des produits longs, ce qui n'est pas prouvé empiriquement.

⁹ Vision reprise par la réglementation prudentielle : dans le calcul des ratios de liquidité, les dépôts à vue sont considérés comme des ressources stables à hauteur de 70 % du montant total.

¹⁰ La littérature récente, à partir de la contribution importante de Diamond et Dybuig (1980), insiste sur les aspects statistiques de cette régularité — renouant ainsi avec une tradition ancienne. Les chocs affectant les besoins de liquidité au niveau individuel auront tendance à se compenser lors de l'agrégation des comportements. De ce fait, la « transformation » de ressources « courtes » en emplois « longs » est possible et économiquement souhaitable, puisqu'elle permet de concilier la préférence des agents pour la disponibilité immédiate de leurs ressources avec le caractère peu liquide des investissements financés. L'une des principales fonctions du système bancaire (la seule, en fait, dans ce type de modèle simplifié) est justement de réaliser cette transformation. Dans cette représentation, le danger couru par le système est l'apparition d'une vague panique de retraits (« run ») ; celle-ci s'interprétant comme un équilibre pervers du système, dans lequel les décisions individuelles se trouveraient parfaitement corrélées.

● *Le financement par émission d'actions*

Quelle que soit l'interprétation, la thèse de l'insuffisance de l'épargne longue ne va pas de soi ; elle mérite, pour le moins, une discussion approfondie. Ainsi, l'insuffisance de fonds propres est souvent considérée comme une maladie chronique des entreprises françaises. Cependant, si les avantages du financement par émission d'actions sont connus et souvent rappelés, ses inconvénients sont moins couramment cités. Le coût n'est pas, contrairement à ce que l'on entend parfois, inférieur à celui d'un financement par emprunt, bien au contraire : le taux de rendement moyen exigé, plus-values incluses, par le détenteur d'une action est supérieur au taux des obligations, la différence étant nécessaire pour rémunérer un risque par nature supérieur. Autrement dit, le financement par action fournit bien une sorte d'assurance à l'entreprise contre les retournements de conjoncture — puisqu'à la différence d'une dette, il n'impose à l'entreprise aucune contrainte sur le montant nominal. Mais cette assurance n'est pas gratuite. Un arbitrage s'effectue, au travers du marché, entre sécurité et rentabilité ; et, inévitablement, c'est l'entreprise qui devra régler la prime d'assurance. Comme disent les anglo-saxons : il n'y a pas de déjeuner gratuit !

A un niveau plus global, par ailleurs, la littérature récente souligne l'intérêt pour le bien-être général des contrats de dette. L'argument, développé notamment par Aghion et Bolton (1988), Hart et Moore (1989) et Aghion, Dewatripont et Rey (1990), est que ce type de contrat permet un meilleur contrôle des entreprises, parce qu'il suppose, en cas de faillite, un transfert automatique du pouvoir de décision en direction des créanciers, avec liberté pour eux de procéder à une liquidation des actifs. Dès lors, et même si le processus de faillite est socialement coûteux, son existence agit comme une menace destinée à fournir aux gestionnaires l'incitation appropriée ¹¹.

11 De façon plus générale, la littérature récente insiste sur les difficultés liées à l'incomplétude des contrats, c'est-à-dire à l'impossibilité pratique de stipuler explicitement, dans le contrat, l'ensemble des situations envisageables (et des obligations respectives dans chaque cas). On sait en effet que la complétude (notamment via un système complet de marchés contingents) est, dans la théorie de l'équilibre général, une condition nécessaire d'efficacité. Ce que montrent les derniers développements théoriques, c'est qu'en présence de contrats incomplets, une façon naturelle d'accroître l'efficacité est de définir contractuellement, pour toutes les situations non explicitement détaillées, la répartition des rôles — et spécifiquement du pouvoir de négociation — entre les parties, par exemple, il est souvent possible de répliquer les contrats contingents absents en confiant la totalité du pouvoir de renégociation à l'un des contractants. C'est précisément ce que fait un contrat de dette, dans le cas d'une faillite : la totalité du contrôle est alors transmise au(x) créancier(s). Le même rôle pourrait a priori être rempli avec un financement par actions, via le mécanisme des OPA. Cependant, l'existence d'une batterie d'outils destinés à prévenir ou empêcher les OPA (« poison pills ») limite l'efficacité de cette incitation « négative », et les contrats de dette restent donc irremplaçables. Dans le même temps, cependant, les marchés d'actions sont efficaces pour fonder une incitation « positive », c'est-à-dire récompensant les « bonnes » performances (via les stock options, ...) — ce qu'un contrat de dette ne peut pas faire. L'un des intérêts de cette classe de modèles est donc d'expliquer l'existence simultanée de financements par émission d'action et par endettement.

● *Engagements à long terme*

Selon une autre interprétation, seraient à favoriser les formes d'épargne impliquant un engagement de l'épargnant, ce dernier renonçant à la libre disposition des fonds placés pendant une durée fixée contractuellement. Dans ce type de contrat, le placement ne peut être récupéré par l'agent qu'à échéance, sauf à payer une pénalité qui peut prendre diverses formes concrètes. En particulier, des ressources de ce type peuvent financer des investissements peu liquides, exigeant des immobilisations assez longues des capitaux, tout en évitant les risques liés à la « transformation » évoquée plus haut. Sans minimiser l'intérêt de cette solution, il convient toutefois de souligner que le renoncement de l'épargnant à la libre disposition de la richesse investie a pour contrepartie un engagement de l'emprunteur sur le taux d'intérêt servi. En détenant ses avoirs sous forme d'OPCVM court terme, l'épargnant évite de supporter un risque de liquidité, mais verra en revanche sa rémunération diminuer en cas de baisse des taux — alors qu'un placement long à taux fixe garantit une rémunération nominale sur la totalité de la période contractuelle¹². Evidemment, la position de l'emprunteur est inverse : une baisse des taux lui est d'autant plus favorable que ses financements sont plutôt courts (ou à taux variables, ou renégociables — encore faudra-t-il, dans ce dernier cas, acquitter une prime). En particulier, si le marché anticipe une baisse des taux — ce qui est typiquement le cas en période d'inversion de la courbe des taux — alors les ressources longues sont moins évidemment avantageuses pour les entreprises.

157

● *Le rôle du marché*

Les arguments précédents n'impliquent évidemment pas que des emprunts à court terme soient le meilleur mode de financement des entreprises. Mais ils suggèrent que la composition optimale du passif d'une entreprise est le résultat d'arbitrages délicats, mettant en jeu de multiples effets, et dont le résultat reflète de façon complexe les évolutions de l'environnement. Plutôt que de chercher à définir de façon dogmatique la solution optimale, mieux vaut probablement déplacer la question, en se demandant quel mécanisme est le mieux à même d'assurer une allocation aussi efficace — ou aussi peu inefficace — que possible. La réponse libérale est simple : pour assurer la coordination de multiples décisions, la prise en compte de facteurs

¹² Autrement dit, l'incertitude affectant la rémunération est moins grande pour un placement long à taux fixe que pour une succession de placements courts, au moins lorsque l'incertitude sur l'inflation est faible. Cette remarque peut d'ailleurs expliquer en partie l'apparition d'inversions de la courbe des taux, parallèlement aux explications classiques en termes d'anticipation de baisse des taux courts. Voir sur ce point Davanne, Dessaint et Franço (1990).

complexes, la réalisation d'arbitrages sophistiqués, le marché reste irremplaçable. Et force est de reconnaître que l'argument n'est pas sans portée ; il a d'ailleurs fondé la politique générale de libéralisation et de modernisation des marchés financiers menée en France depuis une dizaine d'années — politique dont les mérites ne sont plus à démontrer. Ceci ne signifie pas nécessairement, au demeurant, que le marché ne doive pas être contrôlé — c'est la fonction des autorités prudentielles — voire infléchi sur tel ou tel aspect particulier. Des distorsions existent, liées notamment à la taxation, que l'on peut vouloir corriger ou compenser ; de ce point de vue, des mesures ponctuelles, fiscales par exemple, peuvent être envisagées¹³. Mais il s'agit de réglages extrêmement fins et délicats à réaliser, d'autant que les anticipations jouent ici un rôle majeur. Il paraît clair, en revanche, qu'interdire la rémunération des dépôts — en faussant totalement le libre jeu du marché — dans le seul but de favoriser l'épargne longue serait une mesure excessive au regard de l'objectif poursuivi ; elle risquerait fort de s'apparenter au fameux pavé de l'ours.

La rémunération comme facteur d'inflation

Autre argument parfois évoqué : la rémunération des dépôts à vue aurait des conséquences inflationnistes. Cette thèse peut s'entendre de deux façons. Dans une acception naïve, elle repose sur une idée d'inflation par les coûts, le renchérissement des ressources bancaires se traduisant *in fine* par une hausse générale des prix. Une version plus sophistiquée insiste en revanche sur d'éventuelles pertes d'efficacité du contrôle de la masse monétaire par les autorités, résultant d'une rémunération des dépôts.

La formulation « naïve » est évidemment la moins convaincante ; elle paraît résulter surtout d'une confusion entre une hausse ponctuelle (« once and for all », diraient les anglo-saxons) du niveau général des prix, d'une part, et l'inflation proprement dite, qui est une hausse continue et persistante des prix, d'autre part. Autant on peut admettre que la déréglementation ait un effet immédiat du premier type, autant l'enclenchement d'un processus inflationniste paraît exclu ; au demeurant, c'est aux autorités monétaires, *via* une politique d'émission appropriée, de juguler une telle évolution — le passé récent a montré qu'elles disposaient des moyens adéquats.

En fait, l'inflation ne pourrait venir que d'un accroissement excessif de l'offre de monnaie, donc d'un contrôle moins strict de la part des autorités monétaires. Encore faudrait-il expliquer en quoi la rémunération des dépôts diminuerait l'efficacité des outils de la politique monétaire. L'observation

¹³ Un exemple de mesure ponctuelle est la récente réforme de la fiscalité des OPCVM monétaires. Sans se prononcer sur le fond du dossier, on peut remarquer que la fiscalité de l'épargne est en France remarquablement peu uniforme, ce qui constitue sans nul doute un facteur important d'inefficacité. Rappelons, *a contrario*, que la suppression des distorsions était l'un des objectifs principaux de la réforme fiscale américaine.

empirique n'indique nullement un effet de ce type ; par exemple, la déréglementation de la rémunération des dépôts en Europe n'a provoqué nulle part de résurgence inflationniste. En fait, des arguments théoriques suggèrent même une liaison inverse. D'une part, la non rémunération a certainement joué un rôle essentiel dans la croissance particulièrement rapide des OPCVM monétaires ; or certains spécialistes craignent que ce développement perturbe les processus de contrôle de la création monétaire, dès lors que tout mouvement des taux risque de se traduire par des déplacements des ressources entre types de placement ¹⁴. Plus fondamentalement, les modèles d'organisation industrielle du secteur bancaire montrent que la non-rémunération induit des phénomènes de subventions croisées, qui dépendent du niveau des taux ; en particulier, ces tarifications tendent à diminuer la sensibilité des taux de crédit aux variations des taux directeurs ¹⁵.

Au total, la thèse selon laquelle la rémunération des dépôts serait un facteur d'inflation ne paraît donc pas pertinente ; au contraire, on peut se demander si, à l'heure actuelle, la réglementation ne constitue pas une gêne dans l'exercice de la politique monétaire.

Le renchérissement du crédit

Les conséquences d'une éventuelle réforme de la réglementation des dépôts s'exerceraient également, en aval, sur les taux des prêts consentis aux entreprises et aux particuliers. Un danger possible de la rémunération, souvent mentionné, serait alors d'accroître le coût du crédit, ralentissant l'investissement et la croissance économique.

Pour apprécier exactement l'importance de cet effet, il est évidemment nécessaire de prendre en compte l'ensemble de la politique de tarification des banques, pour au moins trois raisons. En matière de crédit, tout d'abord, le coût de la ressource n'est que l'une des composantes du coût total. S'y ajoutent les frais généraux (réseau, informatique,...), ainsi que le coût du risque, qu'il soit direct (pertes) ou indirect (dépenses de recouvrement et de contentieux). Dans le cas, extrême, des crédits à la consommation, ces frais peuvent représenter près de la moitié du coût total. En second lieu, les différences entre établissements sont très importantes : les taux de frais généraux sur encours comme le coût du risque peuvent varier du simple au double entre des établissements *a priori* comparables. Ces disparités prouvent que le coût du crédit est aussi le résultat d'effort d'accroissement

¹⁴ Ce jugement est notamment fréquent à la Bundesbank. Dans le même sens, un haut responsable de la Banque de France estimait récemment que « la politique monétaire n'est en rien facilitée par la non-rémunération des dépôts, elle en subirait plutôt une gêne » (cf. Icart 1992).

¹⁵ Voir notamment Chiappori, Perez-Castrillo, Verdier (1991). Le fond de l'argument est d'ailleurs peu surprenant : intuitivement, il paraît clair que la transmission des impulsions monétaires bénéficiera d'un effet de levier d'autant plus important de la part des ressources à taux liés au marché est grande. Ce point est notamment expliqué par M. Icart (po. cit.).

de la productivité ou de sélection des emprunteurs ; mais ces efforts, inversement, ne sont sans doute pas indépendants des conditions de refinancement. Enfin et surtout, les politiques de tarification ne sauraient être assimilées à de simples mécanismes de *mark-up* sur les coûts. Le problème est en fait d'une grande complexité. Les services offerts sont très nombreux, et l'affectation des frais fixes est difficile et en partie arbitraire. Les économies d'envergure sont importantes, et les conditions de concurrence peuvent différer largement selon les produits ; d'où l'importance des subventions croisées. Et les effets de marque et de fidélisation jouent un rôle majeur, ce qui implique qu'une politique de tarification se conçoive nécessairement sur le long terme.

Pour appréhender cette complexité, un détour par la théorie peut s'avérer utile. Des modèles développés sur ce thème, deux conclusions générales se dégagent.

a) En premier lieu, le déterminant principal d'une tarification efficace n'est pas le coût moyen, mais le coût d'opportunité, qui se confond ici avec le coût marginal. Cette conclusion, qui n'est pas pour surprendre le micro-économiste, est valable en concurrence parfaite comme imparfaite¹⁶. Le rôle central du coût d'opportunité (ou du coût marginal) est dans la logique même de la concurrence, quel que soit son type. L'idée de base est simple : même si l'on dispose de ressources à bas coût, il n'y a aucune rationalité à les céder à un prix trop faible ; au contraire, la maximisation du profit implique que l'on choisisse le prix le plus élevé possible, compte tenu des contraintes concurrentielles. Pour définir ce prix, la référence (le coût d'opportunité) est évidemment le taux du marché, que l'on pourrait obtenir en lieu et place de tout autre utilisation. A cette base s'ajoutent, en bonne logique, les frais spécifiques aux crédits aux particuliers ou aux entreprises (frais généraux et de gestion, risques de défaut, etc.) ; plus une marge de profit, qui dépend à la fois de l'élasticité de la demande et du degré de concurrence sur le marché¹⁷.

On le voit, l'argument ne fait pas intervenir le coût moyen de la ressource, au moins tant que ce dernier reste inférieur au coût marginal, ce qui est toujours le cas ici. Ce raisonnement, à la base de la littérature sur l'activité bancaire, fonde notamment les conclusions classiques de « séparation » des activités bancaires : le fonctionnement du marché des crédits est largement indépendant de celui des dépôts. Penser que toute hausse du coût moyen de la ressource se répercute automatiquement et entièrement sur les taux débiteurs est, dès lors, incorrect. Et il convient donc de relativiser largement l'effet de la déréglementation sur les taux, au moins en l'absence

16 La seule exception est l'existence d'une limitation quantitative sur les débouchés, puisque le coût marginal ne se confond plus alors avec les taux de marché, les contraintes introduisant un élément de rareté additionnel.

17 Sans omettre le coût des fonds propres exigés par la réglementation.

d'encadrement du crédit — puisqu'avec ou sans rémunération des dépôts, le coût d'opportunité reste celui du marché.

Cette intuition théorique trouve une intéressante confirmation dans des travaux empiriques récents (Boutillier et Derangère, 1992). Analysant la formation du taux de crédit aux entreprises en France sur la période 1969-1989, les auteurs mettent en évidence une opposition entre deux périodes. Jusqu'en 1979, l'activité bancaire s'inscrit pour l'essentiel dans une logique de faible concurrence et d'économie administrée ; de ce fait, « les banques déterminent le coût du crédit qu'elles octroient sur la base du coût [moyen] de leur ressources » — conclusion d'ailleurs classique pour les études portant sur cette période. L'intéressant est le retournement structurel observé après 1980 : à partir de cette date — et *a fortiori* avec la disparition ultérieure de l'encadrement du crédit — la seule variable économétriquement significative s'avère être le taux du marché monétaire. En particulier, le coût moyen des ressources (et tout spécialement la part des dépôts à vue non rémunérés sur le total du financement) n'a pas d'effet significatif sur les taux de crédit¹⁸.

b) Cependant, des développements théoriques plus récents, fondés sur une approche en termes, d'économie industrielle, conduisent à nuancer en partie les résultats de « séparation », même s'ils ne remettent pas en cause le fond de l'argument. Dans ces modèles de « seconde génération », la liaison entre taux débiteurs et coût marginal de la ressource apparaît plus complexe, dans la mesure notamment où interviennent des subventions croisées entre produits¹⁹. Celles-ci s'expliquent par divers facteurs. L'un est certainement l'existence d'économies d'échelle et surtout d'envergure, existence confirmée par de nombreux travaux empiriques²⁰. On rejoint ici la théorie, qui insiste sur le rôle des asymétries d'information dans le fonctionnement des marchés financiers. Certains services bancaires, outre leur rentabilité propre, permettent à la banque d'obtenir sur son client des informations ou des moyens de contrôle diminuant l'importance des phénomènes de sélection adverse ou d'aléa moral pour d'autres activités ; par exemple, la gestion du compte courant permettra de mieux apprécier la solvabilité de l'emprunteur, et/ou d'intervenir plus tôt en cas de défaillance. Dès lors que l'information résultant d'une activité est utile pour d'autres produits, il y a une source d'économies d'envergure potentielles, entraînant en général la mise en place de subventions croisées.

18 Une illustration immédiate est fournie par le début des années 1990 : la forte augmentation du coût moyen des ressources, liée à la baisse relative des dépôts à vue et à la montée des OPCVM rémunérés à un taux proche du marché, ne s'est pas traduite par une montée comparable des taux débiteurs, mais plutôt par une compression des coûts et des marges, comme le prévoit la théorie !

19 Pour une analyse théorique détaillée, voir Chiappori, Perez-Castrillo et Verdier (1991).

20 Voir par exemple Sassenou (1992) pour une vue générale récente.

A ces phénomènes, propres à tout marché financier, s'ajoutent, de façon plus directement liée à notre propos, les effets spécifiques de la réglementation. L'interdiction de rémunérer les dépôts revient à bloquer administrativement le prix d'un service fourni sur un marché par ailleurs compétitif. Interdite sur les prix, la compétition ne disparaîtra pas pour autant, mais prendra d'autres formes. L'une sera le renforcement des réseaux, qui permettent de drainer une clientèle de déposants. Parallèlement, les clients seront sollicités par des produits sous-tarifés, le manque à gagner étant compensé par les rentes perçues sur les dépôts. Ainsi, les clients pourront se voir proposer des crédits à des taux particulièrement bas, assortis en général du déplacement de la gestion de leur compte à vue vers l'établissement prêteur. Il s'agit là typiquement de subventions croisées, induites par la rente perçue, du fait de la réglementation, sur les dépôts non rémunérés. On peut d'ailleurs montrer que le niveau des subventions croisées de ce type croît avec les taux du marché : plus ceux-ci sont élevés, plus la rente perçue sur les dépôts est grande, et plus les sacrifices consentis sur d'autres produits pour récupérer cette rente sont importants. Si les dépôts étaient librement rémunérés, l'intérêt d'attirer un nouveau déposant *via* des crédits à taux peu élevé serait réduit ; en libre concurrence, il serait d'ailleurs tout aussi rentable d'accroître les taux offerts sur les dépôts à vue. Ceci signifie donc que la déréglementation tendra à réduire les subventions croisées, d'où un relèvement des taux du crédit.

En résumé :

— L'idée d'une répercussion directe et totale de l'augmentation du coût de la ressource sur les taux de crédit est beaucoup trop simpliste, et à vrai dire erronée : elle résulte surtout d'une confusion entre coût moyen et coût marginal.

— L'effet n'est cependant pas nul ; mais il passe, de façon moins directe, par une réduction des subventions croisées, comme le soulignent certains travaux récents.

— Mais cette prédiction doit immédiatement être complétée sur deux points. D'une part, la hausse du coût du crédit sera faible — bien inférieure, en tout cas, à ce qu'une répercussion directe des variations de coût moyen conduirait à prévoir ; en effet, les subventions croisées sont par nature limitées.

— D'autre part et surtout, cette hausse est probablement largement souhaitable, dans la mesure où elle supprimera des distorsions très préjudiciables à l'allocation efficace des ressources. Les subventions croisées, en effet, ne sont pas uniformes ; elles profitent beaucoup plus à certains acteurs qu'à d'autres, en fonction des volumes de dépôts respectivement engendrés. Ainsi, typiquement, les ménages sont relativement favorisés, et l'Etat moins bien traité. D'après les modèles théoriques, on pourrait même voir des particuliers obtenir des taux de crédit inférieur à ceux des emprunts

d'État ; situation *a priori* très surprenante (ne serait-ce que pour des considérations de risque), mais pourtant empiriquement constatée à de nombreuses reprises, par exemple pour les financements d'investissements immobiliers (et, bien entendu, en excluant toute bonification étatique). Les ménages eux-mêmes ne seront pas traités de façon uniforme ; à risque égal, plus le client est susceptible de rapporter une rente importante *via* ses dépôts, et plus les crédits lui seront consentis à un taux favorable²¹.

Outre les effets redistributifs, non négligeables, on peut penser qu'il y a là des sources d'inefficacité particulièrement coûteuses. Dans une conjoncture générale d'épargne rare et de taux élevés, il convient de garantir que les ressources sont utilisées là où elles servent le plus. Les distorsions décrites rendent beaucoup moins vraisemblable ce résultat : des investissements socialement moins rentables, mais avantagés par des taux artificiellement baissés, draineront les ressources qui seraient plus utiles ailleurs.

Aspects prudentsiels

La seconde ligne d'argumentation en faveur de l'interdiction de rémunérer — et sans doute la plus convaincante — souligne son rôle prudentiel. En l'absence de réglementation, on risquerait, de ce point de vue, de voir apparaître une concurrence destructrice sur le marché des dépôts à vue ; concurrence qui minerait la santé des banques, et pourrait au pire déboucher sur des crises financières d'envergure.

163

La montée des périls

Soulignons tout d'abord l'importance de ces considérations prudentielles, tout particulièrement dans la perspective de l'UEM. Une chose est claire : les risques de crise financière existent, et vont même, selon toute probabilité, s'accroître dans les prochaines années. Jusqu'à une date récente, la stabilité des systèmes nationaux était assurée par l'existence de corsets réglementaires étroits. Encadrement du crédit, contraintes sur les taux, restrictions à l'entrée et à l'innovation, cartels tolérés sinon encouragés — tout concourrait à façonner un environnement peu concurrentiel. Dans ce contexte, banques et institutions financières, bénéficiaires de rentes multiples, disposaient de « matelas de sécurité » qui les abritaient des aléas de la conjoncture.

Ce paysage appartient désormais au passé. La déréglementation générale des marchés financiers, qui s'est opérée quasiment partout en Europe, a largement rétabli la concurrence ; l'intégration Européenne ne fera que la renforcer. La première conséquence — que l'on commence à distinguer — sera la réalisation de gains notables d'efficacité économique et de bien-être ;

²¹ Le « bon client », celui auquel un banquier accordera volontiers une réduction du taux de crédit, est aisé, dispose de liquidités importantes, et présente des perspectives prometteuses d'évolution des revenus.

et l'on ne peut donc que se féliciter d'une évolution par ailleurs inéluctable. Cependant, ces effets positifs iront de pair avec une réduction des marges, et une vulnérabilité accrue du système. Enfin, la réalisation d'un marché financier unifié — déjà largement entamée, et qui culminera avec le système de monnaie unique — entraînera une globalisation du risque, toute fragilité dans l'un des Etats membres menaçant potentiellement la stabilité financière de l'ensemble du système²².

Il convient donc de porter une attention toute particulière aux aspects prudentiels. Là encore, un détour par la théorie permet de mieux préciser les problèmes. En premier lieu, le développement de la concurrence dans le secteur bancaire, en réduisant les rentes et donc les marges bénéficiaires, a un double effet sur la stabilité financière des établissements. A structure donnée des engagements, d'une part, elle diminue le « matelas de sécurité » dont les banques disposaient auparavant, rendant ces dernières plus vulnérables aux fluctuations de la conjoncture. Cette remarque — la plus couramment entendue — est cependant de portée limitée, dans la mesure où la structure des engagements — et notamment le degré de risque correspondant — n'a aucune raison de demeurer identique. Le risque porté est, au contraire largement endogène, et résulte de décision de l'établissement²³. Par exemple, toutes choses égales par ailleurs, l'existence d'un « matelas de sécurité » permet de réaliser des placements individuellement plus risqués, tout en maintenant la probabilité de faillite à un niveau très bas. Comme, le plus souvent, l'espérance de gain est fonction croissante du risque, cette stratégie est bénéficiaire ; mais, au niveau macro-économique, le risque total des investissements retenus va s'accroître. Il n'est donc pas exclu *a priori* que la déréglementation conduise inversement les banques à une plus grande prudence dans la composition de leur portefeuille d'actifs — et notamment dans la sélection des crédits accordés.

Le vrai problème est ailleurs ; il réside dans un effet pervers sur les préférences des établissements financiers, et plus précisément sur la pondération respective des objectifs de sécurité et de rentabilité. En général, un accroissement de la concurrence se traduit pour les banques — ou du moins pour certaines d'entre elles — par une incitation à accroître le risque. L'idée, mise en lumière par des discussions récentes²⁴, est que le coût essentiel d'une faillite est l'obligation de quitter le marché, donc de renoncer aux bénéfices qu'auraient dégagés les activités ultérieures. Plus ces derniers

22 Les conséquences de cette analyse sur les dispositifs prudentiels à mettre en place au niveau européen est analysée notamment dans Chiappori et al. (1991).

23 Ce caractère endogène du risque est un aspect essentiel et souvent omis. Il a par exemple été souligné que les ratios prudentiels, s'ils amélioreraient bien la stabilité des banques à structure donnée du passif, pouvaient en revanche provoquer une recomposition du portefeuille dans le sens d'un accroissement du risque ; cet effet pouvant même compenser, et au-delà, l'effet stabilisateur initial. Voir par exemple Rochet (1991).

24 Voir notamment Baltenpersger et Dermine (1990), Neven (1990) et Boot et Greenbaum (1991).

sont réduits, du fait de la contraction des marges, moins le frein opère ; et plus on risque, au contraire, de voir apparaître des comportements de type « plus rien à perdre ».

Pour importants qu'ils soient, ces points ne sont cependant en rien spécifiques à l'interdiction de rémunérer les dépôts à vue. Ils s'appliquent à toute forme de déréglementation, dès lors que celle-ci accroît la concurrence. Entendu d'une façon générale, le thème de la concurrence destructrice souligne les dangers d'une baisse excessive des marges des entreprises productrices (les banques). Cependant, on voit mal en quoi cet argument serait plus valable pour les dépôts à vue que pour tout autre service. De l'avis général, la réponse n'est pas dans un retour en arrière vers une économie administrée et peu concurrentielle, mais plutôt dans un renforcement des dispositions prudentielles ou de la supervision. Le maintien de l'interdiction de rémunérer les dépôts ne peut donc se fonder que sur une analyse des dangers propres à la libre rémunération.

Asymétrie d'information et concurrence pour les dépôts

La spécificité du problème des dépôts à vue apparaît si l'on prend en compte les aspects d'imperfection des contrôles et d'asymétrie d'information qui caractérisent l'intermédiation financière. Tout d'abord, tout contrat de prêt — les dépôts à vue n'étant qu'un exemple parmi d'autres — introduit, du fait des dispositions juridiques de responsabilité limitée, une préférence pour le risque de la part de l'emprunteur. En effet, un placement risqué peut se traduire par des gains très élevés, mais aussi par une probabilité de défaut plus forte. Cependant, en cas de réussite, l'emprunteur conserve la totalité du bénéfice, déduction faite du remboursement forfaitaire d'intérêts (c'est le traditionnel « effet de levier ») ; en cas de faillite, sa perte est en revanche bornée aux fonds propres engagés. L'espérance de gain du débiteur est donc fonction croissante du risque des placements, au moins à coût donné des ressources. Dès lors, un emprunteur qui utilise ses ressources de façon plus risquée sera prêt à payer celles-ci plus cher²⁵. Dans le cas de la rémunération des dépôts, le risque est donc qu'à l'instar de la loi de Gresham, « les mauvais emprunteurs chassent les bons », c'est-à-dire que les établissements aux placements les plus risqués, pouvant de ce fait offrir des taux plus élevés de rémunération, détournent à leur avantage une part importante des ressources — avec *in fine* une prise de risque globale excessive au niveau agrégé.

Le fonctionnement normal du marché devrait certes tendre à freiner une dérive de ce type. Il est en effet peu probable que les créanciers acceptent, en contrepartie du supplément de rémunération, le risque de faillite de

²⁵ Ce mécanisme est à la base des explications contemporaines du fonctionnement des marchés financiers, et notamment des phénomènes de rationnement sur le marché du crédit. Voir par exemple Stiglitz et Weiss (1981).

l'institution, et donc de perte de leurs dépôts. Ou, plus précisément : le niveau de surémunération qu'ils devraient exiger pour compenser ce risque devrait, à l'équilibre, suffire à dissuader les placements trop aléatoires. Cependant, une spécificité des dépôts à vue est l'importance des asymétries d'information entre les déposants et les institutions créancières : le risque pris par celles-ci n'étant pas directement observable (ou seulement de façon imparfaite) par ceux-là, la répercussion sur les rendements exigés peut être insuffisante, voire nulle²⁶.

Même ces asymétries ne peuvent toutefois suffire à provoquer un danger majeur, pour au moins trois raisons. D'une part, face à une incertitude de ce type, le marché va naturellement tendre à produire les informations manquantes. Le fonctionnement des marchés de crédit entre professionnels, fondé notamment sur les évaluations de risques fournies par les agences de « rating » après examen approfondi, fournit une bonne illustration de ce mécanisme. En second lieu, des effets de réputation vont jouer. Une banque ayant une réputation de sérieux et de prudence pourra se procurer ses ressources à un coût inférieur ; inversement, ce gain de refinancement incitera la banque à maintenir sa réputation en privilégiant les placements sûrs²⁷. Enfin et surtout, le fait même, pour une institution, d'offrir une rémunération « excessive » (bien supérieure au marché, par exemple) devrait agir comme un signal, révélant un emploi plus risqué des ressources ainsi obtenues. Dès lors, les déposants devraient, à l'équilibre (et en supposant les anticipations rationnelles) éviter ce type de placements.

C'est à ce point qu'intervient l'effet pervers des mécanismes d'assurance des dépôts. Le but de ces mécanismes est de prévenir les phénomènes de retraits paniques mentionnés plus haut — et dont l'histoire économique fournit de nombreux exemples. Leur efficacité paraît avérée : les « runs » ont pratiquement disparu depuis la Seconde guerre mondiale, malgré l'accroissement énorme des activités financières et l'apparition de crises bancaires sérieuses²⁸. Cependant, l'assurance a pour conséquence une indifférence des déposants vis-à-vis du risque effectif des placements souscrit avec leurs dépôts (au moins dans la limite du maximum de remboursement) : si élevée que soit la probabilité de faillite de l'institution, les déposants sont certains de récupérer leur mise. Le cas des *Savings and Loans* américaines est sur ce point exemplaire. Même si la crise n'est pas uniquement le fait de l'incompétence ou de la malhonnêteté des dirigeants, il reste que de

26 En termes théoriques : pour qu'il y ait inefficacité, il faut qu'il y ait « market failure », c'est-à-dire déviation par rapport au fonctionnement normal du marché. Ici, c'est l'asymétrie d'information qui cause cette déviation.

27 De ce point de vue, il apparaîtrait une rente de réputation, liée aux asymétries d'information sur le marché, et qui favoriserait les « bons » emprunteurs. De ce fait, le coût de faillite est plus élevé pour ces derniers (qui perdraient la valeur totale des rentes futures) ; d'où une plus forte incitation à la prudence. Pour un modèle fondé sur la notion de réputation, voir notamment Boot et Greenbaum (1991).

28 C'est la thèse de X. Vives (1991).

nombreuses caisses souffraient d'un manque évident de professionnalisme — quand elles ne s'adonnaient pas à des pratiques carrément délictueuses. En l'absence d'assurance des dépôts, nul emprunteur sensé n'aurait confié ses fonds à un organisme créé quelques mois auparavant par un ancien pilote d'avion sans compétence financière connue²⁹. En revanche, du fait de l'assurance, il devenait parfaitement rationnel d'y investir ses disponibilités, dès lors que le rendement annoncé était supérieur.

On voit donc que c'est la conjonction de l'incitation au risque due au contrat de prêt, de l'asymétrie d'information sur l'utilisation faite des ressources, et des effets pervers de l'assurance des dépôts qui est à l'origine du risque de crise³⁰. Ajoutons, pour être parfaitement précis du point de vue théorique, que l'effet pervers n'est pas dû à l'existence d'un mécanisme d'assurance des dépôts, mais à sa mauvaise tarification. Il n'y a en fait aucune raison de ne pas transmettre le risque de défaillance du déposant (probablement très « riscophobe ») vers un organisme d'assurance. Au contraire : outre le gain de bien-être dû à une meilleure répartition du risque, la surveillance de l'utilisation des fonds sera *a priori* mieux exercée par un organisme spécialisé que par des déposants souvent peu informés. Mais encore faut-il que le dit organisme exerce effectivement cette surveillance, d'une part, et la répercute d'autre part dans les cotisations payées par chaque institution financière. La situation actuelle, où la cotisation est essentiellement indépendante du risque, est un exemplaire de ce qu'il faudrait éviter ; extrêmement inefficace, elle est au demeurant difficilement compréhensible, alors que les organismes de tutelle vérifient régulièrement les engagements, et que les notations des agences de « rating » sont connues de tous³¹ !

167

Quelle réglementation

La définition de la réglementation prudentielle la plus adaptée est une question difficile, qui dépasse largement le cadre de cet article. S'agissant du problème particulier de la rémunération des dépôts, deux remarques peuvent toutefois être faites.

En premier lieu, de multiples dispositifs prudentiels existent : contraintes prudentielles (de type ratios de capital), supervision directe par les autorités

29 Cas cité par M. Mayer (1991).

30 Pour une analyse fine des interactions entre anticipations des agents, stabilité du système financier et assurance des dépôts, dans un contexte de concurrence imparfaite, voir notamment Matutes et Vives (1992).

31 Ces phénomènes, souvent qualifiés (de façon légèrement impropres) d'*aléa moral*, expliquent que l'assurance des dépôts soit en général limitée aux déposants individuels, mais excluent les dépôts d'autres organismes financiers : les inclure risquerait de casser le mécanisme de contrôle des risques par le marché. En effet, autant l'on peut contester qu'un déposant individuel soit toujours à même d'estimer le degré de risque présenté par une banque, autant il est clair que les professionnels en sont capables ; on sait bien que les taux consentis à telle ou telle institution découlent directement des évaluations de son niveau de risque. Si les investisseurs professionnels étaient assurés, non seulement ils n'auraient guère de raison de tenir compte de ces évaluations, mais celles-ci disparaîtraient probablement, faute de présenter un quelconque intérêt !

de tutelle, procédures d'agrément destinées à éviter les entrants douteux, meilleure tarification de l'assurance des dépôts, etc. Chaque dispositif a ses défauts, en termes de coût de mise en place, de baisse de la concurrence ou de distorsions structurelles ; la décision finale repose sur un arbitrage fin entre coûts et bénéfices. De ce point de vue, la réglementation de la rémunération des dépôts est l'un des outils de l'arsenal, mais probablement pas le plus efficace, compte tenu de ses coûts structurels élevés. On peut d'ailleurs remarquer que les projets de réforme du système financier américain, élaborés à la suite de la crise des *S&L*, ne prévoient pas d'interdire la rémunération des dépôts. En tout état de cause, il convient de penser de façon globale et cohérente la réglementation prudentielle dans son ensemble ; ce n'est que dans le cadre d'une réflexion de ce type que la réglementation prudentielle dans son ensemble ; ce n'est que dans le cadre d'une réflexion de ce type que la réglementation des dépôts pourrait le cas échéant trouver sa place ³².

En second lieu, même si l'on retenait le principe d'une réglementation de la rémunération, encore faut-il être précis sur son contenu exact. On peut, sur ce point, être plus affirmatif : l'interdiction de rémunérer n'est certainement pas la règle à retenir. Le danger d'une concurrence destructrice apparaît, on l'a vu, lorsque certaines institutions proposent à leurs déposants des taux trop élevés. Mais le caractère excessif de ces taux ne peut évidemment être défini qu'en référence aux taux du marché. Une rémunération à 10 % sera dangereusement élevée si le marché monétaire est à 9 % ; elle sera raisonnable, voire faible s'il est à 20 %. En d'autres termes, c'est évidemment l'écart entre le taux payé aux déposants et les taux du marché qui risque de faire problème — techniquement, de signaler une utilisation trop risquée des ressources ; c'est donc lui qui devrait, le cas échéant, être réglementé, l'Etat interdisant un écart trop faible. En revanche, une règle fixant, indépendamment du marché, le niveau nominal de rémunération — que ce soit à 0 %, comme actuellement, ou à 5 % ou 10 % — n'a économiquement aucun sens.

Pour mieux sentir ce point, un exercice utile — comme souvent en économie — consiste à remplacer les raisonnements habituels, exprimés en valeurs nominales, par des raisonnements en termes réels. Les banques, en gérant les comptes des clients, leur fournissent une gamme de services. Ceux-ci sont facturés pour une part (d'ailleurs en croissance rapide) ; par ailleurs, ils sont compensés par un coût (dit « d'opportunité ») imposé au déposant, égal au manque à gagner vis-à-vis de placements alternatifs

³² Il faut notamment souligner que les différents outils réglementaires gagnent en général à être utilisés de façon complémentaire. A titre d'illustration, la réforme de la FDIC américaine repose sur un classement des établissements en fonction de leurs ratios de capital ; chaque catégorie étant soumise à des réglementations propres sur la rémunération, ainsi qu'à des primes d'assurance des dépôts spécifiques.

(OPCVM monétaires, par exemple). En ce sens, la rémunération versée au déposant est toujours négative ; à l'heure actuelle, elle se situe aux alentours de -9% (en prenant comme référence le taux des SICAV monétaires). L'essence de la réglementation consiste à fixer une borne supérieure (elle-même négative) à cette rémunération ; on décidera, par exemple, qu'un écart en deçà de -2% (ou tout autre niveau à déterminer) est à proscrire, parce que révélateur d'une déviation dangereuse³³. Enfin, une fois le seuil choisi, il conviendra, en cas de mouvement des taux de marché, de maintenir constant l'écart de taux (la rémunération réelle), en modifiant de façon correspondante le seuil nominal réglementaire.

Considérons à l'inverse la situation actuelle, où le seuil est fixé nominalement à zéro. Supposons que les taux sur le marché varient, passant à 6 ou 12% . Du fait de la réglementation, le coût réel de détention de la monnaie (la rémunération négative des déposants) va fluctuer du simple au double, sans aucune justification économique. Il y a là une inefficacité difficilement explicable³⁴ — et qui, portant sur des montants supérieurs à mille milliards de Francs, est tout sauf négligeable !

En conclusion, sur les divers arguments considérés dans les deux parties précédentes, deux semblent avoir un fondement réel. Le premier — le risque d'une hausse des taux de crédit à la suite d'une libération de la rémunération des dépôts — paraît cependant insuffisant pour justifier l'interdiction de rémunérer ; d'une part parce que la hausse sera probablement faible, ne répondant pas à une hausse du coût moyen mais à une réduction des subventions croisées, d'autre part parce que cette hausse correspondra pour partie à la suppression de distorsions existantes dans la tarification des crédits (et aura donc aussi des effets bénéfiques). Les préoccupations prudentielles, d'autre part, sont certainement essentielles. Mais il n'est pas évident qu'elles requièrent une réglementation des dépôts à vue. De plus, ce qu'elles nécessiteraient le cas échéant, c'est la fixation d'un maximum de rémunération qui soit fonction des taux du marché. La situation actuelle, où le taux maximum est fixé nominalement, ne paraît en revanche pas justifiable sur ces bases.

169

Les coûts de la réglementation

D'un point de vue micro-économique, la réglementation, interdisant de

³³ On voit bien, inversement, le risque de « capture de la réglementation » (« regulatory capture ») qu'encourt une réglementation de ce type : les entreprises présentes sur le marché pourraient user de leur influence auprès des autorités pour obtenir un seuil maximum de rémunération très inférieur au marché — ce qui leur conserverait une part des rentes, mais maintiendrait également une part des distorsions. Il faut donc souligner que le seuil doit correspondre au maximum qu'il est raisonnablement possible d'offrir au client, en ayant une gestion saine de son actif.

³⁴ ... et d'autant plus surprenante qu'en sens inverse, la réglementation des taux débiteurs — et en particulier du taux de l'usure — fait (fort justement) référence aux taux du marché. On voit mal pourquoi cette logique ne s'appliquerait pas aux taux créditeurs !

rémunérer les dépôts équivaut à la création d'une rente au bénéfice des organismes collecteurs. La conséquence la plus visible est ainsi un transfert : il y a, *de facto*, prélèvement sur les déposants, au bénéfice des institutions financières. En un sens, l'Etat, *via* la réglementation, lève un impôt indirect sur les dépôts à vue ; la spécificité de cet impôt étant de bénéficier non à l'Etat, mais à des entreprises, dont certaines appartiennent d'ailleurs au secteur privé — donc, *in fine*, aux actionnaires de ces dernières. Une redistribution de ce type peut ou non être jugée souhaitable, au regard des objectifs de justice sociale des autorités.

Cependant, ne considérer que ces aspects redistributifs serait une erreur grave. Ce que toute la micro-économie nous enseigne, c'est que des distorsions affectant le système des prix ont, outre leurs conséquences redistributives, des effets structurels. A la différence des transferts — qui avantagent certains agents au détriment de certains autres — ces effets de structure vont en général engendrer des pertes d'efficacité économique, supportées par l'ensemble de la société.

Un exemple classique, dans le secteur bancaire, est la tarification des moyens de paiement. La controverse sur la gratuité des chèques se limite trop souvent aux analyses en termes de transferts : rendre le chéquier payant, c'est avantager les banques et pénaliser les particuliers. Cette présentation omet l'essentiel : les effets pervers induits sur les comportements. La gratuité des chèques provoque une surutilisation considérable de ce moyen de paiement³⁵ ; or celui-ci est particulièrement coûteux en termes de traitement. Les milliers d'heures de travail qu'une tarification appropriée aurait permis d'économiser sont, au niveau social, une perte sèche, qu'aucun gain ne vient compenser.

Relisons les grands auteurs, et en premier lieu Maurice Allais. Ils nous disent d'abord que la tarification au coût marginal permet d'éviter ces pertes sociales. L'application de ces principes à EDF, sous l'impulsion de M. Boiteux, et plus récemment aux Télécommunications et à d'autres organismes, a permis de réaliser des gains sociaux se chiffrant au total en milliards de francs ; *a contrario*, ceci signifie qu'une tarification inadéquate aura des coûts structurels énormes, bien que souvent omis. Evidemment, ce qui est vrai que pour les chèques l'est aussi pour les dépôts. Il est donc essentiel, lorsque l'on analyse les problèmes soulevés par l'interdiction de rémunérer, de considérer avec attention les distorsions structurelles induites ; d'autant que, nous l'avons dit, les sommes en jeu sont colossales³⁶.

35 Voir par exemple Chiappori (1991).

36 Pour fixer les idées, les dépôts à vue représentent un montant du même ordre de grandeur que l'ensemble des placements des compagnies d'assurance !

Distorsions de la concurrence

Dans le cas qui nous intéresse, la réglementation revient, nous l'avons dit, à fixer administrativement le prix d'un service fourni sur un marché par ailleurs très (et de plus en plus) concurrentiel. Une mesure de ce type ne peut que biaiser la concurrence. La première déviation s'opère, évidemment, au détriment des organismes financiers non collecteurs de dépôts. De nombreuses institutions financières, en France, se sont spécialisées dans la gestion de crédits accordés aux particuliers et aux entreprises — et ont développé dans ce but un savoir-faire spécifique. Cette diversification des modes de production est un aspect important du fonctionnement du système de marché. A chaque instant, plusieurs types de « technologies » coexistent : ici les banques universelles et les organismes de crédit, comme ailleurs les grandes surfaces et les boutiques spécialisées. La fonction de cette diversité est double : d'une part elle maintient à un haut niveau les incitations concurrentielles à la productivité, la qualité, la compétitivité ; d'autre part, elle alimente un processus continu d'innovation, dont on sait depuis Schumpeter qu'il est la raison majeure de la supériorité du marché.

Cependant, sur le marché du crédit, la concurrence entre « généralistes » et « spécialistes » est totalement inéquitable, du fait de la disparité énorme du coût des ressources : là où les seconds doivent subir les taux du marché, les premiers bénéficient d'une bonification liée à la non-rémunération. A terme, cette situation paraît impliquer la disparition pure et simple des spécialistes, résultat certainement non souhaitable (la « sélection naturelle » opérée par le marché n'est désirable que quand elle se fonde sur des différences d'efficacité économique, pas lorsqu'elle résulte de distorsions réglementaires)³⁷. A tout le moins, elle permet la survie d'organisations moins efficaces, mais protégées par le handicap imposé aux autres concurrents³⁸. Enfin, le coût d'une moindre concurrence n'est pas seulement statique. Sur le long terme, une situation de ce type décourage les gains de productivité, les innovations, et plus généralement les adaptations rendues nécessaires par l'évolution de l'environnement. Et l'on sait que les retards structurels d'aujourd'hui sont les coûts sociaux de demain.

Cette limitation de la concurrence des institutions serait cependant moins problématique, si le degré de concurrence entre banques de dépôts était suffisant pour assurer les pressions nécessaires. Le problème est que, dans les activités de crédit et de collecte des dépôts, les coûts non récupérables jouent

37 Ajoutons que la situation actuelle crée une grande vulnérabilité des institutions spécialisées vis-à-vis des fluctuations à long terme des taux d'intérêt — ce qui, d'un point de vue macro-économique, peut constituer une cause non négligeable d'instabilité.

38 Cet argument est d'ailleurs exactement celui utilisé par les banques de dépôts à l'encontre de la Poste, pour justifier une limitation des activités financières de celle-ci. Paradoxe : on voit mal pourquoi les distorsions de concurrence liées à la situation institutionnelle de la Poste seraient inacceptables, mais pas celles résultant de l'interdiction de rémunérer les dépôts !

un rôle majeur³⁹. De ce fait, ces marchés ne sont que peu contestables, et leur tendance naturelle sera d'évoluer vers une structure oligopolistique très éloignée de la concurrence pure et parfaite.

Ajoutons que l'interdiction de rémunérer ne fait qu'accentuer cette caractéristique, puisqu'elle fonctionne comme une barrière à l'entrée. Elle empêche en effet un nouvel entrant d'accroître sa part de marché en proposant une rémunération supérieure des dépôts. Or on a vu, notamment lors de la déréglementation du système financier espagnol, que des stratégies de ce type jouent un rôle fondamental dans l'apparition de nouveaux compétiteurs : les banques étrangères (et en particulier françaises) ont compensé le handicap d'un réseau peu développé et d'une notoriété inférieure par une plus grande agressivité commerciale. A contrario, la réglementation française tend à figer le marché. Cet état de fait ne manquera d'ailleurs pas de soulever un problème vis-à-vis des banques étrangères désirant s'implanter et se développer en France ; les autorités communautaires pourraient (non sans raison) voir là une fermeture de fait du marché, contraire aux règles de libre échange, et propice à la constitution de cartels.

Effets structurels

172

L'interdiction de rémunérer ne va évidemment pas supprimer la compétition entre banques ; au contraire, celle-ci est stimulée par l'objectif d'appropriation de la rente ainsi créée. Comme, à l'inverse d'un marché habituel, la concurrence ne peut s'exercer par les prix, elle prendra d'autres voies. De ce fait, les distorsions initiales sur le marché des dépôts vont s'étendre à d'autres activités, induisant de nouvelles inefficacités dans l'allocation des ressources.

L'examen détaillé de ces mécanismes a fait l'objet d'autres contributions, auxquelles le lecteur est renvoyé pour une analyse plus précise⁴⁰. Nous nous contenterons ici d'une énumération rapide des effets pervers induits :

— dépenses excessives d'infrastructure : la rentabilité de l'installation d'une agence supplémentaire est gonflée par la rente qu'engendreront les dépôts ainsi récupérés. De ce fait, l'arbitrage entre coûts d'installation et bénéfices dégagés est biaisé, en faveur d'une surcapacité. La conséquence est un surdimensionnement des réseaux, en regard de la taille requise par l'efficacité économique — surdimensionnement qui, dans le cas français, prend des proportions considérables. Qui plus est, la taille optimale des réseaux devient, en l'absence de rémunération, fonction du niveau des taux d'intérêt (qui déterminent la taille de la rente) ; d'où un supplément inutile de vulnérabilité de l'économie aux fluctuations « longues » des marchés financiers⁴¹.

³⁹ A l'inverse des activités de marché, où ils sont plus faibles ; c'est notamment la conclusion de Dietsch (1992).

⁴⁰ Voir notamment Chiappori, Perez-Castrillo et Verdier (1991) pour un modèle formel, et Chiappori (1991) pour une présentation plus générale.

⁴¹ Pour une analyse empirique détaillée des évolutions de taille des réseaux, cf. Fuentelsaz et Salas (1992).

— subventions croisées entre produits : pour attirer les déposants, les banques seront incitées à subventionner, à partir de la rente perçue sur les dépôts, des produits ou services d'appel. Un exemple déjà mentionné est celui des taux débiteurs artificiellement bas pour une catégorie de clientèle ; les distorsions étant ainsi transmises sur le marché du crédit. De même, on peut penser que le rendement actuel des OPCVM monétaires est excessif, en regard des taux du marché ; manifestement, la concurrence sur les taux offerts a pour objet d'attirer (ou de conserver) les comptes à vue des clients visés. Enfin, les subventions croisées distendent la liaison entre taux directeurs et taux du crédit clientèle, d'où une moindre efficacité de la politique monétaire « longue ».

— distorsion des comportements financiers : en réduisant la rentabilité d'un type de placement, la réglementation favorise les substituts plus ou moins proches, induisant des mouvements importants de portefeuilles. Pour poursuivre l'exemple des OPCVM monétaires, leur surprenant succès (elles drainent un encours de plus de mille milliards de Francs après quelques années d'existence) est manifestement dû en partie à l'absence totale de rémunération sur les dépôts à vue, dont elles constituent, en termes de liquidité, un substitut proche.

— fragilité structurelle excessive : du fait des subventions croisées, les bilans bancaires sont déséquilibrés, les rentes perçues sur certaines activités et certains segments de clientèle compensant les pertes réalisées ailleurs. Cette structure ne va pas sans danger ; on sait, en effet, que les sous-tarifations entraînent une vulnérabilité accrue sur les services concernés. À court terme, la concurrence interbancaire va inévitablement se concentrer sur les sous-populations de clients surtarifés (ou sous-rémunérés) ; cette clientèle est en effet à la fois rentable et souvent sensible à des arguments de rémunération⁴². À moyen et long termes, par ailleurs, les distorsions structurelles risquent de nuire à la compétitivité internationale des banques françaises ; il y a là une mine qui risque d'exploser d'un coup, le jour où les pressions concurrentielles s'exerçant au niveau européen feront sauter le verrou réglementaire actuel.

— influence « politique » sur les autres composantes de la tarification : outre les subventions croisées, dont la logique est purement économique, la non-rémunération a eu des conséquences sur d'autres aspects de la

42 Par exemple, les dépôts à vue de montant unitaire élevé constituent pour les banques une part très importante des profits réalisés sur le marché des particuliers. Or les déposants seront probablement sensibles à une rémunération (sous une forme ou une autre) des dépôts, vu l'importance des sommes en jeu ; un taux relativement inférieur au marché sera même probablement suffisant, ce qui garantit la rentabilité d'une démarche commerciale agressive vis-à-vis de cette clientèle. In fine, on risque de voir se répéter dans le secteur bancaire un scénario observé il y a quelques décennies dans l'assurance, lorsque les mutuelles, se concentrant sur des populations à faible risque et leur proposant une tarification adaptée, avaient fait voler en éclat la mutualisation tous azimuts pratiquée par les compagnies généralistes.

réglementation. Le cas de la tarification des chèques est le plus évident : cette dernière réforme, manifestement conforme à l'efficacité économique, s'est vue associée sur le plan politique à la rémunération des dépôts, avec pour conséquence ultime un blocage complet des deux dossiers.

Les coûts économiques et sociaux évoqués ci-dessus représentent des montants certainement colossaux, même si aucune estimation empirique globale n'a encore, à notre connaissance, été proposée. En regard, les arguments favorables à la réglementation actuelle paraissent bien faibles. Il faut souligner, de plus, que les coûts sont fonction directe (et croissante) de l'écart entre taux de rémunération des dépôts et taux du marché. Si l'on remplaçait, comme nous l'avons suggéré plus haut pour des raisons prudentielles, l'interdiction pure et simple de rémunérer qui prévaut actuellement par la fixation d'un taux maximum de rémunération — taux qui, à l'instar du taux de l'usure, serait déterminé en fonction des taux du marché — on diminuerait largement les coûts structurels ; et l'on supprimerait, de plus, un facteur important de vulnérabilité de l'économie française vis-à-vis des fluctuations « longues » des taux d'intérêt.

Déréglementation, quelles conséquences ?

174

Une déréglementation, ou une modification de la réglementation existante, paraissent donc nécessaires. Quelles seraient les conséquences d'une réforme de ce type ? Bien que la réponse à une telle question soit par nature incertaine, on peut, sur la double base des analyses théoriques et des expériences étrangères, hasarder quelques prédictions.

a) En premier lieu, une concurrence va s'établir sur le marché des dépôts. Doit-on craindre qu'elle devienne destructrice ? Probablement pas, pour trois raisons. D'une part, les comportements de dépôts ne semblent pas très élastiques vis-à-vis des taux ; les aspects de taille du réseau, de contacts personnels et de connaissance du client, de qualité de service sont et resteront essentiels⁴³. En d'autres termes, le modèle de concurrence le plus prévisible n'est pas une concurrence « plate » (« à la Bertrand », dans le jargon de l'économie industrielle) fondée sur le seul taux de rémunération et un déplacement parfaitement fluide de la clientèle vers le ou les mieux-offrants. On ira plutôt vers un modèle de concurrence à la fois par la localisation et par la qualité, avec les frictions et viscosités afférentes.

⁴³ Plusieurs types d'observations empiriques peuvent conforter cette thèse. D'une part, dans les pays européens où une déréglementation a eu lieu, on n'a pas observé de déplacement brutal des dépôts vers les comptes les mieux rémunérés — alors même que de nombreux établissements ont persisté à ne rémunérer que peu ou pas certains comptes. L'exemple espagnol est intéressant sur ce point ; voir par exemple Kessler, Lavigne et Pardo (1989) ou Vives (1990). En France même, les établissements proposant des comptes rémunérés (American express, Cortal, Caixa,...) voient leur part de marché s'accroître régulièrement mais de façon somme toute modeste. Enfin, l'importance accordée par les banques à leurs réseaux suggèrent bien que les aspects de localisation jouent un rôle au moins aussi important que les différentiels de taux.

D'autre part, cette évolution se traduira certainement par une tendance à la différenciation des services — prédiction classique de la théorie en cas d'ouverture d'une concurrence par la qualité. On peut prédire que les réactions des banques à la réforme ne seront pas uniformes : en particulier, l'évolution⁴⁴ va s'amplifier. Cette diversification de l'offre va diluer les pressions concurrentielles, et donc éloigner encore la perspective d'une concurrence destructrice. Enfin, le réel danger, nous l'avons vu, serait l'apparition de concurrents proposant des rémunérations excessives — voire au-dessus du taux du marché — explicables seulement par une prise de risque immodérée dans les placements. Mais le rôle de la supervision exercée par les autorités monétaires est de prévenir de telles stratégies ; par ailleurs, l'intérêt de conserver une réglementation minimale, interdisant des rémunérations des dépôts trop proches du taux du marché, est de les empêcher tout à fait.

Ajoutons que les exemples de déréglementation à l'étranger, et en premier lieu en Espagne, confirment ces prévisions. Si, on l'a dit, il n'est pas apparu de concurrence destructrice propre à mettre en danger la stabilité du marché financier national, la différenciation des services a en revanche joué à plein. Certaines banques se sont spécialisées dans la rémunération des seuls « gros » comptes ; d'autres n'ont que peu ou pas rémunéré misant surtout sur la localisation et la qualité de services. Les plus nombreuses ont défini des schémas complexes de rémunération et de tarification, avec barèmes progressifs ou dégressifs, assez différents d'une banque à l'autre.

175

b) En second lieu, la réforme aurait des contrecoups sur les autres marchés. Ainsi, on devrait, sur le marché du crédit, voir s'atténuer les distorsions existantes. Il deviendra probablement plus difficile, pour un ménage aisé, de financer l'achat d'une résidence secondaire en bénéficiant de taux plus bas que ceux des emprunts d'Etat ou des obligations de grandes entreprises à maturité comparable ; et l'on ne peut somme toute que s'en féliciter. De même, on peut s'attendre à une baisse de la rémunération des OPCVM monétaires. En effet, si notre analyse est correcte, les subventions croisées destinées à attirer de nouveaux déposants (ou à conserver les anciens) vont perdre leur raison d'être ; dès lors, les taux créditeurs vont descendre à des niveaux plus raisonnables. De la même façon, on peut espérer que l'ensemble de la tarification des banques se rapprochera de l'efficacité ; en particulier, il deviendra possible de rapprocher la facturation des divers moyens de paiement de leur coût marginal.

c) Troisième conséquence prévisible : une recomposition assez forte des portefeuilles. Comme nous l'avons dit, l'absence de rémunération entraînait des distorsions de comportement, qu'une réforme va réduire. On peut

44 Dont le contrat « Présence » de la BNP constitue le meilleur exemple !

penser, en particulier, que la croissance des encours de SICAV monétaires va se ralentir fortement (sinon s'inverser). Les comptes à vue deviendront un substitut intéressant ; d'autant que la rémunération des OPCVM se sera, nous l'avons dit, probablement réduite. Pour employer une analogie mécanique, le flux de liquidité passant des dépôts à vue vers les SICAV monétaires était surtout alimenté par une énorme différence de pression (rémunération nulle d'un côté, excessive de l'autre). Qu'une réforme réduise cette différence, et le flux se ralentira (et pourra même s'inverser !).

En particulier, le coût, pour les banques, d'une réforme de ce type est difficile à estimer. Il serait certainement incorrect de multiplier le volume actuel de dépôts par le taux futur de rémunération — simplement parce que la rémunération aura précisément pour effet de modifier les volumes. Si les dépôts à vue se gonflent de fonds précédemment placés à un taux voisin du marché, il y aura sur ce segment un gain pour les banques. De même, la moindre rémunération des OPCVM, la réduction des subventions croisées en faveur de certains emprunteurs, l'aménagement de la tarification (et les gains d'efficacité induits) vont compenser en partie (mais pas totalement) l'accroissement du coût de la ressource.

Il reste qu'une réforme de ce type, pour porter ses fruits, devrait s'accompagner d'un certain nombre de dispositions particulières. Comme toute déréglementation, elle suppose un renforcement des dispositifs prudentiels, et notamment de la supervision des autorités de tutelle. De plus, l'ensemble des mécanismes prudentiels doivent impérativement être pensés au niveau européen, qui sera désormais le nôtre ; une plus grande harmonisation, voire dans certains cas une centralisation, s'avèreront nécessaires⁴⁵.

Par ailleurs, il conviendra de veiller à ce que la réforme n'ait pas d'effets redistributifs indésirables. Même si, dans l'ensemble, la rémunération sera favorable aux ménages, il est possible qu'une sous-population soit affectée négativement ; tel serait le cas, par exemple, si les comptes à vue de solde moyen trop bas étaient systématiquement fermés, avec le risque de débancariser une partie de la population. Même si ce risque ne doit pas être surestimé — ni en Espagne, ni en Grande-Bretagne ou en Belgique on a observé de phénomènes d'éviction — il appartient aux pouvoirs publics de définir, avec l'accord des banques, un droit à service bancaire de base, avec forfait comprenant un minimum d'opérations de base. Les discussions sur ce point sont d'ores et déjà en cours.

Enfin, à la suite de la réforme, les réseaux bancaires ou para-bancaires risquent, dans l'ensemble, de se contracter. Une telle évolution est sans doute souhaitable sur le long terme, notamment pour des raisons de compétitivité

45 Voir notamment Chiappori et al. (1991), et Chiappori et Chemillier-Gendreau (1992).

internationale ; mais il y aura, durant la transition, des coûts sociaux réels. On peut penser, toutefois, que ces coûts sont inéluctables — tout comme la réforme elle-même⁴⁶. La dynamique européenne paraît condamner la réglementation française ; et il ne sera sans doute même pas nécessaire d'attendre la monnaie unique pour s'en apercevoir. Au point actuel, la pire solution — mais hélas la plus probable, ne serait-ce que pour des raisons de calendrier électoral — serait certainement de laisser la situation actuelle perdurer, jusqu'à ce qu'à ce qu'un changement brutal et immédiat devienne inévitable. Car, dans un tel scénario, les retards d'ajustements se paieraient comptant, et au prix fort.

Septembre 1992

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aghion, P., et P. Bolton (1988) : « An incomplete contract Approach to Bankruptcy and the Financial Structure of the Firm », Technical report n° 536, IMSSS.
- Aghion, P., M. Dewatripont et P. Rey (1990) : « Optimal Incentive Scheme and the Coexistence of Debt and Equity », Document de travail.
- Baltensperger et Dermine (1990) : « European Banking : Prudential and Regulatory Issues », dans J. Dermine édit., *European Banking in the 1990s*, Oxford, Basil Blackwell.
- Boot et Greenbaum (1991) : « Bank Regulation, Reputation and Rents : Theory and Policy Implications », à paraître dans *Consequences of European Financial Integration*, Londres, CEPR.
- Boutillier, M., et S. Derangère (1992) : « Le taux du crédit accordé aux entreprises françaises : coûts opératoires des banques et prime de risque de défaut », *Revue économique*, 2, 363-82.
- Chiappori, P.A. (1991) : « Non rémunération des dépôts à vue : quelques éléments théoriques », *Revue française d'économie*, 2.
- Chiappori, P.A., C. Mayer, D. Neven et X. Vives (1991) : « The Microeconomics of the Monetary Union », in *Making the Monetary Union*, Londres, CEPR.
- Chiappori, P.A., D. Perez-Castrillo et T. Verdier (1991) : « Spatial competition in the banking system : localization, cross-subsidies, and the efficiency of monetary policy », Document de travail, DELTA.
- Chiappori, P.A. et D. Chemillier-Gendreau (1992) : « L'union économique et monétaire et la réglementation du système financier », document de travail.
- Davanne, O., J. Dessaint et T. Francq (1990) : « Primes de risque et politique monétaire », *Economie et Statistique* 236, p. 7-23.

177

46 C'est le terme employé récemment par la Commission des finances de l'Assemblée nationale.

- Diamond, D. et P. Dybvig (1983) : « Bank runs, Deposit Insurance and Liquidity », *Journal of Political Economy*, 401-19.
- Dietsch, M. (1992) : « Quel modèle de concurrence dans l'industrie bancaire ? », *Revue économique*, 2, 229-60.
- Hart, O., and J. Moore (1989) : « Default and Renegotiation : a Dynamic Model of Debt », *Mimeo*.
- Icart, (1992) : « Implications pour la politique monétaire de la tarification libre des dépôts à vue », exposé au colloque « Tarification des services bancaires », Paris, 14-15 septembre.
- Jais-Nielsen, K. (1992) : « Laisser faire la nature », *Les Echos*.
- Kessler, D., A. Lavigne et C. Pardo (1989) : *Déréglementation des taux créditeurs et facturation des services financiers*, Paris, FREF.
- Mautes, C., et X. Vives (1991) :
- Mayer, M. (1991) : *The Greatest Ever Bank Robbery*, New York, Scribner's.
- Monticelle, C., et M.O. Strauss-Kahn (1991) : « European integration and the demand for broad money », *Banque de France, Notes d'études et de recherches*, 16.
- Neven, D. (1990) : *Structural adjustment in European retail banking, some views from industrial organization* », dans J. Dermine édit., *European Banking in the 1990s*, Oxford, Basic Blackwell.
- Rochet, J.C. (1991) : « Capital Requirements and the Behaviour of Commercial Banks », à paraître dans *European Economic Review*.
- Sassenou, M. (1992) : « Economies des coûts dans les banques et les caisses d'épargne, impact de la taille et de la variété des produits », *Revue économique*, 2, 277-300.
- Stiglitz, J., et A. Weiss (1981) : « Credit Rationing in markets with Imperfect Information », *American Economic Review*.
- Vives, X. (1990) : *Deregulation and Competition in Spanish Banking* », *European Economic Review*, 34.
- (1991) : « Regulatory Reform in European Banking », *European Economic Review*, 35.