

LE RISQUE DE SYSTÈME ET LES MOYENS DE LE PRÉVENIR DANS L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

MICHEL AGLIETTA *

PROFESSEUR, UNIVERSITÉ PARIS X

Les répercussions mutuelles de la formation d'un marché unique des services financiers et de l'établissement de l'union économique et monétaire (UEM) sont encore mal connues. Le texte du Traité de Maastricht est lui-même fort discret dans le domaine du contrôle prudentiel et de la sécurité financière en Europe.

D'ailleurs les moyens de contenir les risques financiers, dont les dix dernières années ont vu l'augmentation spectaculaire, font l'objet des préoccupations des autorités monétaires nationales, de la Commission Européenne et des groupes d'investigation créés sous l'égide du Comité des gouverneurs de Bâle. Aussi, n'est-il pas prématuré de rassembler les observations sur les transformations de la finance et de les confronter aux avancées théoriques sur le risque de système pour tenter d'énoncer les principes et d'esquisser les orientations de ce que pourrait être un filet de sécurité financière en Europe.

Cet exercice prospectif est utile à condition d'être bien conscient de son caractère hautement conjectural.

Nous cherchons à montrer que l'ouverture et la libéralisation des systèmes financiers en Europe a déjà accru et va encore accroître le risque de système. Puis nous essaierons d'identifier et d'analyser les problèmes posés par l'organisation d'un dispositif de prévention à partir des principes inscrits dans le traité de l'UEM.

177

* L'essentiel des arguments de ce texte provient d'une étude plus détaillée et plus approfondie de M. Aglietta et P. Moutot, *Risque systématique, prêteur en dernier ressort et union économique et monétaire*, à paraître dans les Cahiers Économiques et Monétaires de la Banque de France, à l'automne 1992.

L'INTÉGRATION FINANCIÈRE EUROPÉENNE ET LE RISQUE DE SYSTÈME

La théorie du risque de système permet de repérer les éléments des structures financières qui les rendent plus ou moins vulnérables. On doit prendre en considération : le développement des marchés financiers et ses incidences sur les systèmes de paiements ; le degré de séparation ou de recouvrement des activités des banques et des non-banques ; l'intensité de la concurrence bancaire et la tendance opposée vers une plus grande concentration. Ces éléments fournissent une grille de lecture pour analyser l'évolution des structures financières sous l'effet des déréglementations nationales et de la libéralisation internationale. Leur combinaison permet de porter un diagnostic sur l'augmentation probable du risque de système en Europe.

Développement des marchés et des transactions financières

On connaît l'essor des marchés financiers en Europe au cours des années 80. L'importance des marchés pour le financement des économies nationales est pourtant demeurée fort inégale. Ainsi la réforme londonienne en matière d'organisation de la bourse a-t-elle été largement imitée en France, tant pour l'introduction de la cotation informatisée en continu que pour la suppression des commissions réglementées. En revanche, aucun changement ne s'est produit en Allemagne où un système efficace de cotation et de livraison existait déjà, et où la position dominante des banques allemandes dans l'intermédiation de marché n'a pas été entamée. Cependant la côte londonienne est beaucoup plus large que celle de ses rivales dont elle détourne une part de l'activité sur les mêmes valeurs. Aussi Londres demeure-t-elle la place boursière dominante en termes de capitalisation comme de volume de transactions.

De leur côté les marchés de titres publics se sont développés dans plusieurs pays à cause de l'ampleur des besoins de financement publics et des difficultés à gérer une dette sollicitant fortement l'épargne privée. Mais les marchés dérivés n'ont diversifié leurs instruments et atteint de grands niveaux d'activités qu'à Londres et à Paris. Au contraire, les marchés de titres publics allemands demeurent peu liquides, du fait de marchés secondaires des valeurs du Trésor étroits et de l'absence de spécialistes en valeurs du Trésor, domaine où l'Italie est en flèche à l'instar de la France.

Mais la marchéisation des économies nationales est surtout inégale pour les titres de créances négociables du secteur privé. Seules la France et l'Angleterre ont des marchés larges et bien organisés de billets de trésorerie. Seule Londres a un grand marché secondaire de créances hypothécaires.

Au total, l'influence des marchés est prépondérante au Royaume-Uni ; elle est devenue importante en France, mais elle demeure limitée en Allemagne et en Italie. Une tendance puissance et globale existe. Ses caractéristiques essentielles vont dans le sens d'une intensification de la concurrence : déréglementation des commissions, réduction drastique des taxes sur les transactions, diversification des titres de créances négociables, ouverture des professions à des intermédiaires polyvalents. Mais cette tendance s'exerce avec des décalages considérables et des rythmes très différents selon les pays. Ces circonstances déterminent le degré de concurrence que les banques subissent de la part des marchés et la plus ou moins grande rapidité avec laquelle elles doivent s'adapter, un rythme rapide étant source d'une fragilité plus grande.

La transition vers l'UEM devrait toutefois accélérer la tendance dominante par la mobilité des capitaux et par la libre prestation de services. Car la formation de marchés plus intégrés va dissocier les besoins de financement de l'économie nationale de leurs propres places financières. Les cotations des titres étrangers sur les plus grandes places financières vont gagner en importance, ainsi que les transactions financières qui vont s'y effectuer. Il deviendra donc de plus en plus difficile de segmenter des catégories de financement et de les protéger de l'influence des marchés internationaux. Cette indépendance territoriale entre les besoins de financement et les apports d'épargne sera accrue par la libre prestation des services financiers. La liquidité des marchés qui dépend de l'activité des intermédiaires spécialisés (market makers), la rapidité et la sûreté des règlements-livraisons de titres, vont devenir les avantages déterminants des places financières. A côté des grandes entreprises qui ont déjà bénéficié de cette évolution sur les marchés mondiaux, l'intégration financière européenne devrait faire accéder des firmes intermédiaires nombreuses à des instruments de financement réduisant le coût du capital. In fine, les liens tissés par les systèmes bancaires entre épargnants et emprunteurs nationaux devraient se distendre sensiblement sous l'effet d'une concurrence globale.

Cette évolution ne peut manquer aussi de globaliser les risques. Or l'expérience des années 80 a amplement montré qu'un accroissement rapide de l'importance des marchés, à dispositifs de supervision et de contrôle prudentiel inchangés, donc inadaptés aux structures de la finance globalisée, augmentait sérieusement le risque de système. Pour ne citer que les grands pays qui ont connu les excès d'inflation financière les plus grands, les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon sont tous dans une phase longue et pénible de contraction des actifs de mauvaise qualité et de réduction des niveaux d'endettement. Toutes les crises à caractère systémique, c'est-à-dire qui ont eu des répercussions étendues dans le système financier, ont eu pour origine les retournements de prix d'actifs instables sur les marchés d'actions,

de créances négociables à hauts risques, de propriétés foncières et immobilières. Toutes ces crises ont été nourries par des cycles très accusés du crédit, consenti dans des conditions où la concurrence intense pour les parts de marché entraînait la sous-évaluation du risque.

Ce n'est pas le lieu ici de rappeler les raisons profondes qui expliquent l'instabilité des prix des actifs financiers. Quoi que l'on pense des comportements élémentaires qui entraînent les spéculations déstabilisantes, il est clair que la globalisation financière leur fournit un terrain propice. Plus les montants de fonds liquides à la recherche de plus-values immédiates sont importants, plus la profusion d'informations véhiculant des signaux trompeurs agit sur les anticipations, plus le levier du crédit à la spéculation est grand, plus le risque systématique sera élevé. Or ces conditions sont favorisées par la taille et la connexion des marchés, par la rapidité d'apparition d'instruments nouveaux et mal connus, par l'écrasement des marges et des commissions qui pousse au volume et à la prise de risque. Des épisodes de crises variées ont été observés depuis plus de dix ans. L'intégration financière rendra plus vulnérable à de tels phénomènes les systèmes financiers de l'Europe continentale qui en avaient été préservés auparavant. Mais il est un domaine où la croissance des transactions financières renforce le risque de système à l'insu des non spécialistes ; ce sont les systèmes de paiements.

180

Globalisation financière et interconnexion des paiements

Les systèmes de paiements constituent les infrastructures des économies de marché. La continuité de flux des paiements réalise la cohérence quotidienne de la multitude des échanges décentralisés. Elle est fort loin d'aller de soi. Des organisations centralisées, des règles rigoureuses, des techniques de pointe, des obligations soigneusement définies sont nécessaires pour que des accidents locaux ne se propagent pas immédiatement et ne créent par des désordres graves dans toute l'économie. Or la globalisation financière a accru énormément l'espace de circulation des grandes devises, a multiplié les montants de transactions financières à régler chaque jour, a élevé démesurément les positions débitrices entre les institutions financières au sein d'une même journée. Le risque de système est devenu beaucoup plus présent que dans les économies protégées par les contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux et par la segmentation des circuits de financement. La montée des risques dans les systèmes de paiements a fait réagir les autorités. Aux Etats-Unis le Fed a développé un programme de réduction des risques depuis 1986. En France et dans les autres grands pays européens des réformes profondes ont été engagées pour accroître la robustesse des systèmes de compensation et de règlement. Un accord

international a été conclu au sein du G10. De son côté, la Commission de Bruxelles, avec les banques centrales et les associations de la profession bancaire, étudie les dispositions à prendre pour réaliser l'interconnexion des systèmes de paiements impliquée par l'UEM.

Les risques dans les systèmes de paiements ont des causes diverses. Les transformations de la finance les ont affectés de plusieurs manières. Ainsi dès 1974, les répercussions de la faillite de la banque Herstatt sur les paiements interbancaires en dollars ont montré à quel point les risques étaient liés au développement du marché de l'eurodollar. En 1985 c'est le risque informatique qui a été illustré par la panne d'ordinateurs d'une banque new-yorkaise très active dans les règlements des transactions sur les bons du Trésor. Plus généralement, les systèmes centralisés de compensation et de règlement en dollars ont vu les niveaux de risque de liquidité et de crédit augmenter très rapidement à la suite de l'énorme accroissement des transactions financières en dollars couvrant le monde entier. Ces transactions ont provoqué le bourgeonnement de places off shore où des systèmes de compensation dégagent des positions nettes qui doivent être réglées dans les systèmes centraux des Etats-Unis. Or les transactions de non-résidents compensées sur les places off-shore véhiculent à la fois des risques de change et des risques attachés aux titres internationaux. Une faillite importante sur ces places off-shore non réglementées se répercute sur le règlement des transactions de gros montants entre agents financiers aux Etats-unis. En outre, l'expansion des transactions compensées et réglées par les Chambres qui centralisent l'exécution des contrats sur les marchés dérivés peut faire varier rapidement les positions des banques sur les institutions membres de ces marchés organisés. Ces changements se répercutent sur les engagements croisés des banques dans les systèmes de paiements interbancaires et agissent sur les règlements ultimes en monnaie centrale. Aux Etats-Unis, les risques de crédit qui s'inscrivent dans les deux systèmes centraux interconnectés de compensation et de règlement (CHIPS et Fedwire) ont augmenté avec la taille des découverts intra-journaliers. Quand au risque informatique, il est devenu crucial parce qu'il porte sur l'instrument indispensable de traitement et de transmission des flux financiers. Des non-transferts, des pertes d'information, des erreurs ou des fraudes peuvent se transmettre instantanément. Aussi le niveau de sécurité informatique d'un système de paiements est-il dépendant des établissements membres de ce système qui ont le niveau de sécurité le plus bas.

C'est pourquoi l'UEM, qui fera dépendre les systèmes de compensation nationaux les uns des autres, devra s'accompagner d'une homogénéisation de leurs niveaux respectifs de sécurité. En dépit des réformes déjà accomplies par les autorités nationales, les règles adoptées pour maîtriser les risques de liquidité et de crédit sont encore fort disparates. Or les banques

commerciales vont mettre les systèmes nationaux en concurrence, puisque la deuxième directive bancaire de la Commission leur accorde le droit de solliciter l'adhésion à l'ensemble des systèmes de paiements de la communauté. Les banques, aiguillonnées par la concurrence, seront poussées à privilégier les systèmes qui leur paraîtront les moins coûteux ou les moins contraignants. Dans le cas, où, par exemple, un pays choisirait de tolérer les découverts intra-journaliers sans limite et sans facturation en intérêts, alors qu'un autre obligerait les banques à couvrir leurs positions avec des collatéraux, un détournement de trafic du second système vers le premier aurait lieu. En plus du risque inhérent à l'interconnexion, il y aurait alors lieu de craindre que les systèmes les mieux protégés soient contaminés par la concentration des transactions acheminées par les banques les moins sûres dans les systèmes de paiements les moins contraignants. C'est un domaine où la déréglementation compétitive serait particulièrement dangereuse. Or le phénomène de détournement jouera à plein dans le marché intérieur européen parce que les solidarités de place entre banques nationales vont être irrémédiablement affaiblies. Si l'on veut éviter que la sécurité des paiements européens ne soit celle de son maillon le plus faible, l'homogénéisation des niveaux de sécurité avec une exigence élevée est une tâche à accomplir par le système européen de banques centrales, et plus probablement à engager auparavant par l'Institut Monétaire Européen.

182

*Amenuisement de la séparation entre les métiers de la banque
et les autres professions de la finance*

Ce phénomène est lourd de conséquences pour la propagation des risques. Car il entraîne la marchandisation des bilans des banques. Celles-ci deviennent vulnérables aux variations de prix des actifs négociables. Plusieurs évolutions ont concouru à augmenter la part des actifs de marché dans les avoirs et les engagements des banques : émission de certificats de dépôts, titrisation de certains types de crédits, augmentation des portefeuilles boursiers et obligataires. Rarement ces changements de valeur provoqués par les variations des prix peuvent être parfaitement couverts. De plus, la moindre séparation entre les activités financières incite les banques à jouer directement le rôle de « market makers » sur les marchés des créances négociables ; ce qui les conduit à prendre des positions ouvertes importantes.

Au-delà de la marchandisation proprement dite, le rapprochement délibéré des banques et d'autres institutions financières, voire de grandes sociétés commerciales, au sein de conglomérats financiers est une source nouvelle de risque de système. Car, des événements récents l'ont bien montré, ces conglomérats ont des structures financières particulièrement opaques. La

multiplication des comptes-écrans et des sociétés fantômes, qui sont placées en des lieux aveugles pour le contrôle prudentiel, fait de ces conglomérats des foyers très élevés de risque. La solidarité financière interne aux groupes, qu'aucune muraille de Chine juridique ne saurait proscrire même entre filiales pleinement autonomes, soumet les banques participantes aux risques d'établissements non bancaires beaucoup moins réglementés, voire non réglementés du tout s'il s'agit de sociétés non financières. Cela signifie qu'en plus des risques de marché directs découlant de la marchandisation de leurs bilans, des risques contingents qui découlent de leurs engagements hors bilan, les banques peuvent être soumises à des risques indirects provoqués par le soutien d'établissements en difficulté dans les conglomérats dont elles sont membres. Or l'identification de ces risques présuppose une qualité de supervision et de contrôle prudentiel que l'on est très loin d'approcher actuellement. Il faudrait, en effet, rendre compatibles les normes prudentielles de professions financières différentes qui sont jalouses de leurs prérogatives. Il faudrait calculer des positions consolidées à partir de la connaissance des liaisons financières internes aux conglomérats, alors qu'on ne sait pas grand chose de leurs structures et qu'on ne peut même pas toujours identifier la tête de groupe. Le degré de collaboration à atteindre entre autorités de supervision dans différentes professions et dans différents pays exige un effort de coopération très important.

183

Cela est particulièrement le cas en Europe où la libéralisation financière est très permissive. Banques et assurances sont considérées comme des métiers voisins qui s'interpénètrent de plus en plus. La grande distribution offre des services financiers en dehors de tout cadre réglementaire (cartes de débit, crédits aux ménages à travers des filiales de financement). En Allemagne, par exemple, des entreprises non contrôlées peuvent s'occuper d'affaturage, de crédit-bail, de conseils financiers, de gestion de portefeuille, de courtage en valeurs mobilières, de fusions d'entreprises.

On peut s'attendre à la coexistence dans le marché intérieur européen d'une grande variété d'organisations financières. Même si la banque universelle est encouragée, les conglomérats pluri-fonctionnels sont à la mode. Les prises de participations et les fusions dans le secteur financier s'accroissent dans la Communauté. Ces évolutions pourraient entraîner des domaines de fragilité si l'intégration financière répète en Europe certains des phénomènes observés aux États-Unis au cours des années 80. On sait que la conjonction de la déréglementation brutale de secteurs protégés (les caisses d'épargne) et d'une supervision inadéquate ont provoqué un désastre. Or il ne manque pas dans nombreux pays de la Communauté, de secteurs protégés qui vont devoir affronter la concurrence sous le couvert de la libre prestation de service. Que l'on songe à l'impact des *building societies* anglaises sur les marchés hypothécaires du continent. Ces organismes, qui

ont joué un grand rôle dans l'emballement de la spéculation immobilière anglaise entre 1987 et 1989, sont d'autant plus redoutables que la déréglementation financière leur a donné le droit de pénétrer les activités bancaires. Quand aux fonds de pension britanniques, on sait qu'ils sont dispensés de contraintes de placements auxquelles ont été assujettis jusqu'ici les investisseurs institutionnels du continent. La recherche agressive des plus-values à court terme va-t-elle devenir un trait de la gestion des caisses de retraite sur le modèle anglais ? Le passage d'une diversification bien balancée et prudente parce qu'imposée par la loi, à une gestion ouvertement spéculative ne pourrait qu'élever les risques : liquidités réduites, part des actions accrue au détriment des obligations, mais aussi des contrats offerts aux clients dont les revenus fluctuent avec les rendements des placements.

La concurrence bancaire

Le marché intérieur européen va prolonger les déréglementations nationales pour intensifier la concurrence des banques. Il va également susciter l'antidote : la concentration. Celle-ci est actuellement assez inégale selon les pays. Elle est élevée en France tant du côté des dépôts que des crédits. Elle n'est grande en Angleterre que du côté des dépôts. Pour les crédits, les principales banques commerciales sont concurrencées par des banques d'affaires, des maisons d'escompte, des buildings societies. En revanche, l'Allemagne a un degré de concentration faible. Cela n'a pas mis en péril la rentabilité des banques jusqu'ici parce que la concurrence des non-banques est limitée par le faible développement des marchés. La densité d'implantation des entreprises industrielles régionales permet aux différents réseaux de caisses d'épargne publiques de concurrencer les banques privées sans que la rentabilité en soit affectée.

Le marché unique pourrait accentuer la pression sur les marges d'intermédiation bancaire et accélérer à la fois la concentration et la diversification des banques dans l'ensemble de la finance. Mais cette restructuration des banques ne sera pas paisible. Les parts de marché vont varier et les baisses des prix vont mettre en difficulté les banques dont les coûts d'exploitation sont rigides. Comme la croissance interne par extension des guichets et implantation de succursales directes à l'étranger est trop coûteuse, la croissance externe va être le moyen principal du redéploiement des banques. C'est de la concentration par fusions et absorptions que l'on peut attendre la réaction à la fragilité accrue qui résulte de la disparition des segmentations qui protégeaient auparavant les systèmes bancaires. Des banques étrangères moyennes capables de devenir des filiales rentables, parce que disposant de clientèles durables, vont être les proies des grandes banques internationales. C'est donc dans le domaine intermédiaire que la

concurrence devrait devenir plus aiguë, avec augmentation des transactions transfrontalières et abaissement des barrières à l'entrée dans les économies régionales. Les cibles seront les petites et moyennes entreprises, ainsi que les particuliers à revenus aisés. En effet, la banque de gros est déjà très internationalisée et très concurrentielle. Les marges y sont extrêmement réduites et les marchés déjà globalisés. A l'opposé, le marché intérieur européen n'affectera la banque de détail que si les produits financiers qui s'adressent au plus grand nombre de ménages salariés peuvent être vendus sans l'existence d'un réseau de guichets. Sinon, la croissance externe par acquisition des réseaux existants sera le seul moyen de pénétration des banques étrangères.

Au total la vulnérabilité des banques au risque de crédit devrait augmenter. Car, même si le degré de concentration bancaire s'élève en Europe, il sera probablement plus faible qu'il ne l'était dans les pays lorsque les systèmes bancaires étaient séparés et protégés. L'intensification de la concurrence devrait donc se poursuivre et la qualité des crédits baisser dans les domaines déséquilibrés, à supervision inchangée et situation macroéconomique donnée.

Si l'on rassemble les conséquences des évolutions qui devraient affecter les structures financières, on aboutit à une configuration qui pourrait être spontanément plus propice au risque de système. La théorie, confirmée par l'expérience historique, suggère que la configuration la plus propice au risque de système est la suivante : grande importance des marchés, absence de séparation entre les banques et les autres activités de la finance, faible concentration bancaire. Ce fut la configuration qui rendit possible l'effondrement du système financier américain au début des années 30. Ce fut aussi celle qui produisit le sinistre des caisses d'épargne dans les années 80 lorsque l'instabilité des marchés fut ravivée et que la déréglementation réduisit la protection de ces organismes. Ce fut encore celle qui facilita la déroute des banques secondaires anglaises, lorsque le crédit fut déréglementé au début des années 70.

Ainsi les choix institutionnels orientent-ils les configurations qui confèrent aux systèmes financiers une plus grande robustesse ou une plus grande fragilité. Dans les années 30, le Congrès américain a posé le principe de la banque à compétences limitées, en instituant une stricte séparation entre les banques commerciales et les autres domaines de la finance. Dans les années 70 au Royaume-Uni, la banque d'Angleterre a encouragé la concentration par l'acquisition des banques secondaires au sein de groupes dirigés par les grandes banques de clearing. A l'époque de sa grande croissance, la France avait un système financier fondé sur le faible rôle des marchés, la séparation entre les banques commerciales et les intermédiaires spécialisés et une grande concentration, c'est-à-dire un système particulière-

ment robuste mais coûteux. L'Allemagne a conservé le plus longtemps une configuration originale : faible rôle des marchés, banque universelle, mais forte concurrence interbancaire. Ce système a su concilier un haut degré de sécurité et une efficacité raisonnable dans l'allocation des capitaux.

Les tendances de l'intégration financière européenne feront évoluer les structures financières vers une plus grande fragilité à dispositif prudentiel inchangé. On va y trouver, en effet, la combinaison de marchés financiers très importants, d'une absence de séparation dans les activités financières que les conglomerats plurifonctionnels reflètent le plus complètement, une probable diminution de la concentration, certes combattue par des regroupements déjà en voie de réalisation.

Dans ces conditions des décisions seront nécessaires pour choisir un compromis satisfaisant vis-à-vis du dilemme entre efficacité micro-économique et stabilité macroéconomique. Un dispositif pour contrôler le risque doit être construit à partir des systèmes de prévention et de surveillance disparate des pays membres. Il n'est pas sûr que, dans ce domaine, les principes inscrits dans le traité de Maastricht soit à la mesure de la globalisation des risques prévisible en Europe.

*PROBLÈMES POSÉS PAR L'ORGANISATION
DE LA PRÉVENTION DU RISQUE SYSTÉMIQUE
DANS L'UNION MONÉTAIRE*

Le traité mentionne bien le rôle du système européen de banques centrales (SEBC) en matière de contrôle prudentiel et de stabilité du système financier. Mais ce rôle paraît très limité et fort imprécis. Cette mention se trouve dans l'article 3.3 des statuts du SEBC qui stipule : « le SEBC doit contribuer à la conduite sans à coups des politiques poursuivies par les autorités compétentes, concernant la supervision prudentielle des institutions de crédit et la stabilité du système financier ».

L'article 25.1 des mêmes statuts ajoute : « la banque centrale européenne peut offrir ses avis ou être consultée par le Conseil, la Commission et les autorités compétentes des Etats membres sur la teneur et la mise en œuvre de la législation communautaire portant sur la supervision prudentielle des institutions de crédit et la stabilité du système financier ».

Enfin l'article 25.2 des statuts reprend l'article 105 du traité pour envisager que des missions plus spécifiques soient confiées à la banque centrale européenne : « elle pourra remplir des tâches spécifiques concernant les politiques portant sur la supervision prudentielle des institutions de crédit et des autres institutions financières à l'exception des entreprises d'assurance ». Mais c'est pour ajouter que ces missions ne pourront être

demandées que sur décision du Conseil statuant à l'unanimité, sur proposition de la Commission et sur avis conforme du Parlement Européen. Autant dire que ces fameuses missions ne verront jamais le jour !

Le flou de ces textes saute aux yeux. Nul ne sait ce que peut signifier contribuer à la bonne conduite de politiques menées par des autorités jamais définies, tout en étant compétentes. On se trouve devant un jargon juridique qui cache mal un compromis boiteux. On voudrait invoquer une subsidiarité qui n'ose pas dire son nom parce que la supervision prudentielle ne peut être indépendante de la fonction de prêteur en dernier ressort. Or cette dernière est tout autant une et indivisible dans un espace où existe une seule monnaie que l'élaboration de la politique monétaire. Si l'on prend l'article 3.3 au pied de la lettre, cette fonction serait elle-même justiciable de la subsidiarité. On aurait alors inoculé les conflits d'intérêts et l'aléa moral entre des autorités nationales qui sont concernées par le risque de système, mais qui n'ont pas le diagnostic global des crises et le souci de l'ensemble des externalités à empêcher. Le manque de clarté en ce domaine sur le champ des responsabilités, alors que les interconnexions financières globalisent le risque, conduit à accroître la tolérance aux dynamiques de propagation que l'on prétend combattre. D'ailleurs, les discordances entre les autorités prudentielles disparates et soucieuses de leurs prérogatives ont joué un grand rôle dans le pourrissement de la crise des caisses d'épargne aux Etats-Unis et ont laissé se propager les faillites par pure passivité. Les attermoissements qui ont précédé la fermeture beaucoup trop tardive de la BCCI ne plaident pas non plus pour la qualité de coopération entre les différents organismes de supervision qui étaient concernés par cette affaire.

187

En l'absence d'une mission clairement définie de la banque centrale européenne dans la préservation de la stabilité financière, en l'absence d'une imputation des coûts des interventions en dernier ressort sans querelles entre les banques centrales nationales, une large capacité de blocage, donc de paralysie en cas de crise, sera laissée aux autorités nationales hostiles à ces interventions. Dans ces conditions il est probable que le rôle du SEBC dans la prévention du risque systémique devra s'imposer dans la pratique, en inventant des procédures qui feront jurisprudence et qui devront aller au-delà des textes. A partir des analyses de la première partie sur les facteurs de la globalisation du risque en Europe, nous devons essayer d'esquisser les principes que pourrait suivre cette pratique, principes que le traité a laissés dans l'ombre.

Assurer la sécurité des systèmes de paiements en Europe

Il existe des principes généraux pour organiser les paiements de manière à garantir un degré satisfaisant de sécurité, tout en préservant la capacité, la

rapidité et la fluidité des paiements de gros montants. Des initiatives publiques et privées devront se combiner pour établir un système de paiements efficace en Europe à partir des systèmes nationaux existants. Le SEBC devra avoir un rôle prépondérant pour les mettre en compatibilité et superviser leur fonctionnement. On ne saurait trop insister, en effet, sur l'importance des systèmes de paiements sûrs pour l'activité des banques. Les transferts de montants élevés en monnaie scripturale présentent des risques de liquidité et de crédit, dont la maîtrise insuffisante pourrait entraîner des blocages et des sinistres qui seraient préjudiciable à l'efficacité du marché interbancaire.

Le risque de crédit provient du défaut d'un agent impliqué dans un paiement ou d'une des banques qui tiennent les comptes au travers desquels le paiement est effectué. Le risque de liquidité est rencontré par les banques qui participent à un système multilatéral de compensation, au moment d'effectuer le règlement de leurs positions nettes. Le risque systémique découle de la vulnérabilité d'un réseau de paiements à des réactions en chaîne lorsque l'illiquidité ou le défaut d'une banque participante à un système de compensation se transmet à d'autres membres du système.

Les principes fondamentaux pour limiter ces risques ont été énoncés par un comité spécialisé dans le cadre du G10. Le premier principe de bonne gestion du risque systématique est l'irrévocabilité des positions découlant de la compensation. Ce principe permet, en effet, d'individualiser et de séparer les risques de liquidité et de crédit qui peuvent se manifester. *A contrario*, si les règlements demeurent révocables pour leurs bénéficiaires avant d'avoir été effectifs, des chaînes de paiements concernant des tierces parties, sans lien avec le participant défaillant, peuvent être remises en cause. L'illiquidité s'étend alors de proche en proche ; ce qui aurait des conséquences désastreuses dans des économies fonctionnant en continu.

Le second principe est la présence d'agents de règlement à la large surface financière pour assurer la gestion centralisée du risque de liquidité conformément au principe d'irrévocabilité. Lorsqu'une défaillance survient, en effet, l'irrévocabilité implique la substitution au moins temporaire d'un agent de règlement au participant défaillant. L'agent considéré, qui est le plus souvent une banque centrale, ne doit pas assurer les pertes liées aux défaillances. C'est pourquoi le risque de liquidité doit être séparé du risque de crédit.

Le troisième principe est donc le partage du risque de crédit parmi les membres du système de paiements. Cela implique qu'ils limitent leurs positions bilatérales, qu'ils apportent des sûretés à la Chambre de Compensation, qu'ils absorbent collectivement les pertes éventuelles.

Actuellement les disparités sont grandes à l'égard de ces principes parmi les systèmes existant en Europe. Si l'on se fonde sur ses principes, on peu se

demander quel sera le rôle du SEBC compte tenu de l'incidence prévisible de l'union monétaire sur les systèmes de paiements : une interconnexion étroite entre les systèmes et la possibilité pour les banques de mettre en concurrence les règles et obligations si elles demeurent disparates. A l'opposé de la déréglementation compétitive, la sécurité des transferts de fonds existe de faire converger les règles des systèmes existants vers le niveau le plus élevé de garantie de bonne fin des opérations. Cette homogénéisation des niveaux de sécurité ne sera pas possible sans coopération approfondie des banques centrales au sein du SEBC. Pour éviter les détournements de trafic vers les systèmes le moins mûrs, il faut établir les règles uniques pour les différents systèmes qui seront interconnectés. Mais cela n'est pas suffisant. Il faut encore contrôler l'exposition au risque de liquidité des établissements qui opèrent dans chaque système de paiements. Ce risque n'est évidemment pas indépendant de la situation financière des banques auxquels ils appartiennent. Or le contrôle prudentiel est confié aux autorités du pays d'origine ; le risque d'un établissement est suivi par les organismes gestionnaires du système de paiements dans les pays d'accueil. Une coordination internationale étroite, supportée par des lignes d'informations multilatérales en temps réel, s'avérera donc indispensable entre les autorités de tutelle des banques et les institutions centrales des systèmes de paiements. Il faudra construire une infrastructure particulièrement lourde.

189

Au-delà de la réglementation prudentielle et de la surveillance, des choix d'organisation sont à faire sur la structure du futur système des paiements européens. Ils dépendent à la fois des initiatives privés et du cadre public.

Un premier choix fondamental existe entre la formation d'un système global de compensation et de règlements européen qui remplacerait les systèmes nationaux ou la connexion des systèmes actuels. Les deux options ont des inconvénients. La première dévaloriserait de très lourds investissements déjà faits et serait longue et coûteuse à réaliser. C'est une option qui ne peut s'envisager que dans l'union monétaire déjà établie. La seconde suppose aussi des investissements coûteux si elle doit interconnecter l'ensemble des ordres paiements, les gros montants comme les paiements au détail. Si on ne le fait pas, il faut s'en remettre aux relations de correspondants entre banques commerciales. C'est la solution la moins coûteuse à l'heure actuelle. Mais étant donné l'énorme accroissement à attendre des transactions transfrontalières dans le marché intérieur européen, elle s'avérera peu efficace. Cela déclenchera une concentration des paiements au sein de quelques grandes banques, car on sait qu'en ce domaine les rendements croissants s'imposent. Lorsque cette concentration aura eu lieu, la voie d'un système centralisé sous l'égide du SEBC sera sans doute plus acceptable.

On peut d'ailleurs penser que, selon l'exemple de l'évolution américaine, l'établissement d'un système de paiements géré par le SEBC pour les

transferts interbancaires de gros montants sera utile. Il permettrait d'assurer les transferts entre banques de la communauté dans les mêmes conditions de sécurité et de rapidité qu'entre les banques d'un même pays. Un tel système est d'ailleurs l'infrastructure d'une monnaie unique, qui est d'abord une communauté de paiements. La sécurité de ces transferts est très importante pour réduire le risque systémique. Il revient au SEBC d'en être l'agent central, puisque les banques centrales nationales auront des comptes réciproques dont les mouvements quotidiens refléteront les soldes nets de paiements entre les différents pays qui deviendront les régions d'une communauté de paiements. Ce système de comptes centraux remplacera, bien sûr, les marchés des échanges qui mettent actuellement en communication les paiements qui concernent plusieurs devises. Cette fonction centrale du SEBC dans les paiements interbancaires à haute densité mettra en pratique le principe d'irrévocabilité, puisque l'agent du système sera le prêteur en dernier ressort européen, contrepartie sans risque de crédit de toutes les banques membres du système.

Organiser la supervision dans un cadre plurinational

190

La globalisation des risques due à l'intégration des marchés et à la concurrence bancaire plaide pour un sérieux renforcement de la supervision dans l'union économique et monétaire. Deux types de risques proviennent spécifiquement du caractère multilatéral du contrôle prudentiel. Le premier est induit par l'aléa moral secrété par la coexistence de multiples superviseurs nationaux, qui ont des informations incomplètes et des intérêts particulier en présence d'externalités transnationales. Le second découle du coût de la transmission d'information et de la coordination pour prendre une décision collective, lorsque ces multiples superviseurs ajoutés à plusieurs prêteurs en dernier ressort seront confrontés à une crise systématique s'étendant à toute l'Europe. Pour surmonter le premier handicap, la création d'une instance communautaire de supervision serait une décision sage. Mais pour maîtriser le second, la reconnaissance d'un prêteur en dernier ressort européen et l'établissement de liens privilégiés avec les prêteurs en dernier ressort nationaux sont incontournables.

La seconde directive bancaire permet en principe une approche cohérente de la supervision pour ce qui concerne les banques multinationales implantées dans toute l'Europe. Le superviseur qui a délivré l'agrément dans le pays d'origine de la maison mère se charge du contrôle prudentiel de l'ensemble du groupe. Comme la banque universelle est acceptée dans toute la communauté, l'homogénéisation des règles prudentielles est probable et les normes envisagées écartent le danger de la déréglementation compétitive.

Ces dispositions sont cependant bien loin de traiter complètement le

problème de l'efficacité de la supervision. Ainsi les domaines couverts par les directives sont très loin de recouvrir l'ensemble des activités financières, alors que la concentration conglomérale s'étend rapidement. La supervision consolidée est la seule manière d'éviter l'intensification du risque véhiculé par les conglomérats : conflits d'intérêts entre les solidarités de groupe et le service de la clientèle des banques ; surenchères de déréglementation par détournement de fonds d'un élément fortement réglementé d'un groupe à un élément peu réglementé ; propagation des risques de crédit par les engagements indirects et inconnus des banques vis-à-vis des membres en difficulté d'un même groupe. Il ne peut y avoir de contrôle consolidé sans collaboration étroite de superviseurs, à la fois entre professions différentes et pays différents. Cette collaboration devrait s'étendre au-delà des frontières de l'Europe.

La collaboration institutionnalisée de la superviseurs nationaux. Il faut pouvoir harmoniser les normes prudentielles et les méthodes comptables qui s'appliquent aux banques et aux non banques. Il faut encore mettre en commun systématiquement les informations recueillies entre les différents types de superviseurs contrôlant un même groupe financier. Il faut enfin examiner un groupe en totalité pour saisir l'ensemble des informations internes pertinentes. Il faut donc des lignes de communication bien établies entre tous les superviseurs pour aboutir à la synthèse. Ces lignes doivent concrètement être suivies par les inspecteurs opérant sous la direction de l'inspecteur de la société mère. Pour que cette communication soit efficace et aboutisse à des synthèses permettant de diagnostiquer les risques à fort pouvoir de propagation, la désignation de leaders est nécessaire et la création de centres supranationaux de coordination pourrait être utile.

191

Le danger principal dans le domaine bancaire, hormis le traitement des conglomérats, est contenu dans la deuxième directive bancaire elle-même. En confiant aux superviseurs nationaux le contrôle exclusif des banques agréées nationalement, cette directive met en concurrence les autorités prudentielles dans un domaine où la coopération étroite s'impose. Chaque superviseur sera incité à défendre les intérêts nationaux ; la qualité de la supervision d'un point de vue global, la seule qui compte, sera abaissée. Lorsque des groupes nationaux seront en difficulté, il est à craindre que les superviseurs nationaux réagissent lentement et avec réticence. C'est ce qui se passe aux Etats-Unis : la collusion entre les contrôleurs des banques dans les Etats avec les intérêts politiques et financiers locaux met souvent en échec l'intervention des autorités fédérales. L'aléa moral se loge au sein même du dispositif de prévention du risque systématique. Pour l'éviter il faut que l'autorité ultime, c'est-à-dire le prêteur en dernier ressort pour l'ensemble du système financier, ait la prérogative d'un accès direct aux informations détenues par les différents superviseurs nationaux.

Une autre solution possible, si l'on veut éviter une implication trop étroite des banques centrales dans la supervision, est de créer une instance européenne de supervision avec pouvoir de coordination des activités des superviseurs nationaux sur le terrain. En aucun cas la coopération ne doit être laissée au bon vouloir des procédures *ad hoc*. Si toutefois, le principe de subsidiarité est privilégié, une structure de contrôle prudentiel décentralisée permettra aux superviseurs nationaux, au contact des opérateurs de marché, de jouer un rôle plus actif. Ce sont les liens directs avec le prêteur en dernier ressort, c'est-à-dire le SEBC, qui paraissent fournir la solution préférable.

Donner au prêteur en dernier ressort un champ d'action européen

La réflexion et le débat sur le prêteur en dernier ressort sont fort discrets en Europe. On peut observer cependant que le traitement des crises financières a été largement plus efficace en Europe qu'aux Etats-Unis à l'exception toutefois du Royaume-Uni. Le moindre développement des marchés en Europe continentale jusqu'à une époque récente a certainement limité les risques des banquiers et leur vulnérabilité aux fluctuations des prix des actifs financiers. Mais le développement des marchés financiers en Europe efface cet avantage. Les autres atouts des pays européens dans le passé ont été l'unité de tutelle et de réglementation des banques d'une part, la préférence pour le modèle de la banque universelle d'autre part. Une meilleure diversification des risques s'en est ensuivie, tandis que le niveau du risque était limité par le faible développement des marchés et par les contraintes des réglementations nationales.

Les traitements des crises ont gagné en efficacité grâce à l'apprentissage des leçons des crises précédentes. L'assurance des dépôts a été introduite dans la plupart des pays européens. Mais les garanties sont moins favorables qu'aux Etats-Unis et incitent moins à l'aléa moral. Vont dans le même sens des traitements de sinistres importants qui font partager les pertes par les organismes d'une même place financière ou par les actionnaires des établissements en difficulté. Ainsi la banque consortiale de liquidité en Allemagne, créée après l'accident de la banque Herstatt, est chargée de stopper la propagation d'une crise de liquidité à la suite d'une défaillance bancaire. La Bundesbank et les principales banques privées en sont co-actionnaires. En France, l'article 52 de la loi bancaire prévoit de mobiliser la solidarité de place. Le gouverneur de la banque de France peut faire appel aux actionnaires d'un établissement de crédit en difficulté pour apporter les concours nécessaires. Au-delà, l'assistance de l'ensemble des institutions de crédit résidentes peut être sollicitée pour assurer le bon fonctionnement du système bancaire et sauvegarder la réputation de la place de Paris.

Toutefois l'intégration financière européenne remet en cause la plupart

des conditions de succès des prêteurs en dernier ressort nationaux. Devant l'expansion des marchés et leurs interconnexions, l'unité de tutelle et de réglementation disparaît tant que l'organisation de supervision à l'échelle de l'Europe entière n'est pas réalisée. L'internationalisation des marchés fait jouer une concurrence plus large et plus intense qui ne peut qu'affaiblir les solidarités de place. Aussi les méthodes consistant à introduire une responsabilité collective, en faisant partager aux membres d'une place l'insistance financière, deviennent d'usage délicat lorsque les actionnaires sont étrangers et que les banques non résidentes qui interviennent sur une place peuvent s'en dégager facilement. L'intervention rapide et secrète des prêteurs en dernier ressort nationaux devient aussi plus difficile. Car les établissements de crédit dont les difficultés éventuelles peuvent créer un risque systémique dans un pays, qui concerne la banque centrale de ce pays-là, ne sont pas nécessairement supervisés dans le même pays. Ils le sont par les autorités de tutelle du pays d'origine de la maison mère. La rapidité et le secret des informations qui permettent au prêteur en dernier ressort d'anticiper les crises de système seront probablement moins faciles à réaliser si, en conformité avec la lettre du traité de Maastricht, aucune organisation de la supervision n'est construite à l'échelle européenne.

Prendre en compte les interconnexions des marchés dans les règles et les principes d'intervention paraît être une exigence minimale qui est conforme à la conception classique du prêteur en dernier ressort. C'est le cas du marché volatile des dépôts et des avances interbancaires. La contagion des fuites des dépôts y demeure possible. Aussi l'intégration des marchés monétaires implique-t-elle logiquement de mettre en œuvre des moyens de surveillance bancaire et d'intervention en dernier ressort à la même échelle. Il faut donc des principes clairs établissant l'unicité du prêteur en dernier ressort au sein du système européen des banques centrales. Il n'est pas tolérable, en effet, de laisser une banque étrangère mettre en péril le marché monétaire du pays où elle opère, parce que les autorités dont elle dépend estiment que, de leur point de vue, une intervention n'est pas nécessaire. Il faut donc qu'une institution prenne la mesure des externalités susceptibles de se propager à l'échelle où elles peuvent se produire. Il faut qu'elle ait la compétence et les moyens d'étouffer la propagation des risques. Seule la banque centrale européenne peut avoir cette perspective et supprimer les querelles sur l'appréciation du risque pour prendre les décisions d'urgence en temps de crise.

Si une pluralité de prêteurs en dernier ressort subsiste dans une Europe financière intégrée, l'aléa moral prendra une dimension supérieure lorsque les banques centrales se mettront à défendre des intérêts particuliers, parce qu'aucune charte n'aura assigné cette fonction indivisible à une institution supérieure. Pour neutraliser le risque de système, il ne faut pas seulement

homogénéiser les normes prudentielles, ni seulement faire collaborer les organismes de supervision. Il faut encore unifier les acteurs de l'intervention en dernier ressort. Le prêteur en dernier ressort européen ne saurait être autre que la SEBC agissant comme une entité unique.

Le prêteur en dernier ressort européen doit pouvoir inscrire son action dans un filet de sécurité. Il faut engager une réflexion sur la construction des lignes de défense qui entourent le prêteur en dernier ressort. Car la qualité de ces lignes de défense réduit le risque de système et protège le prêteur en dernier ressort, dont les interventions peuvent alors être ultimes et conformes à l'intérêt général. L'Institut Monétaire Européen est le lieu naturel de cette réflexion. Il faudrait notamment étudier comment on pourrait étendre au niveau européen les pratiques nationales qui font appel aux solidarités de place. La participation aux lignes de défense ne pourra plus être envisagée sur une base nationale. C'est la contribution des « market makes » sur les principaux marchés, quelle que soit leur nationalité et quelle que soit la localisation de la tête des groupes auxquels ils appartiennent, qui pourrait être opératoire pour constituer ces lignes de défense.

Un autre moyen de la sécurité financière peut-être trouvé dans les codes de déontologie des professions elles-mêmes. La malheureuse affaire de la BCCI a souligné l'influence désastreuse que pouvait avoir la déontologie.

Un dispositif dense de prévention et de surveillance, comportant de multiples lignes de défense, peut seul permettre au prêteur en dernier ressort de tenir l'aléa moral en respect. C'est pourquoi la qualité des transferts d'information entre les différentes catégories de superviseurs et le prêteur en dernier ressort européen sera cruciale. De la qualité d'information dépendent la synthèse sur les risques d'une situation, le repérage des processus de propagation, l'identification des maillons faibles. C'est la matière première pour prendre ou non la décision d'intervenir, pour établir où et comment il faut intervenir. Les superviseurs doivent à la fois être immergés dans les marchés, donc être décentralisés et agir conformément à une doctrine unique pour ne pas cristalliser des centres de pouvoirs autonomes. Ils doivent donc avoir des liaisons organiques avec le prêteur en dernier ressort européen. Celui-ci doit aussi pouvoir compter sur les banques centrales nationales pour orienter le travail des superviseurs. Mais le jugement d'une situation et la décision ultime ne sauraient être partagés. Ils lui appartiennent en propre conformément à sa mission : stopper les crises de liquidité aux points les plus appropriés et donner les directives pour la résolution des défaillances majeures. Plus globale sera son information, plus anticipatrice elle sera sur la perception des crises, plus précises seront les règles respectées par les superviseurs, mieux le risque systémique sera maîtrisé.