

# COMMENTAIRE

Hermann-Josef DUDLER

Directeur de la Bundesbank à Francfort

L'article de T. Padoa-Schioppa soulève des questions très intéressantes à propos des innovations et de la déréglementation financières, questions auxquelles sont confrontés aujourd'hui, dans presque tous les pays industriels, les responsables des banques centrales, les autorités de contrôle des banques et les législateurs. L'auteur attire notre attention sur certaines adaptations conceptuelles et réglementaires qui paraissent nécessaires dans le domaine, très large, de l'organisation de base du marché financier, si l'on veut l'ajuster aux transformations structurelles irréversibles qui touchent depuis quelques années les secteurs financiers nationaux. Pour adapter les dispositifs existants, les autorités chargées de la réglementation devraient, selon T. Padoa-Schioppa, chercher à garantir la plus grande efficacité et la plus grande stabilité des systèmes financiers nationaux. Il n'est pas difficile d'accepter le raisonnement de l'auteur si l'on partage sa conviction que ces propriétés économiques éminemment souhaitables pour le secteur financier doivent être considérées comme deux biens collectifs distincts, que le secteur privé ne procurera pas, selon toute attente, spontanément dans un environnement totalement déréglementé, caractérisé par un « laissez-faire » extrême. En se fondant sur ce paradigme, l'auteur identifie deux grands phénomènes qui sapent dans beaucoup de pays le cadre réglementaire existant — pourtant fondamental et indispensable : en premier lieu, l'abolition des frontières institutionnelles nationales séparant

des types spécifiques d'institutions et de contrats financiers ; en deuxième lieu, l'intégration mondiale de plus en plus accentuée des systèmes financiers nationaux.

Les partisans de l'école libérale radicale, dite « nouvelle économie monétaire », qui marche sur les traces de l'« école de la liberté bancaire » du passé, mettraient en doute dès le départ la nécessité d'élaborer des règles prudentielles complexes et, au mieux, n'accepteraient une intervention du gouvernement dans le secteur financier que dans la mesure où elle se révélerait indispensable pour maintenir une situation de concurrence sur des marchés transparents et, plus particulièrement, pour prévenir la fraude financière, les abus de pouvoir sur le marché et l'exploitation d'informations de la part « d'initiés ». Dans cette perspective, de nombreux « défis » résultant des innovations financières, de la déréglementation et de la mondialisation ne seraient pas considérés comme tels, au cas où les responsables des banques centrales et des organismes de surveillance des banques se montreraient moins pessimistes quant à la capacité de marchés financiers déréglementés à se stabiliser et se discipliner eux-mêmes, et où ils se montreraient moins optimistes quant à leur propre capacité d'identifier ou de gérer des règles financières optimales garantissant l'efficacité et la stabilité du secteur financier.

Il m'est difficile de partager totalement l'affirmation de T. Padoa-Schioppa selon laquelle les marchés financiers sont « foncièrement instables » et, à

## COMMENTAIRE

présent, exposés presque partout à des « tremblements de terre » dus à la déréglementation. Mais je ne contesterai pas que, dans toutes les économies avancées, il faille maintenir un ensemble minimal de réglementations publiques pour garantir une fixation concurrentielle des prix sur les marchés financiers et éviter les importantes pertes de bien-être qui résulteraient d'une instabilité et de paniques financières. En débordant quelque peu du cadre de l'article de T. Padoa-Schioppa, j'inclurais pour ma part dans ces dispositions réglementaires des dispositifs spécifiques permettant aux autorités monétaires de réglementer les systèmes de paiement et de contrôler l'offre de monnaie « interne » du secteur privé, parce que je ne crois pas beaucoup aux vertus d'une stabilisation macro-économique automatique dans le cadre d'une « libre concurrence des activités bancaires ». Il va aussi sans dire que ces règles devraient être adaptées aux importantes transformations institutionnelles en cours, à un monde de plus grande liberté des mouvements de capitaux internationaux, à l'interaction de plus en plus forte et presque instantanée entre les marchés monétaires et les marchés du crédit nationaux et, dans le cadre de l'Europe, aux exigences de 1993.

### Partir de zéro ?

T. Padoa-Schioppa donne l'impression que nous devons presque partir de zéro pour concevoir de nouvelles règles qui tiennent compte de la rapidité des évolutions de l'environnement financier. C'est peut-être vrai pour les pays dans lesquels des marchés monétaires et financiers hautement réglementés n'ont été libéralisés que récemment et où le cadre légal hérité du passé était fondé sur les piliers traditionnels de la segmentation du marché et d'une forte spécialisation des institutions financières. Mais cette situation n'existe pas partout. Il se peut donc que, dans certains pays, la réforme de la réglementation doive prendre l'allure d'une adaptation progressive plutôt que d'un bouleversement radical des dispositifs légaux existants.

L'auteur présente une base conceptuelle, intellectuellement fascinante, pour une réforme financière. Elle intéressera particulièrement ceux qui sont réellement concernés par une révision relativement importante des réglementations nationales existantes, comme en Italie. Mais elle offre aussi des idées qu'on peut appliquer partout aux complexités des innovations financières, à leurs conséquences au

plan de la réglementation, et aux principes et objectifs macro-économiques de la réglementation financière. En guise de point de départ, l'auteur expose des critères de classement assez rigoureux pour les contrats financiers fondamentaux (assurance, actions et endettement), les institutions (assureurs, banquiers, intermédiaires financiers non bancaires) et les services (confection du marché et investissement délégué). Cela peut contribuer à identifier la nature des innovations financières et un modèle idéal de réglementation financière. Je trouve cette démarche théoriquement intéressante, mais assez « cartésienne » dans la façon dont elle est poussée jusqu'à ses conclusions logiques et appliquée aux problèmes concrets de réglementation que posent les innovations financières.

### Réglementation et règles prudentielles

Les expressions d'« endettement » et d'« investissement délégué » peuvent difficilement suffire à saisir la capacité foncière du secteur privé à créer des actifs financiers liquides et peu risqués procurant des services monétaires traditionnels à des agents non bancaires et nécessitant, de ce fait, des dispositifs réglementaires spécifiques. L'article ne s'attaque donc pas aux importants problèmes de contrôle monétaire qui proviennent de produits financiers novateurs, combinant les propriétés des actifs monétaires traditionnels et des placements de portefeuille, et néglige les préoccupations des organismes de surveillance des banques, qui se sentent provoqués par la participation croissante d'institutions autres que bancaires aux activités bancaires traditionnelles et aux fonctions que les banques remplissent dans le système des paiements. De même, les programmes de monnaie électronique et de gestion de portefeuille sur informatique, qu'offrent les maisons de courtage, les sociétés de gestion de portefeuille ou les banques commerciales traditionnelles, impliquent une vente abstraite d'informations, d'expertise financière et d'économies d'échelle sans exiger la création d'un titre d'« endettement » ou la passation d'un contrat d'« assurance » dans les livres du fournisseur. Fondamentalement, ce sont un « investissement délégué », un pur service « hors bilan », échappant aux règles de surveillance traditionnelles qui s'appliquent normalement au bilan des intermédiaires financiers. Par ailleurs, les critères de classement retenus par l'auteur s'éten-

## COMMENTAIRE

dent en partie à des phénomènes financiers, qui sont peut-être assez nouveaux en Italie, mais qui peuvent difficilement être qualifiés d'innovations financières récentes dans un contexte international. Les « obligations convertibles » sont connues sur les marchés financiers développés depuis plusieurs dizaines d'années, et l'importante fonction de transformation qui est exercée par des intermédiaires financiers non bancaires a été perçue et soumise à une analyse macro-économique rigoureuse il y a quelque trente ans en Grande-Bretagne (Rapport Radcliffe de 1959) et aux États-Unis (Gurley/Shaw, 1960).

Un aspect très intéressant du cadre fondamental imaginé par T. Padoa-Schioppa tient à sa distinction entre les réglementations qui visent l'organisation du marché en tant que tel et les règles prudentielles conventionnelles. Le premier ensemble de règles concerne les « confectionneurs du marché » (les négociants et courtiers sur les marchés boursiers) et a pour objectif d'assurer en particulier un fonctionnement efficace des marchés où s'échangent des instruments financiers négociables. Les contrôles prudentiels sont, quant à eux, mis en place pour garantir la solvabilité et la liquidité des institutions qui se voient confier des pouvoirs de placement par délégation et de transformation, et pour éviter des crises financières. Bien que, dans la réalité, de nombreuses institutions financières

remplissent les deux fonctions simultanément, la distinction qui est proposée est intéressante, parce qu'elle peut permettre, entre autres choses, aux autorités de découvrir de possibles conflits d'intérêt ou sources d'instabilité (par exemple, dans le mode de fonctionnement des « banques universelles ») exigeant une intervention gouvernementale. J'ai également le sentiment général que la méfiance foncière de T. Padoa-Schioppa envers des produits financiers complexes ou « mixtes » et des institutions ou conglomérats « universels » n'est pas dépourvue de fondement. Mais son attitude est peut-être plus influencée par sa logique « cartésienne » que par les réalités empiriques mêmes. Certains pays où les frontières financières et industrielles sont « brouillées » depuis longtemps (comme le Japon et l'Allemagne) n'ont guère souffert de performances économiques globales médiocres ; et il n'est possible d'échanger certains instruments financiers novateurs (*swaps* entre taux d'intérêt et monnaies, bons à moyen terme à taux variable, papier commercial, contrats financiers à terme et contrats à terme de taux d'intérêt) sur des marchés efficients que parce que les institutions financières opèrent sur ces produits à la fois en « confectionnant le marché » et en les utilisant activement dans le cadre d'un « investissement délégué ». □

27

---

# FUSIONS ACQUISITIONS

---

*Première revue mensuelle  
consacrée aux problèmes des*

OPA OPE FUSIONS ACQUISITIONS

---

***Cinq rubriques régulières :***

- Actualités du mois.
- Réflexions.
- Techniques.
- Droit.
- Les Hommes.

***Trois numéros spéciaux***

***Annuaire des spécialistes.***

**Abonnement**

INCLUANT L'ANNUAIRE DES SPECIALISTES  
FUSIONS ACQUISITIONS 1989

M. / Mme / Melle \_\_\_\_\_

Société \_\_\_\_\_

Fonction \_\_\_\_\_

Adresse \_\_\_\_\_

--	--	--	--	--	--

Tél. \_\_\_\_\_

DATE ET SIGNATURE :

Tarif abonnement: France: 1300 FF/TTC  
Etranger: 1500 FF/TTC

Règlement: CFJC ÉDITIONS - 7, Avenue Rachel - 75018 Paris  
Tél. 43.87.64.54