



**HAL**  
open science

# Monnaie endogène, refinancement bancaire et offre de crédit

Christian Descamps

► **To cite this version:**

Christian Descamps. Monnaie endogène, refinancement bancaire et offre de crédit. [Rapport de recherche] Laboratoire d'analyse et de techniques économiques(LATEC). 1993, 19 p., bibliographie. hal-01545709

**HAL Id: hal-01545709**

**<https://hal.science/hal-01545709>**

Submitted on 23 Jun 2017

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# LATEC

## LABORATOIRE D'ANALYSE ET DE TECHNIQUES ÉCONOMIQUES

UMR 5601 CNRS

DOCUMENT DE TRAVAIL



Pôle d'Économie et de Gestion

2, boulevard Gabriel - 21000 DIJON - Tél. 03 80 39 54 30 - Fax 03 80 39 54 43

ISSN : 1260-8556

n° 9310

**MONNAIE ENDOGENE, REFINANCEMENT  
BANCAIRE ET OFFRE DE CREDIT**

**Christian DESCAMPS\***

**Octobre 1993**

*\* Centre d'Etudes Monétaires et Financières  
LATEC (URA 342 CNRS)*

# **MONNAIE ENDOGENE, REFINANCEMENT BANCAIRE ET OFFRE DE CREDIT**

**Christian DESCAMPS**

**Centre d'Etudes Monétaires et Financières**

Résumé : Les économistes post-keynésiens considèrent que l'offre de crédit est fondamentalement déterminée par les pressions de la demande. Cependant, deux visions de l'offre de monnaie endogène peuvent être distinguées : celles de l'accommodement total ou partiel, par les banques centrales, des réserves dont les banques commerciales ont besoin lors de leur activité de prêt. Dans le premier cas, les banques centrales fixent le prix mais non la quantité de monnaie centrale, dans le second elles contrôlent effectivement le volume de leurs émissions. On examine les principales conséquences de ces théories sur le processus de formation des taux courts, les pratiques de gestion des banques commerciales (en particulier la gestion de passif), les innovations financières et le rationnement de crédit opéré par les banques. Nous essayons de montrer que l'offre de monnaie et les taux d'intérêt sont déterminés de manière endogène par les forces du marché, de telle sorte que la fonction d'offre de crédit n'est pas horizontale mais a une pente positive.

Abstract : Post Keynesians have developed the view that credit availability is fundamentally determined by demand-side pressures. However, two approaches of money supply endogeneity are here distinguished : full and partial accommodation by central banks of reserve needs arising from bank lending. In the first case, central banks only set the supply price but not the supply quantity of reserves, in the second they can and do control reserve quantities. We examine the major implications of these theories on short term interest rates determination, management practices (particularly liability management) of commercial banks, financial innovations and quantity rationing by banks. We try to show that both the money supply and interest rates are endogenously determined by market forces, so that the aggregate loan supply schedule is not horizontal but positively sloped.

**BANQUE, CREDIT, ENDOGENEITE, INNOVATIONS FINANCIERES, OFFRE DE  
MONNAIE, RATIONNEMENT, REFINANCEMENT, TAUX D'INTERET.**

Alors que les analyses monétaristes confèrent à la banque centrale un pouvoir de régulation des agrégats monétaires, exercé en toute indépendance à l'égard de la pression que pourraient manifester les demandeurs de crédit, les économistes post-keynésiens considèrent au contraire que les mouvements qui affectent le stock de monnaie et la disponibilité des crédits dépendent très largement des facteurs de demande.

Les conséquences théoriques de cette opposition sont considérables. En particulier, les post-keynésiens rejettent les modèles macro-économiques qui se fondent sur le pouvoir souverain de la banque centrale en matière d'émission monétaire. Les conséquences pratiques ne sont pas moins importantes : ces mêmes auteurs considèrent que l'Institut d'émission ne peut qu'adopter un comportement "accommodant" à l'égard des banques, lorsque celles-ci, ayant accordé les crédits désirés par leur clientèle, se préoccupent après coup d'équilibrer leur trésorerie. L'enchaînement des causalités inhérentes à cette vision est significativement résumée par l'un de ces théoriciens : "les prêts font les dépôts et les dépôts font les réserves" (Lavoie, 1985, p. 71).

Toutefois, deux analyses peuvent être proposées de l'attitude "accommodante" de la banque centrale :

- soit l'on juge qu'aucune contrainte quantitative, émanant de l'Institut d'émission, ne pèse sur le refinancement bancaire. Les établissements peuvent s'alimenter sans aucune limitation en réserves, au taux d'intérêt courant. Dans ce cas, la fonction d'offre de crédit des banques est infiniment élastique au taux d'intérêt, celui-ci étant égal au coût de refinancement arrêté par la banque centrale majoré de la marge d'intermédiation nécessitée par les banques pour couvrir leurs coûts opératoires. Le pouvoir de la banque centrale porte sur les taux, et non sur le volume de ses émissions. On peut qualifier cette approche, selon la terminologie de B. Moore, de strictement "horizontaliste", en référence à la forme de la fonction d'offre de crédit des banques (1).

- soit l'on considère que la banque centrale peut, dans une certaine mesure, contingenter ses émissions de monnaie de base. Dans cette hypothèse, il semblerait que la banque centrale, par un comportement moins conciliant, recouvre, au moins partiellement, son magistère sur le pouvoir de création monétaire des banques commerciales. Mais, paradoxalement, son pouvoir

---

1 - Moore (1988) oppose cette approche "horizontaliste" à l'approche "verticaliste" des monétaristes, selon lesquels la banque centrale définit discrétionnairement le montant de ses émissions, la concurrence bancaire établissant le prix de ces liquidités.

réel resterait restreint car les banques peuvent compenser leur insuffisant approvisionnement en liquidité en se livrant à des pratiques économisant leurs besoins en monnaie centrale. En clair, elles procéderaient à des transferts au sein de leur passif, substituant aux dépôts traditionnels d'autres formes d'engagements (comme les certificats de dépôt) moins voraces en réserves : on parle à ce propos de gestion de passif (*management liability*).

**Le premier point de vue**, celui de l'accommodement total, est accrédité par les banquiers centraux eux-mêmes qui soulignent, de longue date, l'impossibilité de réguler les émissions de monnaie centrale, sans risque pour la stabilité du système financier. J. Truquet a présenté, il y a quelques années, une version radicale de cette conception : selon lui, les banques commerciales, par les crédits qu'elles s'accordent les unes aux autres, ont le pouvoir de créer une monnaie interbancaire, complément et concurrente de la monnaie centrale, et l'émergence de cette monnaie *sui generis* rendrait totalement vaine toute velléité de contingentement de la monnaie de base (2). Quant aux taux d'intérêt, l'actualité montre le pouvoir qu'exerce la banque centrale sur leur formation, en particulier sur les taux courts. C'est naturellement le cas en Allemagne, où la Bundesbank arrête, lors de ses réunions bi-mensuelles, son taux de l'escompte et le taux de ses prises en pension (3). Aux Etats-Unis, la Federal Reserve Bank de New York ajuste quotidiennement ses liquidités par des opérations d'open market de manière à cibler le taux des Fed Funds. **Le second point de vue**, celui de l'accommodement partiel par la banque centrale, relève d'une conception selon laquelle les différentes sources de refinancement des banques auprès de la banque centrale ne sont pas parfaitement substituables et/ou que leur accès n'y est pas automatique, de telle sorte que les établissements peuvent être confrontés à des contraintes quantitatives : les banques américaines peuvent certes emprunter des réserves auprès de la "fenêtre d'escompte" (4) lorsqu'elles manquent de trésorerie, mais l'expérience montre qu'elles répugnent à le faire en raison de ce que l'on peut appeler un coût non pécuniaire (ou *frown cost*), la surveillance dont font l'objet les établissements qui abusent de cette procédure, considérée généralement comme une source de fonds "de dernier ressort" (5). Il faut également ajouter, à l'appui de cette analyse, que si la banque centrale a certainement conscience des risques qu'elle fait porter au système bancaire en

2 - Cf. la controverse entre J. Truquet et A. Espaze, *Banque*, janvier 1985.

3 - Les prêts au Lombard (prêts à 7 jours) sont consentis à un taux supérieur aux taux interbancaires (il est de 7,25 % en septembre 1993, alors que le taux des prises en pension, le plus important en pratique, est de 6,70 % à la même date). C'est donc un moyen de refinancement dont l'influence diminue par rapport aux adjudications.

4 - On trouvera une présentation récente des instruments de la politique monétaire des Etats-Unis dans la lettre éditée par la Direction Centrale des Marchés de Capitaux du Crédit Lyonnais : "Le Système Fédéral de Réserve et la politique monétaire des Etats-Unis", n° 58, mai-juin 1993.

5 - En pratique, les douze banques fédérales de réserve, par délégation des pouvoirs du Federal Reserve Board, déterminent librement les actifs éligibles à leur refinancement sur la fenêtre d'escompte, ainsi que les taux de leurs concours.

limitant ses refinancements, elle peut redouter des dangers au moins aussi graves du laxisme monétaire : inflation, dévalorisation de la monnaie nationale sur le marché des changes, etc. L'intégration de ces risques peut donc la conduire à limiter, dans certains cas, son offre de refinancement.

Il reste, bien entendu, à rechercher les critères précis qui permettraient d'opter en faveur de l'une ou de l'autre conception de la monnaie endogène. Nous verrons que les résultats sont sur ce plan assez peu satisfaisants et que l'approche empirique se révèle (jusqu'à présent) décevante. Quant aux conséquences de ce clivage, elles portent essentiellement sur la formation des taux d'intérêt et sur les réactions des banques de second rang à l'égard de l'attitude restrictive de la banque centrale : si, conformément à la thèse de l'accommodement partiel, les banques, afin de satisfaire la demande de crédits de leur clientèle, recherchent des ressources sur le marché monétaire (*lato sensu*) pour compenser le rationnement auquel les contraint la banque centrale, la hausse du coût marginal de leur passif sera répercutée sur leurs propres conditions débitrices. Ceci réduira l'élasticité de la fonction d'offre de crédit, suscitera des comportements de rationnement de la part des institutions financières et, phénomène très important, les incitera à mettre en oeuvre des innovations génératrices d'un nouvel environnement institutionnel. Celui-ci pourra exercer à son tour une influence baissière sur les taux d'intérêt. Ainsi, ce n'est plus la banque centrale qui fixerait unilatéralement les taux d'intérêt (sous réserve, dans certains cas, de la contrainte extérieure), mais le prix de l'argent résulterait de l'interaction de plusieurs éléments : l'attitude de la banque centrale, les forces du marché, l'innovation financière à laquelle serait conduit le système bancaire, et le comportement des banques commerciales dans un contexte d'incertitude.

Pour tester la pertinence de ce scénario, nous nous proposons de procéder en trois étapes : la recherche des critères de distinction entre les thèses de l'accommodement total et partiel, l'analyse des moyens utilisés par les banques pour déroger aux contraintes quantitatives de la banque centrale, et l'étude de la fonction d'offre de crédit bancaire.

## **I - LES CRITERES DE DISTINCTION ENTRE LES THESES DE L'ACCOMMODEMENT TOTAL ET DE L'ACCOMMODEMENT PARTIEL**

### **11 - Les trois critères**

Entre les deux écoles de la monnaie endogène, trois critères de distinction peuvent être, *a priori*, avancés :

- le critère de la proportionnalité : s'il est vrai, comme le soutiennent les horizontalistes, que les "dépôts font les réserves", tout accroissement de la demande de crédit doit s'accompagner d'un accroissement proportionnel des réserves bancaires (à législation inchangée en matière de réserves obligatoires). Si au contraire la banque centrale n'a pas de comportement systématiquement accommodant, la relation de proportionnalité entre les crédits et les réserves tombe.

- le critère de la substituabilité a déjà été évoqué ci-dessus. Il consiste à examiner, dans le cas des Etats-Unis pour lequel il peut être appliqué, le degré de substituabilité entre les réserves non empruntées (obtenues lors des opérations d'open market) et les réserves empruntées (obtenues par la fenêtre d'escompte). S'il est révélé qu'il existe une relation inverse entre leurs taux de variation, on peut alors considérer que l'accommodement de la banque centrale est total.

- le critère de l'exogénéité du taux d'intérêt doit permettre d'établir l'influence qu'exerce la banque centrale sur l'ensemble des taux d'intérêt. En considérant que la banque centrale contrôle les taux du marché interbancaire, les partisans de la thèse de l'accommodement total estiment que l'ensemble des taux à court terme en découle d'une manière quasi-mécanique. En conséquence, les variations de taux, en hausse ou en baisse, initiées par la banque centrale, doivent se retrouver dans les conditions débitrices des banques.

### **12 - Les résultats de R. Pollin**

Des tests ont été mis en oeuvre par Robert Pollin (1991), concernant l'économie américaine entre 1953 et 1988, la période ayant été découpée en plusieurs cycles selon la méthode du NBER.

En ce qui concerne le critère de proportionnalité, Pollin établit que le rapport crédits/réserves observé dans le bilan du secteur bancaire commercial augmente continûment, ce qui signifie qu'un même montant de réserve "supporte" un volume de plus en plus important

de crédits. Cette évolution n'est pas imputable, comme on pourrait le penser, à l'allègement des réserves obligatoires : bien au contraire, la période 1972-85 au cours de laquelle les réserves obligatoires ont le moins baissé correspond à une tendance haussière particulièrement forte du rapport crédits/réserves. Il est donc certain que d'autres facteurs sont en jeu, et Pollin considère que l'évolution du ratio est "largement" imputable aux pratiques de gestion du passif : la hausse proportionnellement plus rapide constatée pour les prêts que pour les réserves en monnaie centrale résulte du remplacement des dépôts traditionnels par d'autres types d'engagements au passif des bilans bancaires, ce qui étaye, selon l'auteur, la thèse de l'accommodement partiel.

L'utilisation du critère de la substituabilité corrobore également ce point de vue : bien que la part des réserves empruntées dans l'ensemble des réserves bancaires soit toujours restée extrêmement marginale (comprise entre 1,4 et 4,3 %) tout au long de la période, cela ne signifie évidemment pas que la fenêtre d'escompte ne joue pas un rôle important. Ainsi, Palley (1987-88) estime que si le Fed peut en refuser l'accès à une banque particulière, il ne peut le faire auprès du système bancaire dans son ensemble, lorsque celui-ci manque de liquidités. Toutefois, les divers tests de Pollin suggèrent que la substituabilité entre réserves empruntées et non empruntées existe, bien qu'elle soit relativement faible et tende à diminuer.

Enfin, Pollin aborde l'un des points qui devrait être déterminant dans le débat : les conditions bancaires évoluent-elles comme les taux d'intérêt fixés par la banque centrale ou au contraire, la banque centrale fixe-t-elle ses conditions en fonction des taux du marché ? L'auteur s'appuie sur les tests de causalité de Granger-Sims, qui, selon lui, établissent :

- que le Fed influence les taux à court terme, sans les tenir véritablement sous son contrôle ;
- que cette influence est plus faible encore sur les taux à long terme.

Son analyse suggère que le Fed tient compte des conditions du marché lorsqu'il détermine le taux des Fed Funds et le taux d'escompte. On peut imaginer que le Fed agit d'abord sur les taux du marché des fonds fédéraux en fonction des besoins et des pressions du marché - ses interventions ayant le mérite d'y être relativement discrètes - attend les réactions du marché aux nouveaux taux, puis ajuste le taux d'escompte en conséquence <sup>(6)</sup>. Cependant, si l'influence du Fed est déterminante en ce qui concerne les taux courts, elle décline pour les taux à long terme. Bien que Moore (1988, p. 278 et s.) soit d'un avis différent, on peut considérer que le marché détermine les taux longs sur la base de facteurs structurels, c'est-à-

---

6 - Dans la lettre citée ci-dessus, le Crédit Lyonnais note que "chaque jour, la FRB établit une prévision des facteurs ayant un impact sur le marché, et décide du niveau de liquidité approprié".

dire d'un ensemble de phénomènes tels que les perspectives d'inflation, de croissance du revenu réel, de déficit public... Ces facteurs influencent l'action de la banque centrale lorsqu'elle décide du niveau adéquat des taux courts, ce qui atteste de l'importance réelle des forces du marché dans la détermination des taux d'intérêt.

Les résultats de Pollin, qui paraissent accréditer la thèse de l'accommodement partiel, sont cependant fragiles sur plusieurs points, et ne permettent pas, selon nous, à l'analyse empirique de trancher le débat. En premier lieu, le test portant sur le ratio crédits/réserves est-il véritablement probant ? En fait, les réserves obligatoires - constitutives de l'essentiel des réserves effectivement détenues par les banques - auxquelles sont astreintes les banques, ont pour assiette non les crédits bancaires, mais leurs dépôts. Ces réserves ne sont pas productrices d'intérêts, et il est logique que les banques cherchent à les minimiser. Par ailleurs, tous les crédits accordés ne subsistent pas comme dépôts dans les bilans bancaires, les agents non financiers effectuant de manière croissante des choix de portefeuille favorables à des titres liquides correctement rémunérés ; on sait qu'à ce propos V. Lévy-Garboua se demandait si "les crédits font encore les dépôts" (1992), le développement des Sicav monétaires tendant, selon lui, à déconnecter l'évolution de l'actif et du passif des banques. Ainsi, l'évolution constatée du ratio ne permet pas de distinguer clairement les deux positions.

Moore (1991) critique également la pertinence du test de la substituabilité. Selon lui, la modicité de la part des réserves empruntées reflète l'importance des *frown costs* inhérents à l'utilisation de la fenêtre d'escompte, ces coûts étant rapidement croissants au fur et à mesure de l'utilisation plus intensive de cette procédure par les banques. Enfin, une hypothèque sérieuse pèse sur la signification des tests de causalité en matière de taux d'intérêt (cf. *infra*, p.13).

Au total, il ne semble pas que ces tests servent, d'une manière totalement convaincante, la cause défendue par Pollin, la thèse de l'accommodement partiel. Néanmoins, la controverse peut être examinée à la lumière de la pratique bancaire : en recourant à la gestion de passif, les banques sont en mesure d'atténuer l'incidence des pratiques restrictives de la banque centrale.

## II - LES BANQUES DE SECOND RANG TROUVENT LES MOYENS DE SE SOUSTRAIRE AUX CONTRAINTES QUANTITATIVES DE LA BANQUE CENTRALE

Comme un ménage qui veut améliorer sa position de trésorerie, une banque désireuse - ou dans la nécessité - de trouver des réserves en monnaie centrale peut jouer sur les éléments qui figurent à l'actif et au passif de son bilan, soit en dérivant des actifs qu'elle possède des revenus supplémentaires, soit en cédant une fraction de son portefeuille de titres, soit encore en émettant de nouveaux engagements. Mais à la différence du ménage qui connaît généralement la maturité de son passif, la banque ignore les dates auxquelles elle devra effectuer ses paiements, l'essentiel de ses engagements étant exigible à vue ou à court terme. C'est la raison pour laquelle la banque possède une double ligne de défense : les liquidités en compte à la banque centrale (ou réserves primaires) et les avoirs qu'elle peut mobiliser et qui lui permettent d'obtenir rapidement des liquidités (ou réserves secondaires). En déterminant librement les caractéristiques des actifs qu'elle accepte de refinancer, la banque centrale paraît en mesure de faire peser sur les banques de second rang une contrainte quantitative comme le soutiennent les théoriciens de l'accommodement partiel.

Toutefois, cette vision néglige les capacités d'adaptation du système bancaire. Les pouvoirs publics, en déréglementant les marchés financiers, en réduisant les barrières géographiques et institutionnelles à la circulation des capitaux, ont eux-mêmes contribué à réduire l'incidence des rationnements auxquels pourraient procéder les banques centrales. De plus, même si d'autres interprétations ont été proposées <sup>(7)</sup>, on a souvent soutenu que les innovations financières se sont intensifiées depuis une vingtaine d'années, parce qu'elles ont permis aux banques de s'affranchir des contraintes imposées par les banques centrales qui relèvent les taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation <sup>(8)</sup>, Silber (1983) parlant à ce propos d'"induction par la contrainte". Dès 1957, Hyman Minsky a montré comment l'on pouvait associer l'émergence des innovations, génératrices d'un nouvel environnement institutionnel, au durcissement de la politique monétaire. Lorsque les autorités monétaires, redoutant que

---

7 - Gowland (1991) dénonce quelques uns des mythes qui prévalent à propos des innovations financières, notamment celui qui relie ces innovations à la technologie ; selon l'auteur, la technologie a joué, dans le domaine financier, un rôle modeste, sans comparaison avec celui qu'elle a joué en faveur des innovations industrielles.

8 - C'est l'avis, en particulier, de Cargill et Garcia (1985) et de de Boissieu (1987) qui distingue, entre les pays de droit écrit et les pays de droit coutumier, les innovations poussées par la demande et les innovations poussées par l'offre.

l'expansion économique n'attise l'inflation, mettent en place une politique restrictive, la hausse des taux d'intérêt qui en résulte ne réduit pas immédiatement la demande de crédit. Les institutions financières voulant tirer profit des taux plus élevés qu'elles obtiennent de leurs clients trouvent de nouveaux moyens pour satisfaire les demandeurs de crédit. Les innovations auxquelles elles se livrent modifient la relation entre le taux d'intérêt et la vitesse de circulation de la monnaie : la politique restrictive de la banque centrale relève l'ensemble des taux d'intérêt, ces hausses induisent des innovations qui, à leur tour, accélèrent la vitesse de circulation de la monnaie (y compris des avoirs que les banques détiennent à la banque centrale), et les taux bancaires, moins tributaires des conditions imposées par la banque centrale, peuvent baisser relativement aux taux directeurs de la banque centrale. Puis, lorsque l'assouplissement engendré par le nouvel environnement institutionnel a épuisé ses effets, une nouvelle expansion relève à nouveau les taux d'intérêt... Au total, la politique restrictive de la banque centrale n'a guère d'effet sur les agrégats de monnaie, à moins qu'elle ne parvienne à faire baisser les réserves bancaires en monnaie centrale d'une manière suffisamment importante pour compenser la hausse de sa vitesse de circulation <sup>(9)</sup>.

## 21 - La gestion de passif

L'émission, par les banques, de titres négociables (certificats de dépôt et obligations), illustre ce processus d'innovation <sup>(10)</sup>. Les banques américaines ont émis des certificats de dépôt négociables (CDs), sur le marché national et sur le marché de l'euro-dollar, dès le début des années 1960, afin, notamment, de contourner la réglementation Q qui plafonnait les taux créditeurs <sup>(11)</sup>. Ceci leur a permis de faire face aux demandes de crédit des emprunteurs sans avoir à céder les titres qu'elles possédaient en portefeuille. Moore explique (1988, p. 27) que cette "gestion de passif" a révolutionné les pratiques bancaires, car elle a conduit les banques à réduire leur détention des effets qu'elles conservaient comme réserves de précaution. Plus généralement, les banques trouvent davantage de ressources en émettant des titres négociables

---

9 - Il est d'ailleurs symptomatique de noter qu'aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, les banques centrales abandonnent aujourd'hui le contrôle de la masse monétaire comme guide de leur politique. M. Greenspan a qualifié cet objectif d'"inutilisable" précisément parce que la vitesse de circulation de la monnaie évolue, en raison de la dérégulation financière, d'une manière totalement chaotique.

10 - On n'évoquera pas ici le développement considérable des activités hors-bilan, génératrices de commissions, tels que les contrats à terme, options, swaps... bien qu'elles participent évidemment à ce phénomène.

11 - Les CD négociables ont été créés en 1961 dans le but de drainer les avoirs des entreprises qui réduisaient au strict minimum leurs encaisses liquides mal rémunérées. La négociabilité des titres a été assurée par les négociants en valeurs du Trésor. La réglementation Q date de 1933 ; elle a été supprimée en 1970. Les règlements imposés aux banques américaines expliquent la création à Londres de nombreuses filiales d'établissements bancaires américains.

sur les marchés monétaire et euro-monétaire qu'en aliénant leurs éléments d'actif (12). Leur liquidité dépend de leur capacité à effectuer de nouveaux emprunts, donc des taux offerts et de la qualité de leur signature, et non de la politique plus ou moins restrictive conduite par les autorités monétaires : "les grandes banques jouissant d'une bonne réputation de solvabilité ont un accès illimité au marché monétaire. Elles peuvent emprunter autant qu'elles veulent..." (13). De ce fait, aux Etats-Unis, les CDs qui étaient inexistantes en 1960 représentent 26 milliards de dollars en 1970 et 300 milliards en 1983 (14) ; les emprunts des banques américaines auprès des établissements étrangers et auprès de leurs filiales à l'étranger ont très fortement augmenté au cours des années 1980 pour atteindre 342 milliards de dollars en 1987. Même en tenant compte des créances américaines sur les non résidents, le marché international des capitaux draine des ressources au bénéfice du système bancaire américain, et constitue, comme le soulignait le rapport de la BRI de 1983 (pp. 11-12) un moyen rapide et efficace pour que les banques disposant d'opportunités de prêts récupèrent la trésorerie qu'elles ont perdue. Au total, il est devenu impossible de mesurer - et de continger - la liquidité d'une banque : celle-ci n'est pas bornée par l'encours de ses créances, ni par celui des engagements déjà inscrits à son passif, mais par son potentiel à effectuer des emprunts nouveaux sur le marché des capitaux, c'est-à-dire, comme l'a écrit A. Goulisty "son aptitude à trouver les fonds nécessaires au financement des engagements à un prix raisonnable et ce à n'importe quel moment" (15).

## 22 - La mobiliérisation des bilans bancaires

La création de marchés secondaires pour des titres jusqu'alors peu négociables constitue également un aspect majeur des innovations financières. Alors que traditionnellement la banque qui gère un dépôt à terme doit nécessairement rembourser son déposant à l'échéance prévue, l'existence d'un marché sur lequel le déposant peut céder sa créance allège la contrainte de liquidité de la banque sans nuire à la liquidité du dépôt. Un processus identique affecte les prêts bancaires : un prêt à dix ans consenti par une banque peut générer de la liquidité dès lors que la banque peut revendre sa créance. Le phénomène de titrisation des créances - la conversion de prêts bancaires en titres négociables - a profondément modifié les pratiques bancaires au cours

12 - Une banque gagne des réserves en monnaie centrale lorsqu'elle vend un CDN au client d'un autre établissement ; elle économise des réserves lorsqu'un de ses clients substitue un CDN à des dépôts à vue, en raison d'un taux plus faible de réserves obligatoires.

13 - A. Goulisty, "Gestion des liquidités dans les banques", *Banque*, n° 530, septembre 1992, p. 809.

14 - En France, l'encours des certificats de dépôt est passé de 10,1 à 36,5 % des ressources clientèle pour les banques AFB de 1987 à 1991 (la part des dépôts à vue fléchissant de 42,2 à 26,9 %). L'étude de Dupuy et al. (1992) révèle également, dans le cas des banques françaises, l'élévation continue des ressources rémunérées à taux de marché et l'accélération des émissions de CDN au dernier trimestre 1990, à la suite de l'allègement des réserves obligatoires sur ces ressources.

15 - A. Goulisty, *loc. cit.*, *Banque*, n° 528, juin 1992, p. 575.

des années 1980. Aux Etats-Unis, la plupart des prêts peut être titrisée (à titre d'anecdote, on a calculé que le prêt automobile moyen change de mains 2,1 fois entre l'achat du consommateur et le remboursement ultime du crédit <sup>(16)</sup>), ces pratiques permettent aux banques de dissocier la distribution des prêts et leur financement, et d'externaliser leurs risques, c'est-à-dire de s'engager dans des crédits sans encourir de risque de défaut (sauf si seules les meilleures créances peuvent être titrisées), de taux et de liquidité, tous ces risques pouvant être transférés sur d'autres opérateurs. En France, la loi de janvier 1993 élargit les conditions de titrisation, définies de manière assez étroite par le texte de décembre 1988, et devrait susciter un développement du marché jusque là assez atone <sup>(17)</sup> malgré l'ampleur des créances titrisables (plus de mille milliards de francs en 1991).

L'extension des activités de marché auxquelles se livrent les banques transforme le métier du banquier. Celui-ci, en allant chercher sur le marché les capitaux qui ne s'investissent plus en dépôts classiques, puis en plaçant ces ressources en actifs négociables, se livre de manière croissante à un rôle de courtier ou de négociant en titres, ce que B. Courbis (1987) qualifie justement d'"intermédiation de marché" <sup>(18)</sup>. Ian Giddy (1985) voit dans la "banque sans actifs", limitant ses activités au service (Facilités à Options Multiples ou MOF, ingénierie financière...) et au courtage, l'ultime étape de ce redéploiement en direction des activités de marché. Cette tendance estompe les distinctions entre les banques, les autres institutions financières (comme les sociétés d'assurances) et même certains établissements non financiers (comme les firmes de grande distribution), toutes ces institutions tendant à s'aligner, comme l'a dit Ph. Bouhours (1993, p. 184) "sur des normes communes qui effacent les traces des privilèges et des contraintes" accumulées depuis des décennies, phénomène attisé par le fait que certaines firmes non financières disposent, par rapport aux banques, d'un avantage en termes de coûts <sup>(19)</sup>.

---

16 - Gowland, *loc. cit.*, p. 94. Bien entendu, la dette du Tiers-Monde, négociée avec une décote qui dépend de la probabilité de remboursement des prêts, constitue un exemple de grande ampleur de sécuritisation, ce qui a permis à certains établissements de réduire leur portefeuille de créances douteuses. Les acheteurs peuvent être des spéculateurs ou des agents désireux d'acquérir des actifs réels dans le pays concerné.

17 - Il est vrai qu'au contraire des banques américaines, les banques françaises n'ont pas à assumer la gestion d'un nombre considérable de créances douteuses (cf. sur ce point F. Bancel, 1993).

18 - C. Lubochinsky et J. Métails ont façonné l'expression de "banque à géométrie variable" pour caractériser la flexibilité des relations entre la banque et le marché.

19 - D'où le caractère contestable des marchés de services financiers (pour une synthèse, voir en particulier Geoffron, 1991).

### 23 - Un risque de crise financière ?

Minsky voit dans ce processus l'origine de l'instabilité financière : les innovations ont pour effet de satisfaire une demande de financement qui ne peut être assouvie sous les contraintes institutionnelles présentes, elles permettent donc de financer un volume plus important de dépenses avec le même montant de liquidités ; mais dans ce cas, la défaillance de quelques grandes firmes (financières ou non) peut entraîner une cascade de faillites. D. Nouy a montré que la crise systémique pouvait naître de la propension des déposants à éprouver la solvabilité de la banque avec laquelle ils sont en relation d'affaires (20). En fait, c'est la montée de l'endettement permise par les innovations qui est source d'instabilité en exposant des actifs financiers au risque d'une dépréciation, lorsque les agents ne peuvent honorer leurs engagements qu'en cédant ces actifs. La crise financière est essentiellement une crise du refinancement dans un univers où l'on recourt d'une manière croissante à l'endettement : "l'élément critique pour expliquer l'instabilité financière, c'est le développement de structures de passif qui ne peuvent être validées par une valeur des actifs et des recettes déterminée, elle, par le marché" (21).

La banque centrale a un rôle déterminant pour interrompre - ou prévenir - ce processus de déflation des dettes en acceptant de prendre en portefeuille (et donc de refinancer) des actifs illiquides, c'est-à-dire en intervenant, d'une certaine manière en violation de la règle du marché (mais, paradoxalement, pour en assurer la pérennité), comme prêteur de liquidité en dernier ressort, même si, par ailleurs, on ne peut omettre le filet de sécurité que constituent, de nos jours, les dispositifs prudentiels, les systèmes d'assurance des dépôts et l'existence des fonds de garantie... Minsky suggère d'ailleurs (1986, p. 5) le développement "d'institutions économiques qui contraignent et contrôlent les structures de passif, particulièrement des institutions financières". De nombreux autres auteurs ont montré comment l'instabilité des prix sur les marchés secondaires et la vulnérabilité des banques aux besoins de liquidité rendent absolument nécessaire l'assistance d'un prêteur en dernier ressort dégagé de la contrainte du profit et obéissant à une logique d'intérêt général. Ainsi, Wojnivolier (1985) soutient que sans garantie publique, la plupart des innovations auraient été abandonnées ; cependant, en raison des

---

20 - Cf. *Banque*, février 1993. L'auteur montre par ailleurs comment les relations interbancaires (nationales et surtout internationales) sont au cœur du risque systémique. Dans son article de synthèse, D. Lacoue-Labarthe (1990) établit que les défaillances bancaires sont un point de passage obligé des crises financières.

21 - H. Minsky, 1982, p. 13. On sait que Minsky a établi une typologie des financements des investissements, ces financements devenant inéluctablement de plus en plus spéculatifs, à la limite de type Ponzi (du nom de l'escroc qui, dans les années 1920, promettait à ses clients un intérêt considérable) lorsque le paiement des seuls intérêts nécessite un emprunt supplémentaire. Avec le développement de tels financements, les agents ont constamment besoin de se refinancer.

promesses implicites ou explicites de la banque centrale de garantir les nouveaux instruments financiers, les institutions financières considèrent qu'elles ne supportent aucun risque. Comme corollaire, on peut naturellement redouter que les banques, en position de reporter sur la banque centrale l'ensemble des risques qu'elles assument, n'amplifient délibérément leur exposition au risque, engendrant un risque moral (*moral hazard*) (22). Telle est notamment l'opinion de M. Wolfson (1986) qui estime que chaque nouvelle innovation accroît la capacité du système financier à fournir du crédit jusqu'à ce que certains agents (banques ou entreprises), en devenant moins attentifs à leurs risques, se trouvent en situation de défaut ; ces innovations sont finalement validées par la banque centrale qui accorde, *de jure* ou *de facto*, sa garantie pour éviter le risque de répudiation des dettes.

L'école horizontaliste se fonde en définitive sur le caractère asymétrique du pouvoir de la banque centrale : elle estime que si celle-ci peut toujours créer de nouvelles réserves au bénéfice du système bancaire, il lui est plus difficile - voire impossible - d'en retirer lorsque les banques ont réduit à son niveau incompressible leur portefeuille de titres négociables. Notre propre opinion est que la gestion de passif et la mobiliérisation des bilans sont une réponse du système bancaire aux politiques restrictives que veulent conduire les autorités monétaires, ce qui réduit l'efficacité de leurs interventions. En outre, les banques centrales ne peuvent se dérober à leur rôle de prêteur en dernier ressort. Leur pouvoir n'est donc qu'apparent : en surface, elles semblent capable de contrôler les émissions de monnaie de base, mais au fond leur mission de garante de la stabilité du système financier les place dans une situation de prêteur obligé.

---

22 - Il y a risque (ou aléa) moral dès lors qu'un agent n'est pas incité à respecter les promesses qu'il a faites, parce que son comportement n'est pas observable par le co-contractant et qu'il ne peut donc pas être sanctionné.

### III - CONDITIONS BANCAIRES ET FONCTION D'OFFRE DE CREDIT

Moore considère qu'un déplacement de la fonction de demande de monnaie augmente, à l'équilibre, la quantité de monnaie en circulation mais n'a pas d'influence sur le taux d'intérêt. En d'autres termes, les banques se comportent comme des *quantity takers* sur le marché du crédit en offrant passivement tout le crédit demandé au taux courant ; elles peuvent le faire sans limite puisqu'elles sont assurées de trouver auprès de la banque centrale les réserves nécessaires. Cette vision est également celle de Kaldor, pour lequel la banque centrale est libre d'établir le taux d'escompte et, ainsi, de déterminer la structure entière des taux d'intérêt : "le taux d'intérêt... est l'instrument qui est entièrement sous le contrôle du gouvernement" (1985, p. 97). Les deux auteurs considèrent que les banques commerciales, comme la banque centrale, répondent toujours à la demande exprimée par les emprunteurs, les taux d'intérêt étant fixés à partir des taux de la banque centrale : "On ne peut concevoir que le taux court soit déterminé autrement que par le taux de réescompte ou par la politique d'open market de la banque centrale. C'est seulement par le pouvoir de contrôle de l'ensemble des taux courts que l'on peut dire que les autorités monétaires "contrôlent" l'offre de monnaie au sens le plus large" (Kaldor, 1980, p.6). Cette conception est connue sous le terme de "markup" : en fixant le niveau des taux d'intérêt à court terme, la banque centrale détermine de manière exogène la principale composante du coût bancaire. Au coût de cette ressource, les banques ajoutent une marge (ou markup) pour définir leur taux débiteur. La fonction d'offre de crédit est alors horizontale à ce taux.

Cette approche juxtapose deux propositions qu'il convient de discuter séparément :

- la banque centrale maîtrise totalement le taux d'intérêt auquel elle accorde ses concours, et, à travers les arbitrages effectués par les agents, détermine toute la structure par échéances des taux d'intérêt, et
- les banques commerciales offrent tout le crédit demandé au taux courant, sans modifier leur "markup" ni rationner leurs clients.

#### **31 - La banque centrale maîtrise le taux de ses concours et détermine la structure des taux d'intérêt**

Il s'agit selon Moore (1988, p. 91) d'une explication "simple et plausible" du comportement des autorités monétaires, même si l'auteur admet qu'en régime de changes fixes, la liberté de circulation des capitaux réduit substantiellement la marge de manoeuvre dont dispose

la banque centrale d'un "petit pays" sur la maîtrise de ses taux d'intérêt. Si l'on fait néanmoins abstraction de cette situation, Moore considère que les "taux courts nominaux sont une variable de politique économique et non un phénomène de marché" (p. 266).

La façon dont se déterminent réellement les taux d'intérêt est empreinte d'une grande incertitude. Dans l'analyse de ses tests (cf. *supra* p. 5 et 6), Pollin prétend qu'un ensemble complexe d'éléments sont en oeuvre, incluant le pouvoir de la banque centrale mais aussi les forces du marché. Il pense que des liens à double sens unissent le marché et le Fed, et qu'il n'existe pas d'influence univoque de la banque centrale sur les taux d'intérêt. Moore est d'un avis différent et suggère, pour ce qui concerne la formation des taux courts, l'interprétation suivante : le Fed fixe les taux d'intérêt des Fed Funds, que les banques répercutent sur l'ensemble des taux du marché. Mais le Fed, dépourvu de toute légitimité populaire (puisqu'il n'est pas une entité émanant du suffrage universel) répugne à faire état de son pouvoir sur les taux, alors que sa mission est officiellement de contrôler l'évolution des agrégats monétaires, variables sur lesquelles, en pratique, il ne peut pas grand chose. C'est pourquoi le Fed soutient officiellement la thèse trompeuse selon laquelle il suit le marché, parce qu'il "n'ose pas révéler son pouvoir sur les taux courts d'une manière trop transparente (Moore, 1991, p. 410). Pour les taux à long terme, Moore adhère à la thèse des anticipations selon laquelle le niveau des taux longs découle (à une prime de liquidité près) des prévisions que forment les agents à l'égard des taux courts futurs, ces derniers étant à leur tour déterminés par les valeurs futures du taux des Fed Funds. Moore se rallie, en définitive, à un modèle d'anticipations assez naïves, qui fait totalement abstraction des considérations économiques "fondamentales" (productivité, croissance, endettement public, fiscalité...)

D'autres auteurs manifestent, sur ce point, une opinion différente. P. Artus et al. (1990) admettent que le taux d'intérêt court conditionne "d'une manière importante" le taux long - ce qui témoigne de l'importance prise par la politique monétaire sur la formation des taux - mais ils montrent comment les taux à moyen et long terme dépendent aussi (bien que d'une manière relativement modeste sur la période testée, après les chocs pétroliers, dans le cas des Etats-Unis) des évolutions structurelles des économies, c'est-à-dire ne se forment pas indépendamment des conditions d'équilibre des marchés financiers et réels. Ainsi, même si les taux d'intérêt se déterminent "essentiellement à partir d'une logique de court terme", cette conclusion apparaît-elle contingente à la période étudiée, et ne valide pas définitivement le point de vue de Moore.

### 32 - Les banques commerciales offrent tout le crédit demandé au taux courant

Cette proposition repose, en vérité, sur une vision très simplificatrice du comportement bancaire, vision qui néglige les risques subis par les établissements lorsque leur ratio d'endettement augmente et leur liquidité se réduit. Dans de telles conditions, les banques peuvent être tentées de relèver leurs taux débiteurs, même si les nouveaux prêts accordés ne paraissent pas plus risqués que les prêts antérieurs, et elles choisissent plus soigneusement leurs clients. En situation d'incertitude, il devient nécessaire d'établir des relations étroites avec les clients auxquels les banques peuvent imposer un rationnement de crédit (23).

Depuis quelques années, la littérature financière a abordé ce point en se fondant sur la présence d'asymétries d'information, les emprunteurs disposant d'une meilleure connaissance du risque de leurs projets (et donc de leurs possibilités de remboursement) que les prêteurs qui auront à les financer (24). J. Stiglitz et A. Weiss (1981) montrent que l'augmentation du taux d'intérêt (supposé identique pour l'ensemble des emprunteurs, quel que soit le degré de risque présenté) produit un effet de sélection adverse en éliminant du marché les emprunteurs les moins risqués : pour un même niveau de garanties offertes, seuls les emprunteurs risqués solliciteront un prêt plus coûteux (25), les bons risques renonçant à leurs investissements. De même, les charges plus élevées d'intérêts inciteront les investisseurs à entreprendre les projets dont la probabilité d'échec est forte. Ainsi, la hausse de l'intérêt exerce-t-elle deux effets contradictoires sur les profits bancaires : un effet positif dû à la meilleure rémunération du prêt, et un effet négatif résultant de l'effet de sélection adverse. La conséquence de ce phénomène est que le relèvement des conditions bancaires débitrices peut réduire la rentabilité attendue des opérations de prêt (qui deviennent plus risquées) et inciter les banques à pratiquer un rationnement du crédit. Toutefois d'autres auteurs, comme H. Bester (1985), considèrent que les banques ne restent pas passives en matière de recherche d'information, et cherchent à identifier le risque des emprunteurs en leur proposant, non un contrat de prêt unique et indifférencié (qualifié de "mélangeant" car il regroupe des bons et des mauvais risques), mais

---

23 - On dira qu'il y a rationnement de crédit lorsque certains emprunteurs obtiennent un prêt et pas d'autres, même si ces derniers étaient disposés à acquitter un intérêt plus élevé ou à offrir des garanties plus importantes au prêteur.

24 - Minsky écrit que la première règle de la profession bancaire est que le client ment, car le client cherche toujours à présenter sa situation financière sous une lumière favorable. Mais, toujours selon Minsky, la deuxième règle est que les banquiers mentent aussi, car ils cherchent également à présenter leur position d'une manière favorable pour apaiser les craintes de leurs déposants. Même si personne ne ment, l'activité bancaire, étant orientée vers le financement d'activités futures, est par nature dangereuse, et il est logique que les banques rationnent le crédit.

25 - Calomiris et al. (1986) font une analyse identique sur le marché des prêts aux agriculteurs : la hausse des taux bancaires accroît la part des prêts risqués dans les portefeuilles des banques. Aussi celles-ci cherchent-elles à établir des relations étroites avec les fermiers de manière à identifier les plus risqués d'entre eux.

des contrats incitatifs ou "séparants" (par exemple, les emprunteurs les plus risqués choisiront des contrats plus chers mais exigeant moins de sûretés, puisque la probabilité qu'ils perdent cette sûreté est plus élevée), ce qui rend moins nécessaire le rationnement du crédit. Plus récemment, R. Gillet et F. Lobe (1992) ont suggéré une alternative à ces deux visions, conciliant la présence des contrats séparants et le rationnement du crédit. Dans leur modèle, le rationnement du crédit ne résulte plus simplement des imperfections du marché induites par l'asymétrie d'information, mais il constitue une partie intégrante du contrat de prêt déterminé par le prêteur ; chaque contrat se caractérise par un taux d'intérêt et une certaine probabilité *a priori* de rationnement de l'emprunteur, l'un et l'autre étant fonction du niveau du risque du projet. Les contrats séparants permettent d'identifier la qualité des emprunteurs potentiels qui choisiront, parmi les contrats proposés, celui qui maximise leur utilité et qui correspond à leur niveau de risque. Si un individu triche en se faisant passer pour moins risqué qu'il n'est, le gain en intérêt obtenu est compensé, à l'équilibre, par l'augmentation de la probabilité de rationnement. La conclusion de l'analyse est que les emprunteurs à faible risque sont plus rationnés que ceux dont les risques sont élevés, les individus les plus risqués acceptant des taux plus élevés en contrepartie d'une plus faible probabilité de rationnement. Les auteurs montrent également que l'augmentation du taux de refinancement des prêteurs augmente le risque du rationnement du crédit, car le moindre bénéfice que retire dans ce cas la banque d'un prêt à conditions de taux inchangées est compensé par elle par un plus fort rationnement.

Aucune des deux propositions sous-jacentes à l'analyse horizontaliste ne paraît finalement justifiée. D'une part, même en faisant abstraction des considérations extérieures (dont on connaît le caractère particulièrement contraignant en régime de changes fixes avec mobilité des capitaux), il y a un doute sérieux sur la capacité de la banque centrale à administrer le taux d'intérêt sans prendre le pouls du marché. D'autre part la mise en évidence des comportements de rationnement de la part des banques signifie que les taux d'intérêt n'équilibrent pas le marché du crédit, certains demandeurs ne recevant pas tous les prêts désirés au taux courant.



Au terme de cette étude, il nous semble que l'analyse post-keynésienne de la monnaie gagnerait à abandonner les schémas simplistes d'exogénéité des taux d'intérêt (fixés discrétionnairement par la banque centrale) et d'inexistence des contraintes quantitatives de la part de la banque centrale. Ces conceptions permettent certes de mettre en exergue les différences d'approche fondamentales entre l'école monétariste et l'école (ou les écoles) post-keynésienne(s) : elles ont donc une vertu pédagogique. Néanmoins, le refus de les amender tend à donner une vision caricaturale du fonctionnement de notre système financier et du comportement bancaire, et risque en définitive de nuire au crédit de la thèse que l'on entend défendre.

Nous avons vu en effet qu'on ne peut négliger ni l'incidence des pressions du marché sur les taux d'intérêt, ni les rationnements auxquels se livrent les banques, ni enfin le rôle des innovations comme moyen d'atténuer la portée des pratiques restrictives de l'Institut d'émission. Il est donc très abusif de bâtir une théorie monétaire sur l'hypothèse d'une fonction d'offre de crédit infiniment élastique, comme le font les théoriciens de l'accommodement total. Naturellement, l'analyse présentée ici est encore embryonnaire et d'autres réflexions restent à conduire, notamment sur l'influence que peut exercer la gestion de passif (et d'une manière générale, les innovations constitutives, selon les termes de Minsky, d'un "nouvel environnement" financier) sur les taux d'intérêt, sur le pouvoir réel de la banque centrale, et sur les relations entre le développement des innovations et l'instabilité financière. Sur ce dernier point, on peut craindre que l'aléa moral, c'est-à-dire le sentiment qu'ont les opérateurs d'une très probable intervention, en dernier recours, des autorités monétaires en cas de crise de liquidité, ne soit générateur d'une aggravation du risque systémique. D. Nouy (*loc. cit.*, p. 29) suggère que les banques centrales "conservent une ambiguïté constructive sur leurs intentions" et cherchent à convaincre "qu'il n'y a aucune assurance d'un prêteur en dernier ressort". Il est permis de douter que cette judicieuse prescription suffise à discipliner les opérateurs ; au demeurant, ceux-ci ne manqueraient pas de se retrancher derrière l'autorité de Nicholas Kaldor, lorsqu'il affirme que "le Fed ou la Banque d'Angleterre sont dans la position d'un monarque constitutionnel : avec de larges pouvoirs sur le papier, mais des pouvoirs dont la pérennité est largement dépendante du degré de modération manifesté dans leur exercice" (1970, p. 9). On ne saurait mieux souligner que les tentatives de contrôle de la croissance des agrégats monétaires doivent finalement s'effacer devant l'impératif de stabilité du système financier.

## BIBLIOGRAPHIE

ARTUS P., BELLANDO R., DUCOS Ph et POLLIN J.P., "Formation des taux d'intérêt à long terme", *Revue d'Economie Financière*, n° 12-13, printemps-été 1990, pp. 46-69.

BANCEL Franck, "Quel avenir pour la titrisation en France ?", *Banque*, n° 536, mars-avril 1993, pp. 67-69.

BESTER Helmut, "Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 75, septembre 1985, pp. 850-855.

BOUHOURS Philippe, *La monnaie-finance*, Ellipses, 1993.

CARGILL T. F. et GARCIA G. G., *Financial Reform in the 1980s*, Stanford, Hoover Institution Press, 1985.

CALOMIRIS Charles W., HUBBARD Glenn et STOCK James H., "The Farm Debt Crisis and Public Policy", *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 2, 1986, pp. 441 et s.

COURBIS Bernard, "Peut-on parler de désintermédiation en France ?", *Economie et Humanisme*, mars-avril 1987.

de BOISSIEU, "Lessons from the French experience as compared with other OECD countries", in M. de CECCO ed, *Changing Money*, Oxford, Basil Blackwell, 1987.

DUPUY Claude, DURAND Denis et SASSENOU Mohamed, "Instruments de politique monétaire et structures de bilans bancaires", Caisse des Dépôts et Consignations, *Document de travail* n° 1992-15/E, novembre 1992.

GEOFFRON Patrice, "Vers la contestabilité des marchés bancaires ?", *Revue d'Economie Industrielle*, n° 58, 4<sup>e</sup> trimestre 1991, pp. 107-120.

GIDDY Ian H., "Assetless Banking" in *Strategic Planning in International Banking*, P. Savona et G. Sutija Eds, Macmillan, London, 1985.

GILLET Roland et LOBEZ Frédéric, "Rationnement du crédit, asymétrie de l'information et contrats séparants", *Finance*, vol. 13, 2/1992, pp.57-71.

GOWLAND David H., "Financial Innovation in Theory and Practice", in *Surveys in Monetary Economics*, vol. 2, édité par C.J. Green et D.T. Llewellyn, Basic Blackwell Ltd, 1991.

GOUSLISTY André, "Gestion des liquidités dans les banques", *Banque*, n° 528 (juin 1992), 530 (septembre 1992), 533 (décembre 1992) et 535 (février 1993).

KALDOR Nicholas, "The New Monetarism", *Lloyds Bank Review*, juillet 1970, pp. 1-17.

KALDOR Nicholas, *Essays on Economic Stability and Growth*, Duckworth, London, 1980.

KALDOR Nicholas, *The Scourge of Monetarism* (trad. française : *le Fléau du Monétarisme*), Oxford University Press, 1985.

LACOUÉ-LABARTHE Dominique, "Les crises financières internationales", communication aux journées de Finance Internationale, Bordeaux, mai 1990.

LAVOIE Marc, "Credit and Money : the Dynamic Circuit, Overdraft Economics, and Post Keynesian Economics", in *Money and Macro Policy*, Marc Jarsulic ed, Boston, Kluwer-Nijhoff, 1985

LEVY-GARBOUA Vivien, "Les crédits font-ils encore les dépôts ?", *Banque*, n° 524, février 1992, pp. 122-128.

LUBOCHINSKY Catherine et METAIS Joël, "La banque à géométrie variable", *Revue d'Economie Financière*, n° 12-13, printemps-été 1990.

MINSKY Hyman P., "Central banking and money market changes", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, n° 2, mai 1957, pp. 171 et s.

MINSKY Hyman P., "The financial instability hypothesis : capitalist processes and the behavior of the economy", in Kindleberger et Laffargue ed, *Financial Crises - Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, 1982, pp. 13-39.

MINSKY Hyman P., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven and London, 1986.

MOORE Basil J., *Horizontalists and Verticalists : The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, New York, 1988.

MOORE Basil J., "Money supply endogeneity : "reserve price setting" or "reserve quantity setting" ?", *Journal of Post Keynesian Economics*, printemps 1991, vol. 13, n°3, pp. 404-413.

NOUY Danièle, "Relations interbancaires et risques systémiques : réflexions prospectives", *Banque*, n° 535, février 1993, pp. 26-29.

PALLEY Thomas I., "Bank lending, discount window borrowing, and the endogenous money supply : a theoretical framework", *Journal of Post Keynesian Economics*, hiver 1987-88, vol. 10, pp. 282-303.

PALLEY Thomas I. "The endogenous money supply : consensus and disagreement", *Journal of Post Keynesian Economics*, printemps 1991, vol. 13, n° 3, pp. 397-403.

POLLIN Robert, "Two theories of money supply endogeneity : some empirical evidence", *Journal of Post Keynesian Economics*, printemps 1991, vol. 13, n°3, pp. 366-396.

SILBER W. L., "Towards a theory of Financial Innovation", *American Economic Review*, mai 1983.

STIGLITZ Joseph et WEISS Andrew, "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, 71, juin 1981, pp. 393-410.

WOJNOWER Albert M., "Private credit demand supply, and crunches - How different are the 1980's ?", *American Economic Review*, vol. 75, n° 2, mai 1985.

WOLFSON Martin H., *Financial Crises : Understanding the Postwar U.S. Experience*, M.E. Sharpe, Armonk, New York, 1986.