

UNIVERSITE LUMIERE LYON 2  
THESE DE DOCTORAT EN SCIENCES ECONOMIQUES

***ORDRES PRODUCTIFS ET INSTABILITE  
DES MODES DE FINANCEMENT***

PRESENTEE ET SOUTENUE PUBLIQUEMENT PAR  
**JACQUES CHASSAING**  
LE 29 SEPTEMBRE 2004  
SOUS LA DIRECTION DE M. LE PROFESSEUR RENE SANDRETTO

MEMBRES DU JURY M. Pierre DOCKES Professeur à l'universite lumiere lyon 2 M. Michel LELART  
Professeur à l'universite d'orleans, Rapporteur M. Louis REBOUD Professeur a l'université Grenoble  
2, Rapporteur M. René SANDRETTO Professeur à l'universite lumiere lyon 2, Directeur de these



# Table des matières

<b>RESUME .</b>	<b>1</b>
<b>Mots-Clefs . .</b>	<b>3</b>
<b>SUMMARY . .</b>	<b>5</b>
<b>KEYWORDS .</b>	<b>7</b>
<b>Remerciements . .</b>	<b>9</b>
<b>INTRODUCTION GENERALE . .</b>	<b>11</b>
<b>PREMIERE PARTIE : NATURE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LES ORDRES PRODUCTIFS CORPORATIFS ET MARCHANDS : . .</b>	<b>19</b>
INTRODUCTION .	19
CHAPITRE I : L'ORDRE PRODUCTIF CORPORATIF ET SA FRAGILITE FINANCIERE . .	22
1 - L'ESPACE ECONOMIQUE COMME LIEU DE STABILITE FINANCIERE . .	23
2- L'ARTICULATION ENTRE LES SPHERES ECONOMIQUE ET POLITIQUE, CONDITION D'ENRICHISSEMENT MAIS FACTEUR DE FRAGILITE FINANCIERE : .	38
-3- UNE CONSEQUENCE DE LA FRAGILITE FINANCIERE MEDIEVALE : LA « CRISE FLORENTINE » (1339-1346) : .	47
CONCLUSION : LA DOUBLE-CONTRAINTE FINANCIERE MEDIEVALE ET LA CRISE FLORENTINE .	62
CHAPITRE II : LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME MARCHAND. .	64
1 - L'ORDRE PRODUCTIF DU CAPITALISME MARCHAND, LA BOURSE ET LA NATURE COMPLEXE DE LA FRAGILITE FINANCIERE .	68
-2- LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LE MODELE DE BOURSE COMMERCIALE TRADITIONNELLE : .	86
-3- LA FRAGILITE DANS LE MODELE DE MARCHE FINANCIER EN FORMATION : . .	110
CONCLUSION: LA FRAGILITE FINANCIERE COMPLEXE DU CAPITALISME MARCHAND ET SA STRUCTURE DE DOUBLE-CONTRAINTE . .	143
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE DES FORMES VARIEES MAIS UNE MÊME NATURE DE LA FRAGILITE FINANCIERE .	145
<b>DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE . .</b>	<b>149</b>

INTRODUCTION . .	149
CHAPITRE I CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT ET NOUVEAU MODE DE FINANCEMENT DE L'ACTIVITE .	154
1- BANQUES SPECIALISEES ET REVOLUTION INDUSTRIELLE : LA SPECIFICITE ANGLAISE .	155
2- «BANKS FIRST, STOCK MARKETS LATER », UNE APPROCHE EN TERME D'ASYMETRIES D'INFORMATION . .	164
3- LE FINANCEMENT D'UNE REVOLUTION INDUSTRIELLE TARDIVE : L'EXEMPLE ALLEMAND . .	175
4 - LA BANQUE UNIVERSELLE COMME INSTANCE DE RESOLUTION DES DEFAUTS DE COORDINATION . .	179
5- CROISSANCE ECONOMIQUE ET FINANCEMENT DU « MIRACLE ASIATIQUE » .	185
CONCLUSION : LES FORMES DE FINANCEMENT DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT .	197
CHAPITRE II LA FRAGILITE BANCAIRE COMME FORME DOMINANTE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME EMERGENT CONTEMPORAIN .	199
1 - L'INTERMEDIATION BANCAIRE COMME CADRE D'UNE RELATION PRINCIPAL - AGENT .	200
2- LE SYSTEME DE FINANCEMENT DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT EN ASIE DU SUD-EST, SOURCE D'ASYMETRIES D'INFORMATION ET VECTEUR DE «HASARD MORAL » . .	203
3 - ENDETTEMENT BANCAIRE, SURINVESTISSEMENT ET HASARD MORAL : LE MODELE DE CORSETTI, PESENTI ET ROUBINI <sup>440</sup> .	230
5- REFLEXION SUR L'ORIGINE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT CONTEMPORAIN .	233
6- LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT CONTEMPORAIN ET LE MECANISME DE CONTAGION . .	252
CONCLUSION : NATURE DE LA FRAGILITE BANCAIRE DU CAPITALISME EMERGENT CONTEMPORAIN .	259
CHAPITRE III LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT EN OCCIDENT .	260
1 - LES INDICATEURS DE LA FRAGILITE FINANCIERE A L'EPOQUE DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT CLASSIQUE <sup>501</sup> : .	261

<sup>440</sup> **Corsetti.G, Pesenti.P, Roubini.N** : « Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis » Federal Reserve Board of New York. Octobre 1998. P 36.

<sup>501</sup> Nous entendons par « classique », le capitalisme productif occidental de la fin du XVII<sup>e</sup> (Grande-Bretagne) à la fin du XIX<sup>e</sup> (Etats-Unis, Allemagne) c'est à dire l'époque correspondant, pour ces pays, à leur phase de révolution industrielle.

2- LE DEBAT SUR LES FONDEMENTS THEORIQUES DE LA FRAGILITE BANCAIRE DANS LE CAS DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT CLASSIQUE .	268
3- LES ANALYSES DE LA FRAGILITE BANCAIRE A L'EPREUVE D'UNE EMERGENCE DU CAPITALISME PRODUCTIF : LE CAS AMERICAIN <sup>533</sup> .	277
4- LA STRUCTURE ET LA REGLE COMME ELEMENTS D'EVALUATION DU DEGRE DE FRAGILITE FINANCIERE .	290
5-L'INTERVENTION FINANCIERE DE LA COLLECTIVITE CONDITIONNE LE DEGRE DE FRAGILITE BANCAIRE LORS DE L'EMERGENCE DU CAPITALISME OCCIDENTAL .	308
CONCLUSION : NATURE DE LA FRAGILITE BANCAIRE DU CAPITALISME EMERGENT « CLASSIQUE » . .	317
CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE: SPECIFICITE DE LA FRAGILITE FINANCIERE AUX DIFFERENTES EPOQUES D'EMERGENCE DU CAPITALISME PRODUCTIF: .	318
<b>TROISIEME PARTIE DUALITE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LE CAPITALISME PRODUCTIF DE MATURITE . .</b>	<b>323</b>
INTRODUCTION . .	323
CHAPITRE I LE FINANCEMENT DU CAPITALISME DE MATURITE . .	327
1 - LA MONTEE DU FINANCEMENT DE MARCHE, SES CONDITIONS ET SES LIMITES : . .	328
2- LA DUALITE FINANCIERE DU CAPITALISME DE MATURITE SUR LE PLAN THEORIQUE : .	352
CONCLUSION : DES MODES DE FINANCEMENT AUX TYPES DE FRAGILITE FINANCIERE : . .	371
CHAPITRE II LA FRAGILITE D'INTERMEDIATION DE CREDIT DANS LE PROCESSUS DE DEVELOPPEMENT DU CAPITALISME MATURE . .	374
1- A L'ORIGINE DE LA FRAGILITE FINANCIERE JAPONAISE : FINANCEMENT BANCAIRE TRADITIONNEL ET DEREGULATION .	375
REFLEXION SUR LA DOUBLE FRAGILITE BANCAIRE DU CAPITALISME MATURE JAPONAIS. .	391
3- LE CARACTERE BANCAIRE DE LA FRAGILITE DU CAPITALISME DE MATURITE EST-IL UNE SPECIFICITE JAPONAISE ? .	418
CONCLUSION : LA DOUBLE-CONTRAINTE FINANCIERE DU CAPITALISME DE MATURITE AXE SUR LA BANQUE .	426
CHAPITRE III L'INTERMEDIATION DE MARCHE SOURCE MAJEURE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME DE MATURITE .	427

<sup>533</sup> La période de la « National Banking Area », entre 1863 et 1914, est ici plus spécialement développée puisqu'elle correspond à une phase importante de l'émergence d'un capitalisme industriel aux Etats-Unis.

1- LA THEORIE DE L'EFFICIENCE DES MARCHES FINANCIERS COMME ANTINOMIE DU CONCEPT DE FRAGILITE FINANCIERE .	428
2- L'HYPOTHESE DE FRAGILITE DU MARCHE FINANCIER ET L'ANALYSE EMPIRIQUE : . .	436
4-LA FRAGILITE DE MARCHE A L'ORIGINE DES CRISES FINANCIERES DE 1929 ET DE 1987 .	467
CONCLUSION DE LA TROISIEME PARTIE MODES DE FINANCEMENT DU CAPITALISME MATURE ET FRAGILITE FINANCIERE .	485
<b>CONCLUSION GENERALE FORMES ET NATURE DE LA FRAGILITE FINANCIERE . .</b>	<b>489</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE . .</b>	<b>497</b>
A .	497
B .	498
C .	501
D .	503
E .	505
F .	505
G .	506
H .	508
I,J .	509
K .	510
L .	511
M . .	512
N .	514
O,P,Q .	515
R .	516
S .	517
T,U .	519
V,W,Z .	519

---

## RESUME

### Ordres productifs et instabilité des modes financement La fragilité financière comme double-contraite

L'objectif de la thèse est, en premier lieu, d'évaluer les relations spécifiques qu'entretiennent les formes de la fragilité financière avec l'ordre productif dans laquelle elles se développent. En second lieu, il s'agit de montrer qu'en dépit de la diversité de ses formes, la nature de la fragilité financière obéit toujours à une structure de double-contraite. La thèse se compose de trois parties. La première partie analyse la fragilité financière de l'ordre productif corporatif qui apparaît comme la résultante d'un système de réciprocité entre l'espace économique, lieu de stabilité financière dominé par le marchand-banquier et un espace politique précaire. Leur articulation à la fois obligée et source d'opposition induit une instabilité financière chronique. Avec la diffusion du capitalisme commercial, de nouvelles formes de fragilité apparaissent. Celles-ci proviennent de l'espace économique lui-même. Confrontée à la croissance issue du commerce au loin, l'économie rentière de la bourse marchande doit s'ouvrir sur un espace de concurrence du marché qui se révèle pourtant un élément décisif de sa propre disparition. Dans un contexte où l'espace légal est encore incapable de limiter les asymétries d'information, l'interaction complexe entre l'espace rentier et celui du marché donne sa forme spécifique à la fragilité financière du capitalisme marchand. La seconde partie examine le financement du capitalisme industriel émergent à l'époque « classique » et contemporaine. Celui-ci engage l'économie dans les voies d'un financement bancaire efficace par ses capacités d'expérimentation, de réduction d'incertitude et de coordination. Cependant, l'absence d'un système légal efficient et l'existence de garanties implicites ou explicites orientent, nécessairement, les banques vers une relation financière entachée de hasard moral. Celui-ci constitue la source d'une fragilité de l'intermédiation de crédit « côté passif » qui induit des processus de paniques bancaires. La troisième partie interprète la fragilité financière du capitalisme de maturité. Celui-ci présente une dualité de ses modes de financement dont l'origine procède à la fois de la qualité des normes légales et institutionnelles mais aussi de la conjoncture historique. Lorsque le financement est dominé par l'intermédiation bancaire, le processus de croissance provoque un phénomène de sélection adverse débouchant sur l'apparition d'une double fragilité de l'intermédiation de crédit « côté actif » à la source de crises bancaires. Lorsque le financement de marché se développe, l'asymétrie d'information constitutive du marché financier en annonce également le déséquilibre potentiel à travers des processus de surréaction auxquels les agents répondent rationnellement en adoptant des comportements mimétiques susceptibles de générer des bulles financières endogènes. Dans chacune de ces trois parties, nous mettons en évidence la même structure de double-contraite fondant la nature de la fragilité financière et permettant de comprendre pour quelles raisons, à l'occasion d'un choc exogène, le comportement rationnel des agents peut, par effet d'agrégation, conduire à un point de rupture dont la configuration dépend des formes historiques portées par la fragilité financière.



## Mots-Clefs

Fragilité financière, Double-contrainte, Ordres productifs, Mode de financement, Intermédiation de crédit, Intermédiation de marché, Asymétries d'information.



## SUMMARY

### **Productive Orders and Financing Pattern Instability Financial Fragility as Double Bind**

The purpose of this thesis is, initially, to evaluate the specific relations that the financial fragility forms maintain with the productive orders in which they develop. In the second time, it is a question of showing that in spite diversity of its forms, the financial fragility nature always obeys a structuring like double bind. The thesis is composed of three parts. The first part analyzes the corporative productive order financial fragility that seems the resultant of a reciprocity system between the economic area, place of financial stability dominated by the merchant-banker and a precarious political area. Their articulation, at the same time obliged and source of opposition, induce a chronic financial instability. With the diffusion of commercial capitalism, new forms of fragility appear. Those come from the economic area itself. Confronted with the growth resulting from the merchant revolution, the rentier economy of the commercial stock exchange must open on a competition and market area, which however appears a mortal danger to it. In a context where legal institutions are still unable to limit informational asymmetry, the complex interaction between rentier area and that of the market give its specific form to the financial fragility of commercial capitalism. The second part examines the financing of emergent industrial capitalism at the time "traditional" and contemporary. This one engages the economy in the ways of an efficient banking financing by its capacities of experimentation, of reduction of uncertainty and coordination. However, the absence of an efficient legal system and the existence of implicit or explicit guarantees direct, necessarily, the banks towards a financial relation sullied with moral hazard constituting the source of a "liabilities side" credit intermediation fragility, which induces processes of panics banking. The third part will interpret the financial fragility of the maturity capitalism. This one presents a duality of its financing patterns whose origin proceeds at the same time of the quality of the legal and institutional standards but also of the historical economic situation. When the financing is dominated by the banking intermediation, the process of growth causes an adverse selection phenomenon leading to the appearance of a double fragility of the "assets side" credit intermediation, source of banking crises. When the market financing develops, the informational asymmetry constitutive of the financial market also announce potential imbalance through processes of surreaction to which agents answer rationally by adopting mimetic behaviors likely to generate endogenous financial bubbles. In each one of these parts, we highlight the same structure of double bind melting the nature of the financial fragility and allowing to understand for which reasons, at the time of an exogenic shock, the rational behavior of the agents can, by aggregation effect, lead to a breaking off whose configuration depends on the historical forms carried by financial fragility.



## KEYWORDS

Financial Fragility, Double Bind, Productive Orders, Financing Pattern, Banking Intermediation, Market Intermediation, Informational Asymmetry.



## Remerciements

**Je tiens tout d'abord à remercier M. le Professeur René Sandretto pour les précieuses orientations de recherche qu'il a apporté à mon travail, pour les encouragements toujours très utiles au long de ces années, mais aussi pour sa compréhension et sa patience lorsque les délais de production que je me fixais à moi-même pouvaient être dépassés.**

Je voudrais également remercier M. le Doyen A.Tiran pour ses conseils, ses suggestions et ses encouragements. Les critiques que M. J.P.Allégret et M. B.Courbis ont apportées à la première partie de cette thèse m'ont permis d'approfondir et de remanier bien des aspects importants. Qu'ils en soient ici remerciés.

Je souhaiterais ne pas oublier l'ensemble des enseignants du DEA « Monnaie, Banque, Financement » de l'Université Lumière Lyon 2 qui ont compris que ma situation d'étudiant quelque peu plus âgé que les autres ainsi que mes engagements professionnels et familiaux pouvaient parfois rendre complexe le suivi de cette formation. Ils ont toujours su y répondre avec beaucoup de gentillesse et d'attention. Cela est d'autant plus vrai pour le secrétariat de 3<sup>o</sup> cycle dont j'ai pu souvent bénéficier de la compétence et du dévouement.

Enfin, je voudrais remercier M. A.Egoux de la société Audiens, son désintéressement, sa générosité et ses prouesses techniques. Sans sa compétence, il est à craindre que le fruit de ces années de travail auraient été irrémédiablement perdu.



# INTRODUCTION GENERALE

Notre réflexion procède d'une interrogation –qui fut celle d'une génération- sur le caractère instable du capitalisme. Dans une première étape de ma formation, cette instabilité semblait obéir à des lois historiques bien définies et provenir du processus productif lui-même. Permettant de construisant un cadre cohérent pour comprendre la dynamique heurtée de la croissance capitaliste, l'idée d'instabilité n'offrait d'autres possibilités, à ce système productif, que celles de crises sans cesse croissantes.

Il semble, cependant, que les types de régulation mis en œuvre à l'époque contemporaine sont autant de ressources pour limiter –sinon éliminer- ce type d'instabilité. Par contre, la tendance du capital à devenir, pour lui-même, son propre objet d'échange, à se transformer en métacapitalisme, laisse ouverte la possibilité d'une forme d'instabilité spécifique, cette fois sur le plan financier.

Le retour des crises financières dès la fin des années 80, frappant aussi bien les capitalismes émergents que les capitalismes de maturité, a rendu cette hypothèse plausible et réactualisé cette vieille idée.

Comme tout système organisé, le capitalisme souffre d'entropie et les difficultés propres à son mode de financement pourraient bien y jouer un rôle majeur.

Cette interrogation m'a alors amené à considérer la fragilité financière, en tant que concept porteur d'une historicité, c'est-à-dire comme un facteur d'instabilité propre, non pas seulement au capitalisme dans ses différentes époques, mais également à l'ensemble des systèmes économiques qui le précèdent.

\*Dès lors, vouloir réfléchir sur le concept de fragilité des modes de financement doit s'envisager sous un double aspect, à la fois économique et historique.

Car, bien souvent, l'analyse économique –et pas seulement sous sa forme orthodoxe- privilégie les phénomènes de convergence, les mécanismes de retour à l'équilibre –spontanés ou pas-. Sans être ignorée, la fragilité financière est rarement au centre des théories majeures <sup>1</sup>.

Par opposition, l'analyse historique dévoile les ruptures, les discontinuités. En un sens, la fragilité est la substance même de l'histoire financière ; elle lui donne une part de sa dynamique.

Il s'agit donc, ici, d'envisager la fragilité financière comme un objet de recherche, à la fois sous l'angle de la diversité de ses formes historiques et spatiales, mais aussi dans ce qui fonde sa nature, son unité, c'est-à-dire ce qu'elle contient d'invariant en tant que concept.

Etudier la fragilité financière dans sa diversité impose, d'abord, de la placer dans un contexte historique construit. Il apparaît par conséquent nécessaire de choisir une périodisation adaptée. Celle-ci doit intégrer le caractère dynamique qu'il faut donner à l'analyse; il est donc souhaitable d'éviter une périodisation où chaque étape est étudiée pour elle-même et de manière quasi indépendante de celle qui suit comme de celle qui précède.

Dans l'ancien, le nouveau est déjà en œuvre et nous aurons l'occasion de montrer, à cet égard, que, dans ce mouvement, la fragilité financière joue son rôle, parfois mineur, mais souvent central.

Il faut également éviter une périodisation obéissant à une détermination téléologique qui ferait de la fragilité financière un élément historique nécessaire au dépassement de l'ordre ancien.

Le concept d'ordre productif en intégrant les rythmes historiques sans leur donner une orientation définitive, semble le plus adapté à notre projet. Il se définit <sup>2</sup> comme désignant,

**«... la cohérence relative d'un système économique avec ses caractéristiques techniques, les formes prises par la division du travail et les rapports sociaux (le mode d'accumulation du capital) et ses procédures de « gouvernance », la régulation pouvant se faire par le marché ou supposer une organisation de type corporatiste ou/et par l'intervention de l'Etat ».**

**Bien entendu, nous nous approprierons cet outil sans perdre de vue la perspective d'établir la diversité du phénomène de fragilité financière. Il faudra donc l'interpréter sous cet angle de vue <sup>3</sup>.**

---

<sup>1</sup> Avec la notable exception de la Théorie Générale et de son célèbre Chapitre 12 (P 159-176). **Keynes.J.M** : " Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie » Petite Bibliothèque Payot. 1971. P 387 et de Marx avec la notion de crédit fictif : **Marx.K, Engels.F** : « La crise » Recueil et notes de R .Dangeville. Edition 10-18. 1978. P 201.

<sup>2</sup> **Dockés.P** : « Ordre et désordres dans l'économie-monde ». PUF. Collection Quadrige. Mai 2002. P 83.

De plus, nous devons l'utiliser dans une acception étendue qui se rapporte à la fois aux capitalismes mais également aux époques le précédant.

- C'est le cas pour l'ère médiévale, dont l'espace économique, solidement ancré dans la production de la rente ne laisse aucune place au « marché autorégulateur », avec ses rapports sociaux fortement communautaires, une domination de la rationalité traditionnelle en valeur<sup>4</sup> et sa régulation fondée sur une organisation en guildes autour de la foire comme lieu de transaction majeur.

**Il assure une stabilité des relations productives et financières dans un environnement politique tourmenté. Nous considérerons cette étape comme un « ordre productif corporatif ».**

Nous nous efforcerons de comprendre la fragilité financière comme résultante de l'interaction d'un espace économique stable mais non autonome et d'un espace politique instable mais dominant.

- A partir du XVI<sup>e</sup> siècle, un nouvel ordre productif se déploie, celui du capitalisme marchand jouant sur « *les différentiels de valeur dans l'espace et de temps* »<sup>5</sup>. Face à l'économie de rente toujours vivace, construite sur le monopole des compagnies et la bourse traditionnelle, commence à naître une autre forme de rationalité et avec elle, un marché embryonnaire qui tend, sans vraiment y parvenir, à s'émanciper de la vieille économie encore largement marquée par l'ère médiévale.

**En matière de fragilité financière, nous chercherons à faire apparaître deux configurations qui rendent compte du long processus d'opposition et de complémentarité entre bourses marchandes et marchés naissants et dont les ruptures présentes de notables différences.**

- Il faut attendre la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle pour voir naître le capitalisme productif. Cette émergence ne se produit pas de manière linéaire. Elle est multiforme dans le temps comme dans l'espace.

**D'abord, dans un processus concurrentiel puis libéral en Grande-Bretagne, elle se poursuit sous une forme largement monopoliste dans les capitalismes tardifs comme en Allemagne et au Japon à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et en Asie du Sud-Est à la fin du XX<sup>e</sup> siècle.**

Ici, un nouvel ordre productif, c'est aussi un nouveau mode de financement, celui du crédit bancaire. Nous nous efforcerons de valider l'hypothèse selon laquelle aucune

<sup>3</sup> C'est-à-dire en choisissant d'accentuer certains de ses aspects comme les procédures de gouvernance ou les rapports sociaux et l'accumulation de capitaux, au détriment d'autres (les caractéristiques techniques ou les formes prises par la division du travail), d'information qui pèsent sur cette étape de développement.

<sup>4</sup> Au sens de Max Weber, rationalité en valeur (*wertrational*) s'oppose à la rationalité en finalité (*zweckrational*) in Weber M. « Economie et Société » (1922) Tome II, L'organisation et les nuances de la société dans leurs rapports à l'économie. Collection Agora. Plon. 1995.

<sup>5</sup> **Dockés.P** : Op.Cité P 82.

répond efficacement aux défauts de coordination.

Il s'agira alors de montrer que les crises financières propres à cette phase permettent de lire la fragilité financière du capitalisme productif émergent comme une fragilité du passif bancaire.

La phase de maturité du capitalisme productif présente de réelles difficultés quant à sa périodisation sur le plan financier. Deux tendances sont pourtant clairement à l'œuvre.

D'un côté, l'amélioration du système légal, la capacité de la puissance publique d'en assurer l'application en permettant de réduire les asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs, favorise le développement du financement de marché au détriment du financement bancaire.

D'un autre côté, l'instabilité de ce financement qui culmine dans la « **Grande Dépression** », puis la Seconde Guerre Mondiale, oblige le financement de l'activité à retrouver le chemin du crédit bancaire dans le cadre d'une économie administrée.

Cependant, le processus de croissance, en limitant la rente bancaire, finit par contribuer à un retour du financement de marché.

En définitive, l'hypothèse adoptée ici, c'est que le capitalisme de maturité, selon qu'il adopte une forme administrée ou « néocapitaliste » présente une double fragilité financière.

Lorsque le financement par intermédiation bancaire domine, il se trouve progressivement remis en cause et son passage à une intermédiation de marché s'accompagne d'une fragilité bancaire qui, compte tenu du mode de régulation en vigueur, s'exprime sur l'actif bancaire.

Par contre, le plein développement du financement par le marché se heurte au problème non résolu des asymétries d'information qui alimente une fragilité de marché dont l'expression se constitue autour des phénomènes de surréaction du prix par rapport à la valeur de l'actif financier.

C'est donc bien à un « **balancement historique** » que nous convie la fragilité financière propre au capitalisme de maturité.

\*Mais, n'est-on pas en présence à travers ce cas particulier d'un phénomène beaucoup plus général ? Ne peut-on pas interpréter l'évolution de la succession des ordres productifs, dès lors que l'on adopte un angle financier, comme une relation complexe faite de complémentarités mais souvent d'oppositions entre le marché et l'organisation ?

Le passage de l'ordre productif médiéval au capitalisme marchand ne peut-il pas être lu sous cet éclairage ? La vieille organisation rentière combat –souvent- mais use –parfois- d'un marché rudimentaire, chaotique, vite disparu mais toujours renaissant.

Paradoxalement, l'émergence du capitalisme productif apparaît, du point de vue financier, comme l'époque où l'organisation financière domine à travers l'institution bancaire et parfois le rôle déterminant de l'Etat. C'est que le marché, en plein

bouillonnement ailleurs, n'a pas encore sa place dès qu'il s'agit de financement. Tout se passe comme si la leçon des périodes précédentes –celles des flamboyances financières du capitalisme marchand de l'époque baroque- avait été méditée.

Quand le capitalisme parvient à sa maturité, le même mouvement, comme nous venons de le voir, se reproduit. De manière générale, il semble bien que ce soit la renaissance périodique du métacapitalisme -ce marché du capital clos sur le capital lui-même- qui donne le ton à l'ensemble du processus.

C'est un phénomène ancien car la « **Nouvelle Economie** » encadrée par la prééminence des marchés financiers n'est, bien sûr, pas si nouvelle que cela. Il faut lire Joseph De La Vega <sup>6</sup> - en 1688- pour s'en convaincre :

**« Le prix des actions est de 580 : je pense qu'il va augmenter compte tenu de ce que l'on attend des Indes grâce aux bonnes transactions de la Compagnie, au prestige de ses marchandises, aux perspectives de dividendes et à la paix en Europe. Cependant, je décide de ne pas acheter d'actions par peur de perdre et parce que je n'aimerais pas me sentir mal si mes calculs s'avéraient erronés. Par conséquent, je me dirige vers quelques personnes disposées à me vendre des options et je leur demande quelle prime ils offrent en contrepartie de l'obligation de me livrer à un prix de 600. Nous nous mîmes d'accord sur le montant de la prime, je transférai les fonds requis à la Banque. J'étais sûr maintenant que je ne pouvais perdre plus que la prime. Je gagnerais dans le cas où le prix augmenterait au-dessus de 600. »**

A travers ce rythme historique, on sent bien que le marché financier constitue un élément de dynamisme incomparable pour l'ensemble des ordres productifs mais que, dans le même temps, du fait de sa fragilité intrinsèque, son aspect potentiellement destructeur pour la société doit être systématiquement régulé.

\* Ce premier objectif consistant à éclairer les formes de la fragilité financière, en fonction des ordres productifs dans lesquels elle se révèle, exige de dépasser la complexité en adoptant une représentation « stylisée » c'est-à-dire un modèle heuristique au sens où l'est l'idéal-type wébérien, c'est à dire une « **construction épurée qui permettra de faire le lien entre des observations empiriques et la perspective théorique** » <sup>7</sup> .

Pour cette raison, certains aspects, pourtant remarquables, ne seront abordés qu'incidemment dans cette recherche, non pour leur manque d'importance, mais parce que l'analyse privilégie un angle de vue qui nous oblige à « **sélectionner et accentuer**

<sup>6</sup> « El precio de las acciones es 580: pienso que va a subir por las cargas que se esperan de la India por los buenos negocios de la Compañia por el prestigio de ssu mercancías, por las perspectivas de dividendos, y por la paz en europa. Sin embargo, decido no comprar acciones por miedo a una pérdida y poe que no me quiero sentir mal si mis calculos son érronéos. Por lo tantome dirijo a las personas que estan dispuestas a tomar opciones y le pregunto qué prime piden por la obligacion de entregar acciones a un precio de 600. Me pongo de acuerdo respeto a la prima, trasfiero los fondos requeridos por medio de Banco, y luego estoy seguro que es imposible perder mas que la prima. Yo ganaré el monto total por el cual el precio suba arriba de 600."In **De La Vega. J** : « Confusion de las Confusiones » Editorial Martin.S.Fridson. John.Wiley&Sons. Inc. 1996. P 156.

<sup>7</sup> **Etienne.J** : « **Dictionnaire de Sociologie** ». Collection « **Initial** ». Hatier. 1997.

**les traits les plus significatifs des situations observées** <sup>8</sup> » en fonction de notre objectif.

C'est le cas de la monnaie ou plutôt de la liquidité. Elle est rarement abordée en tant que telle, elle est pourtant implicitement toujours présente. En effet, derrière l'acte financier, elle est présente, dans tous les ordres productifs que nous étudierons.

Preuve en est le savoureux échange des « **First dialogues on the rise and decline of Flora** » <sup>9</sup> où la liquidité est absente... dans un silence « **assourdissant** » :

- Waermond : "Well, that's a big profit. Have you already received it ?"
- Gaergoedt : "Not I, but have the people's writing."

Dans notre recherche, le propos relatif à la fragilité financière porte non sur l'exigence de liquidité mais sur les mécanismes fondant qu'elle puisse à un certain moment être exigée <sup>10</sup> . Il ne s'agit pas de constater l'apparente naïveté de ce pauvre Gaergoedt, mais plutôt d'exprimer les raisons pour lesquelles il pourrait bien avoir tort.

C'est aussi le cas du caractère international des phénomènes financiers. L'analyse des ruptures financières laisse presque toujours apparaître une dimension internationale des processus de fragilité y compris dans des périodes qui semblent bien éloignées de la globalisation financière.

Pourtant, il nous a semblé justifié de ne pas l'évoquer en tant que tel, quoique néanmoins implicitement, dans la mesure où l'opposition à laquelle nous procédons entre organisation et marché implique à travers la seconde notion toutes ses formes possibles, dont la dimension globalisée. Evoquer cet aspect aurait, certes, donné plus de précision à notre propos, elle ne l'aurait, cependant, pas modifié qualitativement.

\* Si la fragilité financière offre une importante diversité selon les ordres productifs où elle se développe, elle présente cependant une structure permanente et par conséquent commune à toutes les périodes évoquées. Ce sera le second objectif de ce travail que de montrer en quoi réside ce caractère unitaire du processus de fragilité financière.

Pour construire cette réflexion, nous ferons l'hypothèse de rationalité des agents <sup>11</sup> , non que la dimension « irrationnelle » ne soit pas présente dans la plupart des crises. Mais elle n'est pas nécessaire pour démontrer le mécanisme propre aux différentes fragilités.

Si l'on admet, pour suivre C.Mackay <sup>12</sup> , la "folie des foules" comme principe

---

<sup>8</sup> Weber.M : « *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme* ». Gallimard. Collection Tel. 2004. P 531.

<sup>9</sup> Anonymous : « *First dialogues on the rise and decline of Flora* » Amsterdam. 1637.

<sup>10</sup> Pour une raison identique les crises monétaires ne seront pas abordées.

<sup>11</sup> Au sens, comme nous verrons plus loin, d'une rationalité limitée. Cf infra troisième partie. Chapitre I.

<sup>12</sup> Mackay C: « *Extraordinary Popular Disillusions and the Madness of Crowds* » London. Office of the National Illustrated Library. 1852. First published 1841.

générateur de la crise financière, il devient possible en apparence de donner une explication unitaire et même universelle à ce phénomène. Construire un raisonnement sur cette base c'est pourtant risquer, en expliquant tout, de ne pas percevoir l'essentiel.

Le dénominateur commun à cette fragilité (comme à toutes les crises financières qui la prolongent) est ici pour reprendre l'expression de J.K Galbraith <sup>13</sup>, la possibilité d'une « **fuite collective hors du réel** ». Il est probable que l'on pourrait trouver la même frénésie dans la recherche d'information, les mêmes processus d'anticipation et les mêmes comportements mimétiques chez le notable florentin de 1342, le "fleuriste" d'Amsterdam en 1637 ou le courtier de Wall Street en 1987.

Mais des aspects fondamentaux ne trouvent pas ici d'explication. Pour prendre un exemple, une telle démarche ne peut éclairer le fait que les formes de la fragilité, puis de la crise financière, diffèrent largement selon que l'on se place antérieurement ou postérieurement au milieu du XVIII<sup>e</sup> siècle.

Partant de là, nous nous efforcerons de montrer que, dans chaque ordre productif, la fragilité financière se constitue structurellement comme double-contrainte <sup>14</sup>.

Ce concept venu, originellement de l'anthropologie <sup>15</sup> exprime un système de communication paradoxale que l'on peut définir ainsi :

**« Une double-contrainte se fonde sur une injonction paradoxale, c'est-à-dire deux propositions incompatibles passant par des niveaux de communications différents et dans un cadre dont on ne peut s'échapper ».**

Peu utilisé dans le domaine économique <sup>16</sup>, il semble pourtant pertinent lorsqu'il s'agit de comprendre pour quelles raisons des individus, observant une attitude rationnelle, peuvent se trouver placés dans une alternative dont ils connaissent les conséquences irrationnelles du point de vue collectif mais, dont ils ne peuvent pas s'abstraire.

Le fait de construire une réflexion autour de la fragilité financière structurée comme une double-contrainte présente donc l'intérêt d'utiliser ce concept sans remettre en cause l'hypothèse de rationalité.

D'autre part, cette démarche permet d'endogénéiser la fragilité financière. Il faut réussir pour cela à en établir le contexte structurant, issu du fonctionnement de l'ordre productif afin de montrer ensuite en quoi celui-ci conduit les acteurs vers une inévitable injonction paradoxale.

Cette analyse ne rend cependant compte que de la possibilité de crises et non de leur caractère effectif. Pour cela, l'existence de chocs exogènes reste un facteur causal

<sup>13</sup> **Galbraith J.K.** : « Brève histoire de l'euphorie financière ».Edition du Seuil. Paris. Janvier 1992. P 19.

<sup>14</sup> Ou « double bind ».

<sup>15</sup> **Bateson.Grégory** :« La cérémonie du naven : les problèmes posés par la description sous trois rapports d'une tribu de Nouvelle-Guinée ». 1936. Paris : Les Ed. de Minuit : Librairie générale française, 1986

<sup>16</sup> Il demeure une notion importante dans les sciences de la communication, en sociologie et en psychiatrie avec des résultats fortement discutés – et discutables- dans ce dernier domaine.

permettant au potentiel de s'actualiser.

Dés lors que le caractère intrinsèque de la fragilité financière est démontré, il peut devenir possible d'en évaluer finalement la portée en ce qui concerne la dynamique qu'elle induit dans le fonctionnement de l'ordre productif correspondant.

Afin de répondre aux objectifs énoncés ici, nous définirons la fragilité financière comme un processus -présentant des formes historiques et spatiales déterminés- qui, résultant de la structure de double-contrainte du mode de financement des différents ordres productifs, incite des agents rationnels à adopter collectivement des comportements rendant la rupture des relations financières potentielle, sans nécessairement l'actualiser.

\* Nous présenterons le mouvement de cette fragilité financière à travers trois étapes distinctes. Dans chacune d'elles, nous adopterons la démarche méthodologique suivante :

- Nous mettrons tout d'abord en lumière le contexte structurant les modes de financement spécifique et la forme de la fragilité financière qui en découle en utilisant les ressources empiriques adaptées à l'objet d'étude (de nature purement historique pour les périodes les plus anciennes et en recourant aux résultats des tests économétriques pour les périodes les plus récentes).
- En s'appuyant sur les résultats de cette étude empirique, nous proposerons une analyse théorique des différents modes de financement en repérant l'origine de la fragilité.
- Nous nous efforcerons d'éclairer la réalité de cette fragilité à travers une réflexion sur le déroulement des phases de crises et de pré-crisis propres à chacun des ordres productifs.
- Enfin, nous conclurons en démontrant la possibilité d'interpréter la nature de la fragilité financière comme celle d'une double-contrainte financière.

# PREMIERE PARTIE : NATURE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LES ORDRES PRODUCTIFS CORPORATIFS ET MARCHANDS :

## INTRODUCTION

Analyser la fragilité financière préluant aux crises financières anciennes, c'est se confronter à de nombreux écueils. Des écueils historiques et donc documentaires bien sûr, car les sources sont parfois obscures, souvent partielles et toujours subjectives.

Mais surtout des écueils théoriques, car l'économie est une science jeune utilisant des concepts issus d'une expérience largement contemporaine et marquée de manière indélébile par la prééminence implicitement affirmée, des catégories intellectuelles propres à la rationalité des marchés concurrentiels.

Or, et c'est là le principal problème, les économies dont nous voulons étudier la fragilité financière, ne constituent pas à proprement parler des économies de marché, en ce sens que le marché sous sa forme conceptuelle ne joue pas un rôle central jusqu'au

milieu du XVIII<sup>e</sup> siècle.

Il en va de même aujourd'hui également, puisque l'idéal de marché ne s'incarne que rarement dans l'économie pratique, mais la force normative qu'il impose est néanmoins devenue dominante. Rien de tel n'est observé, ni pendant la plus grande partie de l'époque du capitalisme marchand, ni -a fortiori- pendant l'ère médiévale.

Les règles de l'économie corporative, comme celle du capitalisme marchand, organisent l'ensemble des transactions constituant une économie de rente, toujours différente d'une économie de marché, souvent opposée à son émergence.

Aussi nous abstiendrons nous, pour cette raison, d'analyser les fragilités anciennes dans l'optique des marchés parfaitement concurrentiels, admettant le schéma des comportements individuels rationnels comme une généralité historique. Il semble, en effet, périlleux d'étudier, au XXI<sup>e</sup> siècle, des processus économiques du XIV<sup>e</sup> siècle, avec des outils issus du XIX<sup>e</sup> siècle, sans prendre en compte le caractère éminemment relatif des catégories utilisées.

Les notions de marché, d'intervention de l'Etat, d'entreprise, de titre ou de rationalité recouvrent des réalités foncièrement différentes pour les époques concernant notre propos. Il faut en tenir compte en inscrivant les catégories économiques dans leur contexte historico-social. Il existe, dans les ordres productifs que nous allons étudier, des règles d'organisation particulières qui ne sauraient se conformer aux modalités de fonctionnement du marché au sens moderne du terme et dans lesquelles s'inscrit, de manière historiquement spécifique, l'ensemble des transactions.

Le parti est donc pris ici d'inscrire la fragilité financière dans son espace culturel et dans sa dimension historique

Trois données essentielles vont émerger pour donner sa forme historique à la fragilité financière du Moyen Age à l'époque du capitalisme classique.

En premier lieu, une organisation sociale va progressivement disparaître. Les vieilles communautés vont se décomposer pour faire place lentement aux sociétés, c'est à dire avant tout à un individu autonome et doué d'une rationalité en finalité.

Puis, c'est ensuite l'espace politique qui sera bouleversé. L'Etat était la chose du Prince; il deviendra de manière plus ou moins complète, service public.

Enfin, la vieille économie corporative d'abord hégémonique, puis en déclin, établira des rapports complexes avec un marché émergent sans cesse remis en cause et sans cesse renaissant.

Sur le plan financier, les foires de change médiévales d'abord, les bourses du capitalisme marchand ensuite, tenteront d'interdire -de plus en plus difficilement- l'expansion voire l'existence des marchés de titres.

Quelque soit l'ordre productif, la fragilité financière porte toujours en germe le moment où la promesse de liquidité n'est plus tenue. Elle est toujours un doute qui se concrétise dans un acte devenant collectif. En cela, il y a bien dans les décisions des acteurs, une continuité historique. Mais les formes spécifiques de cette fragilité trouvent leurs sources dans le contexte particulier à travers lesquelles elles se réalisent.

L'ère médiévale, avec son économie marchande organisée autour des foires dominées par les cités d'Italie du Nord, notamment Florence, et son espace politique toujours mouvant, s'accompagnera d'une fragilité financière pouvant s'interpréter comme un état dans lequel l'équilibre de l'espace économique doit se confronter à l'instabilité provoquée par les multiples ruptures de l'espace politique.

De manière différente, le capitalisme marchand, tourné vers le commerce au loin, développe principalement dans le Nord-Ouest de l'Europe, une économie complexe où les traits médiévaux coexistent difficilement avec des marchés embryonnaires, balbutiants et souvent remis en cause.

Des rapports conflictuels entre ces deux espaces économiques, dans lesquels l'espace politique viendra parfois s'immiscer, va naître une fragilité financière spécifique. Les formes particulières de fragilité qui résulteront de ces rapports, parce que structurées comme double-contrainte, fonderont la possibilité endogène de ruptures majeures dont les crises florentines restent emblématiques pour l'ordre productif corporatif, comme celles d'Amsterdam le sont pour l'ordre marchand.

Dans ce cadre nous adopterons la démarche suivante pour clarifier les formes et la nature de la fragilité financière de l'ordres productif corporatif et de l'ordre productif marchand :

\* Tout d'abord, en ce qui concerne l'ordre productif corporatif et afin de valider l'hypothèse selon laquelle la fragilité financière est construite comme une double contrainte issue d'une structure de réciprocité entre le prince et le marchand-banquier, nous adopterons une démarche en trois étapes :

- Nous commencerons par expliciter les causes de la remarquable stabilité de l'espace économique corporatif.
- Puis, nous réfléchirons sur la relation nécessairement ambiguë que cet espace entretient avec le politique en montrant que les conditions d'enrichissement du marchand-banquier procède d'une interaction avec l'espace du pouvoir dont la conséquence inévitable est la constitution d'une structure de double-contrainte financière.
- Dès lors, afin de valider cette hypothèse, nous analyserons la crise médiévale florentine en éclairant le jeu de la fragilité financière spécifique dans l'émergence de cette rupture.

\* Ensuite, pour ce qui est de l'ordre productif du capitalisme marchand, nous émettrons l'hypothèse que sa fragilité financière spécifique provient de l'espace économique lui-même et plus précisément de l'opposition/complémentarité entre l'ancien mode de financement qui ne peut plus fonctionner comme avant et un nouvel espace, celui du marché qui ne parvient pas encore à s'autonomiser.

Nous organiserons notre réflexion de la manière suivante :

- Il s'agira d'abord de comprendre le changement dans les modes de financement qui accompagnent le passage d'un ordre productif corporatif à un ordre marchand pour

définir clairement la place des bourses de commerce.

- Il faudra montrer ensuite en quoi ces bourses sont prisonnières d'une double-contrainte qui leur enjoint à la fois de s'ouvrir au marché et dans le même temps d'empêcher l'émergence de cette institution.
- Il en résultera la proposition de deux modèles de financement selon que la bourse parvient -ou non- à contrôler les forces naissantes du marché.
- Enfin, il sera nécessaire de valider cette démarche en analysant à travers différents exemples historiques représentatifs, le fonctionnement de cette fragilité financière sous les formes et avec la nature autour desquelles nous l'avons construite comme objet de recherche.

## CHAPITRE I : L'ORDRE PRODUCTIF CORPORATIF ET SA FRAGILITE FINANCIERE

Si l'on cherche à étudier la forme que prend la fragilité financière corporative de l'époque médiévale, on ne peut éluder la spécificité des rapports sociaux qui constituent l'époque s'étendant du XII<sup>e</sup> siècle au début du XVI<sup>e</sup> siècle. Les sociétés médiévales sont certainement mal nommées car elles sont beaucoup plus des espaces communautaires que des sociétés au sens où nous l'entendons aujourd'hui.

L'individualisme, fondement des sociétés modernes n'a pas encore vu le jour, même parmi les groupes les plus proches de cet état comme le sont les marchands-banquiers. Si l'esprit corporatif domine sans conteste la vie sociale, il domine aussi l'espace économique.

Certes, la concurrence n'est pas absente, mais elle ne domine pas les rapports économiques au point de les transformer en rapport de marché : le gain, l'enrichissement passe par d'autres voies. La foire, lieu de toutes les transactions, centre de l'espace économique, est avant tout un lieu de stabilité construit autour de stratégies coopératives par les marchands-banquiers.

Mais d'autres communautés ne sont encore qu'à l'état d'ébauche, ce sont les communautés nationales. Partout les territoires sont incertains, l'espace politique improbable, fuyant, toujours remis en cause. C'est ici la grande histoire des souverains, celle des stratégies compétitives qui s'élaborent, des conflits qui éclatent et des guerres qui s'éternisent.

Aussi différents soient-ils, ces deux espaces, le politique et l'économique, doivent pourtant coopérer. Cette conjonction sert l'enrichissement du maître des changes par lettres. Elle sert aussi les ambitions du monarque.

Nous ferons l'hypothèse qu'une telle jonction, construite pour le marchand banquier comme une double-contrainte, ne saurait être stable.

Elle est même porteuse de fractures entre un espace économique homogène et un

espace politique insaisissable, chacun de ces espaces s'agrègeant pour constituer le cadre d'un système de réciprocité qui oscille entre stabilité et fragilité produisant de manière inévitable les bouleversements d'où résultent des crises financières de grande ampleur.

Afin d'effectuer cette démonstration, nous nous proposons d'adopter la démarche suivante.

- Dans un premier temps, il s'agira de clarifier les raisons qui valident l'idée d'une stabilité financière de l'espace économique autour de la foire de change et de l'action du groupe corporatif des marchands-banquiers dans le cadre de l'opération de change par lettre.
- Dans un second temps, après avoir indiqué les conditions précaires d'exercice de la souveraineté propre à l'espace politique médiéval, nous montrerons qu'une double réciprocité unie le prince et le marchand-banquier. Sous l'un de ses aspects, cette réciprocité assure l'enrichissement « par Art » du marchand-banquier. Sous l'autre aspect, elle induit une inévitable fragilité financière.
- Enfin, nous efforcerons de valider cette démarche à travers l'analyse de la principale crise médiévale, celle de Florence entre 1339 et 1346, en mettant en lumière les effets de la fragilité financière à travers les séquences de la crise financière résultant du système de réciprocité reliant Princes et Marchands.

## **1 - L'ESPACE ECONOMIQUE COMME LIEU DE STABILITE FINANCIERE**

---

### **1-1- La Foire Centrale de Change, cœur de l'espace économique**

Lieu d'échange de marchandises, la Foire va se révéler progressivement lieu de développement du crédit et des instruments financiers. L'extension des premières foires européennes, les "*Foires de Champagne*", répond bien à ce processus.

Dés la fin du XII<sup>e</sup> siècle, l'accroissement de l'activité commerciale rend nécessaire la mise en place de lieux d'échange adaptés.

Pour des raisons d'ordre géopolitique, les villes de Lagny, Bar-sur-Aube, Provins, Troyes situées sur la route des flux commerciaux Pays-Bas - Italie sont choisies<sup>17</sup>. En effet, le lien de ces deux régions maritimes ne peut s'effectuer par des voies navigables, le détroit de Gibraltar étant fermé. La solution reste les voies terrestres devenues plus directes et plus sûres.

Durant la première moitié du XIII<sup>e</sup> siècle, l'essentiel du commerce intra-européen se concentre donc dans cette zone où se croisent, dès lors, les produits de l'industrie du Nord, draps de laine, toiles et ceux du commerce italien vers le Levant, épices et étoffes

---

<sup>17</sup> **Laurent.H** : « Un grand commerce d'exportation au Moyen-Age. La draperie des Pays-Bas en France et dans les pays méditerranéens (12°-15° siècles) ». Brionne, Gérard Monfort éditeur, 1978. P 37-41.

précieuses.

L'organisation commerciale, financière et juridique de la foire résulte de l'initiative des marchands qui, pour cela, vont obtenir des franchises de l'autorité publique municipale. C'est ce qui permettra à la Foire de rester largement indépendante du territoire sur laquelle elle se tient.

Au nombre de quatre à six par an, ces foires poursuivent un "mouvement circulaire", fait de transferts de marchandises et de confrontations de dettes, instaurant ainsi entre elles une succession de "dépendances réciproques" qu'il nous faut éclairer.

L'ouverture régulière (tous les deux à trois mois) d'une foire permet, bien sûr, l'achat de marchandises mais également le règlement de celui-ci à terme selon des procédures qui nécessitent la mise en œuvre d'instruments particuliers, à des échéances fixes.

Si la foire débute par la vente du drap et de l'épice, elle se clôt toujours par les "*pagamenti*" (Foire des Payements) qui mobilisent les changeurs et surtout les marchands-banquiers en vue d'exécuter leurs opérations monétaires et financières<sup>18</sup>.

L'originalité des "Payements" c'est de centraliser non seulement les échéances de la foire en question et celles des Foires précédentes, mais aussi d'opérer des transactions financières initiées sur d'autres places européennes.

Comme nous le verrons plus tard, cette fonction financière de la Foire va s'accroître et même s'autonomiser d'une manière si radicale qu'elle subsistera lors même que le déclin des Foires européennes est déjà largement amorcé.

A l'époque des Foires de Champagne, la relation entre la marchandise et le change est encore très étroite. Elle le sera encore avec les Foires de Lyon jusqu'au milieu du XIV<sup>e</sup> siècle, pour s'affaiblir avec celles de "Bisenzone" à la fin du XVI<sup>e</sup> siècle.

Quoiqu'il en soit, l'autonomie du change s'institutionnalisera à chacune de ces périodes à travers le délai séparant la fin de la foire du début des "Payements". En effet, l'organisation de la foire centrale des changes répond à un formalisme très rigide<sup>19</sup> dont on pourra mesurer l'importance lorsqu'il s'agira d'évaluer la dimension propre de la foire en terme de stabilité.

La détermination de la série des cours de change ("*il conto*") en est la procédure centrale. Pour y parvenir, la foire s'organise autour d'une temporalité et d'une structure décisionnelle immuable. Ainsi à Lyon, le premier jour est consacré aux Acceptations, le troisième aux Changes et le sixième aux Payements<sup>20</sup> :

Le jour des Acceptations, les marchands créanciers et débiteurs se réunissent autour du Consul de la nation florentine qui ouvre la réunion en acceptant les lettres de change dont il est le tiré. Chaque marchand l'imite. Dès la fin de la journée, chacun est donc à

<sup>18</sup> **Cox.O.** : « The Foundation of Capitalism ». New York. Philosophical Library. Murray.N.Rothbard Collection. 1959. P 37.

<sup>19</sup> **Bourquelot.F.** : « Etudes sur les foires de Champagne, sur la nature, l'étendue et les règles du commerce qui s'y faisait aux XII<sup>e</sup>, XIII<sup>e</sup> et XIV<sup>e</sup> siècles ». Paris, 1865. P 301-320.

<sup>20</sup> **Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L.** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 191.

même de définir sa position.

Le jour des Changes, l'assemblée, plus restreinte (seuls les Consuls des différentes nations y participent) décide la date ("*usance*") de la prochaine foire des paiements ainsi que des délais pour la présentation des lettres dans les villes sans "*usance*" fixe.

Ensuite seuls les marchands-banquiers florentins, lucquois et génois se réunissent pour coter le change, c'est à dire procéder entre eux à l'opération décisive.

Celle-ci donne lieu à un vote et non, ce qui est un élément essentiel, à une "criée". C'est cette procédure particulière qui décide de trois prix :

- le cours du Marc en monnaie de changes des places étrangères ("*le conto*") donnant ainsi la tendance directrice des nouvelles opérations de change par lettres.
- le prix du change intérieur (taux des transferts à l'intérieur du Royaume).
- Le "*deposito*" (taux de report d'une dette jusqu'à la prochaine Foire de "Payements").

Le jour des Payements, les décisions stratégiques étant prises, l'ensemble des marchands se réunit à nouveau, comme au jour des Acceptations, pour solder effectivement toutes les opérations sur lettres de change ("*souder compte avec leurs créanciers*").

Deux situations peuvent se présenter :

- Soit la compensation peut avoir lieu et l'on "*vire partie*"; il s'agit alors d'une annulation de créances réciproques ou de la substitution à un débit d'un crédit sur un tiers (uniquement sur la foire présente).
- Soit la compensation ne peut avoir lieu ; Le débiteur doit alors tenter d'obtenir de son créancier le report sur la prochaine foire de change. Il acquittera alors le "*deposito*"<sup>21</sup>

L'ensemble des opérations de compensation est évalué en Ecus de Marc puis converti en sous-tournois et enfin en espèces.

Lieu d'espace économique homogène, la Foire est aussi le lieu de coordination des acteurs financiers essentiels de l'époque médiévale : Les marchands-banquiers.

## 1-2- Les Marchands - Banquiers :

Leur caractéristique la plus remarquable en tant que groupe social, c'est leur cohésion. Celle-ci est souvent rendue possible par des liens familiaux directs ou des alliances matrimoniales.

La solution familiale, la plus courante, n'est cependant pas la seule; la pratique de la "participation" qui associe des contractants pour une seule opération éventuellement renouvelable tend également à se généraliser<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> Braudel.F. : "Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme, XV - XVIII<sup>e</sup> siècle". "Les Jeux de l'Echange" T2. A. Colin. Paris. 1979. P 72.

<sup>22</sup> Op.Cité P 127.

salariés soumis à une direction centrale autoritaire. Quant aux Médicis, tirant la leçon des faillites en chaîne florentines du XIV<sup>e</sup> siècle, ils innoveront en développant le système des filiales qu'un trait de plume suffit à rendre indépendantes. Quoiqu'il en soit, on peut noter avec F.Braudel que <sup>24</sup> :

**“ Quelle que soit la forme de l'entente et de la collaboration marchande, elle exige la fidélité, la confiance personnelle, l'exactitude, le respect des ordres donnés “.**

C'est donc à une véritable caste qu'appartiennent les marchands-banquiers avec des normes communes contraignantes, des pratiques professionnelles homogènes, une identité forte qui ne s'ouvre pas aux candidats non agréés <sup>25</sup> . C'est cette caste qui domine la Foire des Payements et nous venons de voir avec quelle incontestable autorité, elle en organise le moment central, le jour des Changes.

Cette remarquable cohésion peut se retrouver à tous les niveaux de son activité : d'abord dans la constitution des “Compagnies”, puis dans l'appartenance à une “Nation” et enfin dans la mise en œuvre de véritables réseaux financiers internationaux <sup>26</sup> .

Les Compagnies florentines à succursales multiples <sup>27</sup> en sont un bon exemple. Ce sont d'abord des sociétés en nom collectif : les associés sont donc responsables sur leurs biens propres et sans limite. D'autre part, les clauses du contrat constitutif de la compagnie indiquent la possibilité de dissolution lorsque la majorité des associés l'exige.

Cependant, au lendemain même de la dissolution, une nouvelle compagnie de raison sociale identique apparaît créée par la majorité des anciens associés. Ainsi <sup>28</sup> :

**“... se constitue pour le public, une sorte d'unique compagnie, d'apparence perpétuelle (...) c'est ce complexe de compagnies successives que le langage commun appelle la compagnie des Fescobaldi , la compagnie des Bardi, la compagnie des Alberti Antichi “.**

L'implantation européenne s'effectue le plus souvent grâce à la famille qui crée une “maison alliée”, laquelle devient correspondante de la maison mère. A partir de là, se développe <sup>29</sup> :

**“... un réseau de compagnies indépendantes enserrées dans une solidarité de fait par les liens familiaux “.**

A l'occasion des Foires, les marchands- banquiers vont s'organiser en “Nations”.

<sup>23</sup> **Schick.L** : « Un grand homme d'affaires du début du XVI<sup>e</sup> siècle : Jacob Fugger ». Paris. SEVPEN. 1957 P 323.

<sup>24</sup> **Idem**. P 127.

<sup>25</sup> **Philip. A.L** : « Histoire des faits économiques et sociaux. Aubier-Montaigne. Tome I. 1963. P 15.

<sup>26</sup> **Boyer-Xambeu.M.T, Deleplace.G, Gillard.L** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 47.

<sup>27</sup> **Renouard.Y** : "Les hommes d'affaires italiens du Moyen Age". A.Colin.Paris. 1968. P 152.

<sup>28</sup> **Idem** P 53.

<sup>29</sup> **Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 21.

S'appuyer sur un groupe national solidaire, c'est évidemment obtenir des privilèges particuliers de la part des autorités locales.

La "Nation" deviendra ainsi le médiateur obligé entre le marchand et le Prince. Les "Nations" italiennes, Florentins, Lucquois, Génois et Milanais domineront la fin de l'époque médiévale : Si elles représentent moins de 2% du nombre des marchands lors des Foires de Lyon, elles acquittent environ 80% des taxes foraines.

Profitant de l'immaturation des sociétés politiques encore en formation, les marchands-banquiers vont occuper l'espace économique européen dont ils vont homogénéiser les pratiques en développant des règles et des instruments propres à travers l'imbrication de leurs réseaux d'échange : On assiste bien, dès le XIII<sup>e</sup> siècle, à la naissance d'une véritable "**internationale de banquiers**".

Les ressources financières sur lesquelles s'appuie la puissance de l'action des compagnies consistent en deux éléments principaux, le capital social et les dépôts.

- Le capital social est constitué par les apports de chaque associé à la compagnie.
- Quant aux dépôts, ils proviennent du personnel de la compagnie mais surtout de tiers florentins et étrangers qui perçoivent une rémunération annuelle de 6 à 10 %.

Si l'on considère que les rémunérations foncières et immobilières ne dépassent pas à la même époque 5%, on mesure l'avantage de tels placements.

Nous aurons l'occasion de revenir en détail sur ces dépôts car, preuve de la puissance des compagnies, ils finiront par devenir aussi le talon d'Achille de ces "*colosses aux pieds d'argile*"<sup>30</sup>.

Dès cette époque, l'activité du marchand-banquier relève d'une double fonction, celle de changeur et celle de créancier. "*Fare il banco*" et "*fare il cambio*" sont alors synonymes. Mais ces deux fonctions ne peuvent coexister que d'une manière toute particulière. On ne doit pas oublier, en effet, les contraintes d'ordre théologique<sup>31</sup> qui pèsent sur le commerce à cette époque : l'opération de prêt à intérêt est prohibée<sup>32</sup>.

Ce sera le génie financier du marchand-banquier que de mêler le change et le crédit afin de masquer l'objet véritable de l'opération: l'intérêt. De Roover<sup>33</sup> décrit bien la structure de ce subtil subterfuge :

***"Le contrat est généralement décrit comme un prêt ou mutuum, mais conclu à titre de change (nomine cambie). Le mot seul de mutuum était destiné à attirer l'attention des théologiens comme une étoffe rouge attire le taureau. Les***

---

<sup>30</sup> **Renouard.Y.** : "Les hommes d'affaires italiens du Moyen Age". A.Colin .1968. Paris. P 157.

<sup>31</sup> **Villey.D.** : « Petite histoire des grandes doctrines économiques ». Editions Génin. 1985. P 26-33.

<sup>32</sup> Avec une certaine nuance à partir du XII<sup>e</sup> siècle cependant. cf. **Lelart.M.** : "Finance informelle et financement du développement". Aupelf- Uref. 1999. P 102.

<sup>33</sup> **De.Roover.R.** : "L'évolution de la lettre de change (XIV<sup>e</sup>-XVIII<sup>e</sup> siècles)". A.Colin.Paris .1952.

***marchands avaient intérêt à faire croire aux docteurs que le contrat de change n'était prêt qu'incidemment, qu'il avait pour but essentiel de transférer des fonds".***

Derrière le change se profilait donc le crédit, mais pour cela la mise en mouvement d'un réseau international était nécessaire. Il allait être l'agent d'un gain échappant au risque: ***"l'enrichissement par art "***.

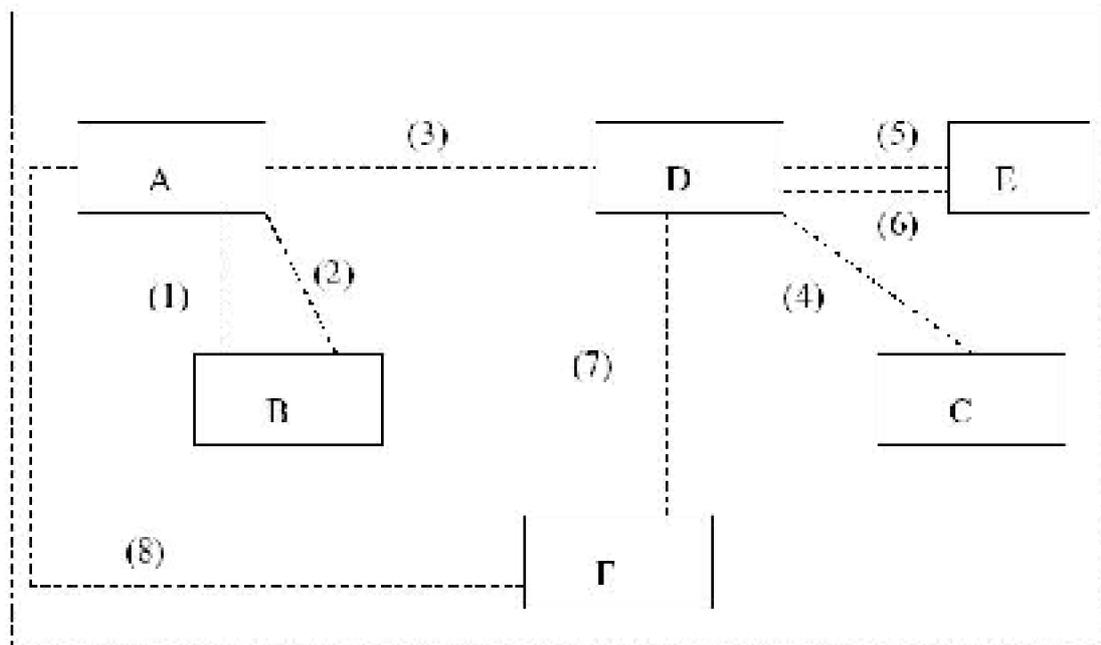
Pour comprendre ce mécanisme, il faut tout d'abord éviter de considérer chaque opération pour elle-même, mais l'intégrer à un système hiérarchisé de relations financières engendrant ce gain permanent. Fondamentalement, nous allons le voir, l'origine de l'enrichissement du marchand- banquier repose sur la supériorité structurelle du cours "certain" sur le cours "incertain".

La cotation "au certain" indique la parité d'une unité de monnaie locale avec un nombre variable d'unités de monnaie étrangère. Au contraire, la cotation "à l'incertain" exprime la parité d'une unité de monnaie étrangère avec un nombre variable d'unités de monnaie locale.

Le mécanisme est démontré par le Florentin Bernardo Davanzati <sup>34</sup> . Nous le présenterons sous forme d'un tableau commenté :

- Florence cote l'incertain soit 1 marc = 64 écus alors que Lyon cote le certain soit 1 marc = 65.5 écus. A, B et F résident à Florence. D, E et C résident à Lyon. Au départ A dispose de 64 écus à Florence qu'il souhaite transférer à Lyon au profit de E.
- A prête à B ces 64 écus (1). En contrepartie B donne à A une lettre de change sur C à Lyon (2). A envoie cette lettre de change à D (3) qui l'encaisse (4) et paie un marc d'or à E (5).
- Il reçoit (6) de E une lettre de change sur F à Florence (7) lequel paie à A 65,5 écus (8). Au total et à l'échéance A, le donneur obtient un gain de 1 écu et demi.

<sup>34</sup> Ehrenberg in Boyer-Xambeu.M.T, Deleplace.G, Gillard.L : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 245.



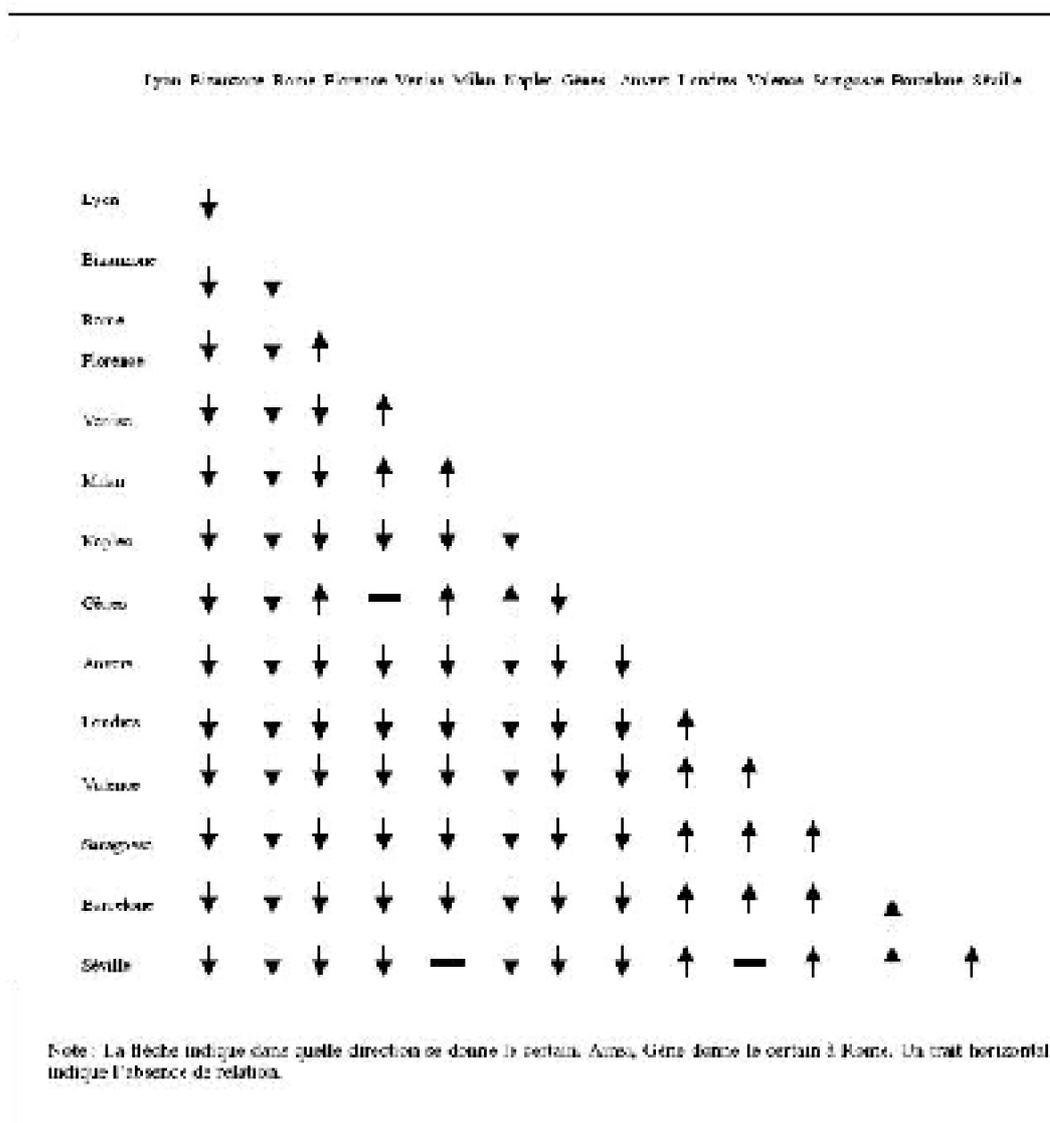
Document I : Tableau de l'opération de change " par art "

Deux conditions essentielles déterminent ce gain :

- La première c'est que le bouclage de l'opération s'effectue sans défaut, c'est à dire qu'aucun des contractants n'ait fait faillite ; nous reviendrons sur ce thème mais nous pouvons déjà souligner que la forme sociale de caste que prend le groupe des marchands-banquiers limite ce risque tant que les opérations demeurent à l'intérieur de l'organisation foraine.
- La seconde, c'est que l'enrichissement réside dans la supériorité permanente du certain sur l'incertain. Ici, le change par lettre développé par les marchands-banquiers ne doit plus être considéré seulement comme une technique mais comme un mouvement opérant dans un ensemble social et financier, structuré et hiérarchisé.

Analysant cette hiérarchisation, Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard <sup>35</sup> en propose l'ordonnancement dans le tableau suivant (Document n°II).

<sup>35</sup> **Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 174. Voir infra document II..



Document II : Hiérarchisation des taux de change au certain et à l'incertain selon les places

Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 184.

Les deux conditions étant acquises, le bailleur de fonds doit, dans cette analyse, avoir toujours un gain.

De Roover<sup>36</sup> admet de possibles pertes. Celles-ci peuvent résulter de la modification des cours relatifs du certain et de l'incertain.

Elles apparaissent surtout lorsque l'équilibre des changes est gravement ébranlé. C'est notamment le cas lorsque l'état de la balance des comptes entre différentes places est structurellement déséquilibré (dans le cas du déclin d'une place au profit d'une autre par exemple).

<sup>36</sup> De.Roover.R : "L'évolution de la lettre de change (XIV°-XVIII°siècles)". A.Colin.Paris .1952.

Elles sont également possibles du fait des modifications du pair faisant suite à de fréquentes mutations monétaires.

Les effets sont cependant, à tempérer, en premier lieu, parce que les compagnies médiévales ont d'excellents organes d'information qui permettent la mise en œuvre d'arbitrages en situation de risque. Au surplus, la recherche historique a montré la faible amplitude de ces inversions et surtout leur très grande rareté.

Ainsi, à partir des études effectuées, par exemple celles sur les transactions entre Lyon et Médina del Campo au XVI<sup>e</sup> siècle<sup>37</sup>, il se dégage l'idée qu'à de rares exceptions près, l'écart entre certain et incertain n'est jamais négatif mais toujours supérieur à 0.9% en moyenne, pour le cas cité.

En définitive, leur structuration en caste, régie par des liens personnels de dépendance, permet aux marchands-banquiers, à travers le monopole sur les fonctions de changes et de crédit, de réaliser un "enrichissement", à la fois, certain et permanent.

### 1-3- La stabilité de l'opération de change par lettre:

A la nature spécifique du groupe social des marchands-banquiers correspond une technique particulière : l'opération de change par lettre à propos de laquelle Péri<sup>38</sup> remarque que "*les habiles changeurs avaient réussi ce qu'aucun prince n'avait jamais fait*" à savoir réaliser la stabilité monétaire.

Jusqu'au XII<sup>e</sup> siècle, l'opération de change est essentiellement manuelle, ce qui signifie que l'on respecte une unité de lieu et de temps. Il en résulte alors une proximité d'acteurs et une absence de terme qui donne évidemment une forte stabilité à l'opération.

Ce type de change devient manifestement inadapté à partir de l'extraordinaire croissance commerciale européenne du XIII<sup>e</sup> siècle. Les affaires des changeurs manuels ne débordant pas le cadre local, elles sont bientôt dépassées par celles des marchands-banquiers italiens (Placentins, Siennois et Florentins) qui vont monopoliser le change de place en place.

Au départ, l'instrument privilégié sera la "*lettre obligatoire*"<sup>39</sup>. Ici encore, le souci de proximité des acteurs et d'authenticité de l'acte restent essentiels puisque celui-ci est rédigé par un échevin ou un notaire en présence du créancier et du débiteur. La lettre mentionne les gages matériels sous la forme de cautions ou de garants.

Si la lettre obligatoire s'accompagne d'une opération de change, elle devient "*instrumentum ex causa cambii*". Dans ce cas, l'intermédiaire financier emprunte sur une première place contre une vente de devises sur une autre place, il lui revient alors la charge de mobiliser ses ressources sur cette seconde place.

Cette fusion du change et du crédit permet un placement sans risque. On peut

<sup>37</sup> **Boyer-Xambeu M.T., Deleplace.G, Gillard.L** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 184.

<sup>38</sup> **Peri** in **Boyer-Xambeu M.T., Deleplace.G, Gillard.L** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 40.

<sup>39</sup> **Bichot.J** : "Huit siècles de monétarisation". Economica. Paris. 1984. P 57.

excepter, pour l'instant, l'insolvabilité du débiteur que l'information de proximité sur tous les acteurs, rend fort improbable et le risque de change car, ici, une clause écrite protégeait contre les mutations monétaires.

L' *instrumentum ex causa cambii* peut parfois concerner d'autres acteurs. En effet, le débiteur en accepte, dans les faits, la présentation à l'échéance par des parents, des associés ou des facteurs du créancier.

On le voit, en tous cas, la souplesse de ce titre ne va pourtant pas jusqu'à en faire un moyen de circulation échappant à un ensemble très réduit de contractants.

Mais la croissance économique bouscule les structures commerciales et financières donnant la dernière touche au portrait du marchand-banquier. Celui-ci se sédentarise<sup>40</sup> et gère de son siège social l'ensemble de ses affaires.

Cela impose la tenue d'une correspondance car il devient nécessaire de transmettre des ordres écrits: Il en résultera alors la naissance de la " *lettre de paiement*".

C'est probablement de la fusion de l'*instrumentum ex causa cambii* et de cette lettre de paiement que naît la " *lettre de change*" sous la forme classique qu'elle prendra dès la fin du XIV<sup>e</sup> siècle<sup>41</sup>. Nous pouvons définir cette lettre de change comme<sup>42</sup>:

***“ Une convention par laquelle le donneur ou datore , fournit une somme d'argent au preneur ou penditore et reçoit en échange un engagement payable à terme (opération de crédit ) mais en un autre lieu et en une autre monnaie (opération de change) ; Tout contrat de change comporte deux paiements, une avance de fonds sur une place et un remboursement sur une autre et requiert l'intervention de quatre parties dont deux participent à la conclusion et deux à l'exécution du contrat”.***

La grande nouveauté de cet instrument par rapport aux précédents, c'est qu'il ne nécessite plus le recours à la forme notariée ni, évidemment, la présence de tous les contractants.

Ce fait est capital. Il indique clairement que la communauté des marchands-banquiers a su instaurer une discipline sociale rigoureuse, une codification du comportement des acteurs suffisante et une indépendance reconnue pour que la forme notariée s'estompe peu à peu au profit d'une simple missive adressée à son correspondant par le marchand-banquier.

Celui-ci peut alors prendre sa qualité financière définitive: Il se procure des lettres de change sur une place, pourvoyant ainsi un marchand en espèces contre une promesse de paiement sur une autre place, charge à celui-ci de réaliser là-bas, sa marchandise pour effectuer le remboursement.

Dans ces transactions, les marchands-banquiers sont fonctionnellement "donneurs" puisque c'est la seule position permettant un gain systématique.

<sup>40</sup> **De.Roover.R** : "L'évolution de la lettre de change (XIV<sup>e</sup> - XVIII<sup>e</sup> siècles)". A.Colin.Paris .1952.

<sup>41</sup> **Bichot.J** :Op .Cité P 62.

<sup>42</sup> **De.Roover.R** :Op.cité.

En sens inverse, le négociant ordinaire est fonctionnellement "preneur" puisqu'il cherche à transformer ses créances sur l'étranger en unités de compte territoriales.

On doit, enfin, insister sur le fait que, lors de la Foire de change, l'opération de change ne s'effectue ni en espèces ni en unités de compte territoriales, mais en "*monnaie de change*", c'est à dire dans une monnaie spécifique aux marchands-banquiers.

Ici, deux cas vont se présenter qui illustrent bien la volonté d'indépendance du groupe des marchands-banquiers à l'égard des souverainetés en formation :

- Sur les places secondaires, la monnaie de change se confond simplement avec l'unité de compte (c'est à dire la monnaie territoriale).
- Au contraire, en ce qui concerne les foires centrales (Foire de Champagne, puis Lyon et Bisenzone) et certaines places (Florence et Gênes), la monnaie de change est définie à partir soit d'une unité de compte territoriale soit d'une espèce d'or.

Ainsi à Lyon entre 1500 et 1575, la monnaie de change utilisée est l'écu de marc. L'innovation provient des marchands-banquiers florentins qui lui donnent une définition métallique : le 65<sup>ième</sup> d'un marc d'or fin ce qui correspond, à cette époque, à la définition de l'écu d'or au soleil français.

Le rattachement à l'or de cette monnaie de change permet ici d'échapper aux mutations fréquentes qui frappaient les unités de compte. En effet, le choix de cette définition, ci-dessus rappelée et se référant à la monnaie française, ne saurait être interprété comme un acte d'allégeance absolue à la monarchie française car<sup>43</sup> :

***"Les pièces d'or qui changeaient de mains étaient plutôt pesées que comptées"***

Par contre, la référence au métal est bien l'affirmation d'une autonomie de la monnaie de change vis à vis de l'unité de compte territoriale c'est à dire une preuve, sur laquelle nous aurons à revenir, de la relative indépendance de l'espace économique par rapport à l'espace politique. Comme bien souvent au cours de cette époque, au nominalisme des Princes répond le métallisme des marchands-banquiers.

#### **1-4- La condition essentielle de la stabilité de l'opération de change :**

Comme nous venons de le voir, le change par lettre dans son fonctionnement constitue un système de transaction déterminant sa permanence et sa stabilité à travers trois caractéristiques: la proximité de lieu, l'intégration sociale de la caste et la mise en œuvre d'une monnaie de change privée propre aux marchands-banquiers.

Mais il est une condition qui, quoique implicitement contenue dans ces trois thèmes, mérite une attention particulière: La non-circulation des monnaies de change.

On ne peut concevoir la lettre de change comme un moyen de règlement transmissible de porteur à porteur comme le sont par exemple les espèces. Cette nouvelle caractéristique nécessiterait une méthode inusitée jusqu'alors : la procédure d'endossement<sup>44</sup>. En effet, la formalité d'endos et donc la libre transmissibilité ne se répandra de manière significative qu'à la fin du XVI<sup>e</sup> siècle.

<sup>43</sup> **Bichot.J** : Op.Cité. P 116.

Elle était pourtant connue et pratiquée depuis au moins 1537 à Anvers<sup>45</sup> où elle n'était pas sans poser problème puisque, si elle rendait possible la transférabilité du titre, elle obligeait le nouveau créancier à prendre à son compte, dès ce moment, le risque d'insolvabilité du débiteur.

Elle se développa cependant en Europe du Nord. Mais, là bas, l'âge des Bourses se préparait déjà à supplanter l'âge des Foires.

Au contraire, les marchands-banquiers italiens, dominants à l'époque, s'opposèrent à sa mise en œuvre pendant longtemps et même à la fin du XVI<sup>e</sup> siècle la résistance à cette innovation se poursuivit. Au XVII<sup>e</sup> siècle encore, Venise l'interdisait. De Roover propose d'expliquer ce comportement d'une double manière<sup>46</sup>.

- Tout d'abord, sur le plan juridique, la transmissibilité des créances nécessitait que les droits du porteur soient développés au détriment des droits du créancier. Or, une telle occurrence n'apparaîtra qu'au XVI<sup>e</sup> siècle.
- Mais surtout, le bénéficiaire de la lettre de change est un correspondant du donneur tout comme le tiré l'est du tireur ; la confiance est donc la condition impérative de la stabilité de l'opération.

Au contraire, en introduisant des tiers, ***“la pratique de l'endossement trouble les relations de correspondance auxquels les marchands italiens surtout attachent grand prix”***<sup>47</sup>.

Autrement dit, le refus de “greffer” la technique d'endossement sur l'opération de change par lettre résulte, fort probablement, de la volonté d'une caste de conserver une situation de monopole sur l'opération en évitant la présence de personnages intempestifs qui échapperaient à son contrôle.

Le change par lettre doit rester une “opération fermée” pour permettre la stabilité et la permanence de “l'enrichissement” et c'est pour cette bonne raison que la monnaie de change ne doit jamais circuler.

### **1-5- Une stabilité qui n'est pas un équilibre de marché :**

L'existence d'une offre et d'une demande de monnaie, la fixation d'un cours de la monnaie de change, l'alternance entre périodes de largesse (*“larghezza”*) et d'étroitesse (*“strettezza”*) marquant un état de concurrence, semblerait indiquer ici la mise en œuvre d'un véritable marché des changes et qui plus est, un marché des changes caractérisé par une tendance durable à l'équilibre.

---

<sup>44</sup> **De Roover.R.**: “Money, Banking and Credit in Medieval Brugges” Cambridge. Harvard University Press. 1948. P 420.

<sup>45</sup> **Idem.**: P 119.

<sup>46</sup> **Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L** : “Monnaie privée et pouvoir des princes”. Ed du CNRS. Paris. 1986. P 43.

<sup>47</sup> **De.Roover.R.** : *“L'évolution de la lettre de change (XIV<sup>e</sup> - XVIII<sup>e</sup> siècles)”*. A.Colin.Paris .1952.

Tout semble en effet, se passer comme si le modèle du commissaire-priseur walrasien se développait autour du consul de la nation florentine (ou plus tard, du chancelier nommé par la seigneurie de Gênes).

En fait, cette appréciation semble tout à fait contestable en ce sens qu'elle se fonde sur l'utilisation de catégories de l'économie contemporaine qui ne sont pas nécessairement adaptées à l'analyse du système financier médiéval.

En premier lieu, on peut contester la place généralement octroyée aux situations de "*larghezza*" et de "*strettezza*" et l'analyse de marché qui en découle (par exemple chez R de Roover)<sup>48</sup>. Ces deux concepts traduisent effectivement un état de concurrence pour la liquidité. La largesse exprime la concurrence du côté des offreurs (les donneurs du change par lettre), alors que l'étroitesse indique la concurrence du côté des demandeurs (les preneurs).

Cet état de concurrence est le fruit de plusieurs éléments : il résulte en particulier du volume des transactions commerciales qui influence la création des traites, mais également de la rareté relative des espèces et de la politique d'emprunt des souverains. Dans le cadre du change par lettre<sup>49</sup> :

***“La largesse et l'étroitesse désignent donc l'état en un lieu des offres réciproques de remises de la part des donneurs et de traites de la part des preneurs pour les autres lieux de change”***

Cela ne signifie pas pour autant que l'on se trouve en présence d'un mécanisme de marché car les notions de "*larghezza*" et "*strettezza*" ne rendent pas compte du niveau des cours mais seulement de leurs variations.

C'est ce que nous allons tenter de montrer à travers l'exemple des relations entre Médina del Campo et Lyon. Si l'on raisonne en terme de "*larghezza*" et "*strettezza*", il semble évident que le moyen de dégager un profit consiste à tirer des lettres de change où il y a "*larghezza*" et donner là où l'étroitesse domine.

Dans le cas de Médina del Campo, l'étroitesse est fréquente car les exportateurs de laine vers Florence tirent des traites pour anticiper la réalisation de leurs ventes. Par contre, la largesse n'apparaît que de manière intermittente, lors du débarquement de métaux venus d'Amérique Latine. Au contraire à Lyon, c'est la largesse qui domine.

On sait que le gain par art provient du fait que le marchand-banquier gagne de manière sûre en donnant successivement en deux lieux différents. Dans notre exemple, l'étroitesse à Médina del Campo et la largesse à Lyon ne peuvent expliquer le gain systématique.

En effet, si cette situation est favorable au marchand-banquier qui donne à Médina puisque le nombre de prêteurs de fonds est limité, elle ne l'est plus à Lyon car le métal y est abondant. Par conséquent, si l'on ne se réfère qu'aux phénomènes de largesse et d'étroitesse pour expliquer le gain systématique, on se trompe puisque, alors, le fait de donner sur les deux places va annuler ce gain.

<sup>48</sup> **Boyer-Xambeu M.T., Deleplace.G., Gillard.L.** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 193.

<sup>49</sup> **Idem** : P 194.

La possibilité d'un gain existe cependant, mais il devient aléatoire puisqu'il procède des anticipations de changements sur au moins l'une des places (par exemple une brusque largesse sur Médina). Mais alors, il s'agit d'un gain aléatoire et non plus systématique.

En conséquence, on peut interpréter l'existence d'une largesse et d'une étroitesse comme un élément permettant une variation des cours sans que l'écart systématique entre le certain et l'incertain, base de l'enrichissement par art soit structurellement modifié.

Le gain (ou la perte) liés à la spéculation sont possibles. Ils sont liés aux anticipations concernant la largesse et l'étroitesse sur chaque place. Les marchands-banquiers ne l'ignorent pas: il n'est que de voir les tentatives des marchands-banquiers lyonnais pour susciter l'étroitesse sur leur propre place.

Cependant, il ne s'agit que de gains exceptionnels. L'origine du gain systématique est ailleurs, dans un écart structurel entre certain et incertain qui ne laisse pas de place aux mécanismes de la concurrence. Le gain obtenu par le change par lettre ne résulte donc pas d'une activité spéculative mais d'une donnée structurelle aux transactions.

Expliquer que l'écart entre le certain et l'incertain génère presque toujours un gain suppose un autre mécanisme<sup>50</sup> qui va rendre compte de la disparité permanente des niveaux.

A partir de là, largesse et étroitesse gardent leur place mais seulement pour expliquer les mouvements spéculatifs qui aboutissent aux variations de cours sur une même place. Ils ne diront rien quant à l'écart structurel des cours entre deux places.

Il est intéressant de constater d'ailleurs, qu'un phénomène similaire jouera dans les bourses du capitalisme marchand<sup>51</sup> où l'on pourra opposer un "*profit 1*" largement garanti à un "*profit 2*" essentiellement aléatoire.

On peut donc considérer le système de change par lettre comme largement autonome au regard de ces différents "états de marché". Cela est d'autant plus vrai qu'en second lieu, le cours du change n'est pas le résultat d'un mouvement symétrique entre les fonctions d'offre et de demande<sup>52</sup>.

C'est ce que montrent Boyer, Deleplace et Gillard<sup>53</sup> en prenant l'exemple de la cotation de l'écu de marc en maravédis. L'écu de marc étant monnaie de change, peut-on dire que son cours particulier est le résultat d'un état spécifique de l'offre et de la demande de maravédis ?

Une réponse positive signifierait que l'on peut définir des fonctions d'offre et de demande de maravédis contre écu de marc qui indiquerait le lien entre les quantités et le

<sup>50</sup> Cf infra. 1-2.

<sup>51</sup> Cf. infra. Chapitre II. I<sup>o</sup> Partie.

<sup>52</sup> **Ibid:** P 195

<sup>53</sup> **Ibid:** P 195

cours. Or, selon ces auteurs, trois obstacles se dressent devant cette possibilité :

- Tout d'abord, la séquence des opérations oblige à distinguer les changes échus sur la Foire et les changes contractés sur cette même Foire. Les cours des changes échus ayant été arrêtés sur la Foire castillane deux mois auparavant, le conto ne les influence pas. Par contre, les changes échus influencent le conto puisque le marchand-banquier ayant opéré une remise sur Lyon cherche maintenant un retour et donc souhaite se procurer des maravédís.

Le niveau du cours pour lequel il va voter prend donc en compte sa décision. Mais cela fait simplement correspondre une quantité et un prix. Ce n'est donc pas une fonction de demande mais tout au plus un point-prix valable pour une période donnée.

A la suite de cela, le vote détermine l'opinion commune des marchands-banquiers sur le cours. Le mécanisme de cette fixation du cours est très éloigné d'un mécanisme de marché.

Seule une minorité des marchands-banquiers, choisie parmi les plus considérés de la place, participe à ce vote. Mais celui-ci est exécutoire pour tous. Au sein des membres de l'assemblée, une majorité va se dégager, à laquelle chacun devra se rallier.

De telles règles d'organisation n'opposent donc pas offreurs et demandeurs autour d'un prix flexible, mais expriment, tout au contraire, la manière spécifique qu'a une caste de réaliser des choix collectifs.

Dés lors que le vote est effectué, la quantité de maravédís demandée par le marchand va dépendre du conto et rien ne justifie qu'elle soit identique à la quantité demandée préalablement au choix de ce conto mais surtout, l'élément important, c'est que cette demande ne peut plus agir sur le nouveau cours.

La situation du marchand-banquier correspond donc à une séquence irréversible et ponctuelle entre un cours ex-post et un cours ex-ante et non une courbe de demande continue dépendant d'un cours et agissant sur lui.

- Il est un second obstacle tout aussi décisif. La symétrie entre l'offre et la demande ne peut apparaître car il n'existe pas de symétrie entre la position du donneur et celle du preneur. Les changes échus à Lyon n'appellent pas pour leur preneur un retour, tout simplement parce que "prendre" signifierait une perte aussi sûre que "donner" constitue un gain systématique, compte tenu de la structure du jeu (la supériorité du certain sur l'incertain).
- Enfin, en troisième lieu, il semble difficile d'exprimer le conto en tant que système de prix. En effet, la cotation de manière bilatérale entre la Foire centrale et chacune des places ne permet pas, par simple transitivité, de connaître le cours du change entre les deux places.

Autrement dit, connaître le cours de l'écu de marc en écus florentins et en maravédís ne permet pas de savoir à quel taux se fera une transaction entre Médina del Campo et Florence.

L'espace économique construit à partir du XIII<sup>e</sup> siècle autour de la Foire de change

garantit donc à la caste qui en est maître d'œuvre, l'assurance d'un gain permanent du fait de la supériorité du certain sur l'incertain mais aussi une stabilité financière remarquable par le fait de la faible transmissibilité des instruments de change et de crédit.

Ce n'est pas, en définitive, à des caractéristiques propres au marché, pris au sens moderne, qu'il faut attribuer sa stabilité financière à la Foire de change mais bien plutôt à ses procédures centralisées et réglementaires fruit des pratiques financières de la caste des marchands-banquiers plus proche en cela de la "guilde médiévale" et de l'économie corporative que du capitalisme individualiste et rationnel.

La spéculation n'est pas impossible, elle est même pratiquée par les marchands-banquiers, mais elle ne modifie en aucune manière le fonctionnement de la foire de change et a fortiori, elle ne favorise, à aucun moment, des ferments de déséquilibre.

L'instabilité financière, qui apparaît de manière pourtant récurrente à l'époque médiévale, ne procède pas de la forme particulière de cet espace économique<sup>54</sup>.

En réalité, c'est sa rencontre, en tant qu'espace économique "autogéré", avec un espace politique en formation qui va précipiter la possibilité de crises financières dévastatrices.

Mais auparavant, il aura fallu montrer que cette mise en relation est aussi une condition structurelle de la supériorité du certain sur l'incertain et donc de l'enrichissement par art.

## 2- L'ARTICULATION ENTRE LES SPHERES ECONOMIQUE ET POLITIQUE, CONDITION D'ENRICHISSEMENT MAIS FACTEUR DE FRAGILITE FINANCIERE :

---

### 2-1- La précarité des instances étatiques et la première réciprocité entre Princes et Marchands-Banquiers :

Alors que se développe une sphère marchande puissante, homogène et centralisée, on ne peut nulle part encore parler d'instances étatiques au sens que cette expression aura à partir du XVIII<sup>e</sup> siècle<sup>55</sup>.

Au XIII<sup>e</sup> siècle, pour prendre le cas du " Royaume de France ", celui-ci ne déborde guère l'île de France et se heurte, outre les ambitions bourguignonnes, à la volonté d'extension d'un espace national propre, au Nord, par l'Angleterre et au Sud, par l'Aragon et la Castille.

L'espace européen est donc avant tout marqué par les tentatives conflictuelles de chaque souverain pour étendre son territoire. Le champ politique de l'Europe médiévale

<sup>54</sup> Dans l'ordre productif médiéval, l'économie rentière est suffisamment forte en elle-même. L'avènement du capitalisme marchand modifiera cet état de fait. Cf. infra chapitre II.

<sup>55</sup> **Van Klaveren.J** : "Die Historische Erscheinung der Korruption" Vierteljahrschrift für Sozial und Schafstgeschichte. 1957. P 304.

est prioritairement caractérisé par le morcellement, l'instabilité et la guerre<sup>56</sup>.

Ce processus de construction séculaire des nations n'est évidemment pas sans conséquences financières et monétaires sur le plan intérieur comme au niveau européen. C'est lui qui va façonner de manière spécifique les relations entre l'espace politique et l'espace économique, autrement dit les rapports entre le prince et le financier.

La première pierre permettant d'assurer la construction d'un espace national souverain, c'est la possibilité d'asseoir les dépenses royales afin de garantir les fidélités, de maintenir le train de Cour, de pourvoir aux dépenses d'administration de police intérieure et surtout de faire ou de préparer la guerre.

Il s'agit donc d'assurer les dépenses courantes du royaume, lesquelles sont ici, par nature, largement imprévisibles. Les dépenses d'investissement sont, en revanche, inexistantes ce qui montre, s'il en était besoin, l'absence d'un Etat au sens moderne: le territoire, c'est avant tout le domaine privé du prince.

La faiblesse de la centralisation politique s'illustre dans les formes du financement de ces dépenses royales que nous allons, dans un premier temps recenser pour ensuite, montrer la place obligée que vont y occuper les marchands-banquiers.

La recette élémentaire est, bien entendu, constituée par les "*ressources ordinaires*" c'est à dire le droit d'imposition directement issu des pratiques féodales à travers les ressources du domaine, auquel il faut ajouter les droits de seigneurage sur les monnaies dont l'importance sera déterminante pour expliciter les rapports entre princes et marchands<sup>57</sup>.

Les ressources du domaine vont, à partir du XIII<sup>e</sup> siècle se tarir progressivement car l'état permanent de guerre oblige les souverains à procéder, au profit des marchands-banquiers à des opérations d'aliénation<sup>58</sup> si considérables, qu'au XVI<sup>e</sup> siècle, on peut considérer, pour prendre l'exemple de la France, que le domaine royal n'existe plus.

Les "*ressources extraordinaires*" correspondent aux taxes sur la circulation des marchandises évaluées au prorata de la transaction. Ces taxes qui forment, dans la plupart des pays, l'essentiel des ressources fiscales, vont souvent être affermées au profit des créanciers du souverain<sup>59</sup>.

Les ressources fiscales sont insuffisantes eu égard aux dépenses royales. Le recours à l'emprunt s'avère par conséquent inévitable.

Au début du XIII<sup>e</sup> siècle, les monarques utilisent fréquemment les "*emprunts forcés*" mais ceux-ci, outre qu'ils ne portent jamais intérêt, n'ont qu'une très faible garantie de

---

<sup>56</sup> L'appareil du pouvoir, lui-même, est morcelé. Cf. **Fourquet.F** : « L'idéal historique ». Recherches 14 - N° 1074. 1973. P 36-37.

<sup>57</sup> Cf. supra. 2-2.

<sup>58</sup> **Mollat.M**: "Les affaires de Jacques Cœur. Journal du Procureur Dauvet ». Librairie Armand Colin. 1952. 2 volumes. P 696.

<sup>59</sup> **Ardant.G** : « Histoire de l'impôt ». Fayard. Collection « Les grandes études historiques ». 1971. P 634.

remboursement. Fort peu populaires<sup>60</sup>, on le devine, parmi les villes et les marchands, ils rencontrent de multiples résistances.

Aussi vont-ils progressivement s'estomper au profit de "*l'emprunt anonyme*". Celui-ci est l'occasion de l'émission de titres cessibles d'un cours et d'un taux de rendement variables.

Outre la volonté des monarques de mobiliser des petits capitaux sans emploi, ces titres sont évidemment abondamment souscrits par les marchands-banquiers<sup>61</sup>.

Enfin, compte tenu du faible crédit dont jouissent les dettes royales, la question de la garantie, sur laquelle nous reviendrons, se trouve posée de manière cruciale.

Le remboursement de la dette dépend trop souvent du bon vouloir de monarque. Pire, la succession royale est même rarement redevable des engagements du prédécesseur.

L'émission de "*titres de rente*" pallie ces difficultés puisqu'elle organise l'abandon de certains revenus royaux à des municipalités ou des particuliers. C'est la Couronne d'Espagne qui, au XIV<sup>e</sup> siècle innove dans ce domaine. La « **Casa de la Contratacion** » émet des titres accordés d'abord aux nobles en échange de services ("*mercades*") puis aux marchands sous la forme des "*juros*"<sup>62</sup>.

Dans le même ordre d'idée, on peut assimiler à cette technique, l'ensemble des opérations de "consolidation" qui consistent à transformer les créances en aliénation de capital avec faculté de rachat par le monarque et à son gré.

Outre qu'elles servent un intérêt inférieur à celui de la créance, elles donnent lieu le plus souvent à une forte dévalorisation du capital.

Aussi, cette "**banqueroute partielle**"<sup>63</sup> n'est la plupart du temps acceptée qu'en dernier ressort et sous la menace, comme nous le verrons dans le cas de la crise florentine de 1339-1346.

Cependant, la principale ressource en matière d'emprunt se réalise à travers la procédure de la "*dette flottante*" c'est à dire en sollicitant des crédits de court terme auprès des marchands-banquiers toscans avec un remboursement du débit en foire de change.

De tels emprunts sont souscrits à des taux très élevés et ne sont prorogables que dans des conditions plus draconiennes encore. Ils impliquent d'autre part, la plupart du temps, l'assignation sur ressources à venir et même parfois l'engagement des biens de la Couronne.

En définitive, la situation des finances publiques de la monarchie médiévale indique

<sup>60</sup> **Braudel.F.**: Op cité Tome II. P 479.

<sup>61</sup> **Dickson.P.G.M.**: "The Financial Revolution of Public Credit. Mac Millan. 1967. P 247 et suivantes.

<sup>62</sup> **Ruiz.P.M.**: "El siglo de los Genoveses en Castilla (1528-1627)" Madrid .1971.

<sup>63</sup> **Ibid** : P 90.

bien où sont parvenues les relations du prince débiteur et du marchand-banquier créancier. C'est le premier terme d'une réciprocité qui va conduire à la fragilité financière.

En effet, le remboursement de la dette du souverain offre les garanties les plus ténues et donc les risques les plus périlleux et l'on peut alors se demander à bon droit, quelles raisons poussent les financiers italiens, si avisés par ailleurs, à contracter avec une probabilité si élevée de prêter à "fonds perdus" alors même que le monopole du change par lettre leur assure un gain substantiel et garanti ?

Les opérations monétaires des souverains en liaison avec celles des marchands-banquiers peuvent nous en donner la clef car il apparaîtra que la condition d'enrichissement par art pour l'un, procède indirectement de la pratique médiévale du seigneurage, par l'autre.

## 2-2- Les conséquences du pouvoir régalien sur la monnaie :

La construction progressive des espaces nationaux signifie la tendance vers une gestion centralisée du territoire : elle implique l'affirmation de ce pouvoir à travers la gestion interne et externe de la monnaie.

Dans ce cadre également, la monnaie publique ne pourra pas ignorer la présence des monnaies privées fruits de l'activité des marchands-banquiers. De cette inévitable coopération va résulter, à la fois un gain pour les deux acteurs mais aussi la possibilité d'une fragilité financière.

Sur le plan intérieur, la première prérogative du souverain concerne la frappe des monnaies <sup>64</sup> car il est entendu que ***"si la nature fait les métaux, le Roi seul fait la monnaie"***.

Elle est la chose du prince comme l'est son domaine et c'est à travers ce principe que l'organisation et le monopole de la frappe monétaire se mettent en place dans tous les royaumes d'Europe du XIII<sup>e</sup> siècle au XV<sup>e</sup> siècle.

Les opérations de frappe sont effectuées par des institutions spécifiques comme les Hôtels des Monnaies en France. Ces opérations de frappe font l'objet d'une *"traite"* laquelle doit être comprise comme la différence entre la valeur du poids de métal non frappé et la valeur des espèces frappées.

Cette traite qui correspond au coût de la frappe se compose des frais de *"brassage"* liés à la fabrication et des droits de *"seigneurage"*, recette ordinaire du monarque dont nous allons bientôt voir l'importance décisive pour notre analyse. Il suffit de dire, pour l'instant, que ces droits forment la matière essentielle des Edits Royaux, mais aussi la principale ressource du souverain.

A partir de là, peut se mettre en place la définition des espèces nationales comme unité de compte, c'est à dire annoncer <sup>65</sup> :

***"L'emprise normalisatrice de l'institution, définissant un langage commun pour***

<sup>64</sup> **Favier.J.** : "Finance et fiscalité au bas Moyen-Age". Sedes. Paris. 1971. P 365.

<sup>65</sup> **Aglietta.M, Orléan.A** : "La violence de la monnaie". PUF. Paris. 1982. P 44.

### ***tous les propriétaires de marchandises”.***

Le comptage peut s'effectuer d'une triple manière :

- D'abord le comptage à poids. Le recours à une caractéristique pondérale exprime toujours l'absence de confiance dans l'autorité monétaire.
- Puis, le comptage par pièces où l'opération du souverain consiste à établir "*l'intrinsèque*" de la monnaie (en poids et qualité) en l'authentifiant de son sceau, ce qui est la solution la plus satisfaisante pour les marchands parce que c'est la plus sûre ... mais c'est aussi la plus rare.
- Enfin, le comptage numéraire qui impose la quantité d'espèces nécessaire à la réalisation des transactions. C'est là l'institution d'une convention dont les marchands vont sans cesse s'émanciper en établissant des cours privés différents de ceux du monarque, recours toujours possibles face aux tentatives fréquentes de changer la valeur des espèces en procédant à des "*mutations*" dont la plus utilisée consiste en "*l'affaiblissement*" de l'unité de compte, c'est à dire en une diminution du poids de métal équivalent à cette unité de compte<sup>66</sup>.

On comprend facilement, à partir de là, l'opposition irrémédiable entre la monnaie publique et les monnaies de change privées en terme de stabilité. Sur le plan extérieur, il s'agit pour le monarque de définir le cours légal des espèces étrangères.

La règle générale dans chaque pays, jusqu'au milieu du XVI<sup>e</sup> siècle, consiste à déterminer la valeur de chaque espèce étrangère en fonction de son poids de métal et indépendamment de sa valeur légale dans le pays d'émission.

Ce choix réduit cependant le montant du seigneurage perçu par le monarque et provoque, de surcroît, une surcote implicite des espèces étrangères.

Aussi, les maîtres de monnaie chercheront-ils à éviter cette situation en préconisant d'imposer à toutes espèces étrangères une valeur intégrant la "traite" supportée dans leur pays d'origine.

Une telle solution sera accompagnée de considérations de politique extérieure qui rendront éminemment instable ce cours légal.

Ce type de choix réversible aboutit donc à la fixation de rapports monétaires multiples, dépendants de règles variables selon les pays. Il y a donc un désordre permanent en matière de système de change.

Pour les marchands-banquiers, la seule solution pour rendre cohérente cette multiplicité des niveaux de change sera la mise en relation des unités de compte à travers le change par lettre, seule solution pour réaliser, dans de bonnes conditions, les opérations de change internationales tout en s'émancipant de l'arbitraire monétaire des souverains.

L'absence d'homogénéisation politique de l'espace européen au niveau des systèmes monétaires et les besoins intérieurs des monarques vont laisser une place pour l'existence d'espaces privés autonomes capables de tirer parti de cette différenciation politique afin de mettre œuvre un processus d'enrichissement.

<sup>66</sup> Sur la dévaluation des monnaies de compte, Cf. Einaudi G. : Préface à l'édition des « Paradoxes du Seigneur de Malestroit ». Turin. 1937. P 23.

### 2-3- Enrichissement, Change et Seigneuriage : Le second terme de la réciprocité.

Avant de définir le système que forme l'enrichissement, le change et le seigneuriage, il est nécessaire de situer le cadre de la réflexion:

La spécificité du change par lettre tient au fait qu'il permet le développement du commerce européen sans que celui-ci ne subisse de contraintes de liquidité. Pour cela, le marchand-banquier monopolise le transfert international de fonds sans transfert concomitant d'espèces.

En tant que "donneur", il s'engage pour le gain de change que l'opération lui procure: C'est un change "*per arte*", un "*cambio per arte senza oggetto di mercatura*" dit T. Buoninsegni<sup>67</sup>.

Techniquement, il s'agira d'une opération de conversion en un lieu d'une monnaie de compte privée en la monnaie de compte générale de ce lieu.

L'opération correspond donc à un transfert d'unités de compte territoriales, à partir d'une gestion privée de ces unités de compte et dans un but d'enrichissement "*per arte*". Au contraire, pour le négociant, c'est à dire le "preneur", c'est un change forcé "*solo per commodo delle mercanzie*"<sup>68</sup>. Son seul but est, dans cette opération, d'obtenir des unités de compte territoriales reconnues dans son pays afin de socialiser un accroissement de richesse qui ne l'était pas encore.

En fixant le cours légal des espèces nationales et celui des espèces étrangères qui circulent et en usant de ses droits de seigneuriage, le prince, sur le domaine qu'il contrôle, impose à la collectivité l'unité de compte territoriale sur laquelle va s'établir l'ensemble des cours légaux.

Nous allons nous efforcer, à partir de là, de montrer que c'est cette gestion publique du monnayage qui fonde la possibilité de gain permanent des marchands-banquiers.

Nous partirons de l'exemple tiré, par Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard, de l'ouvrage d'un contemporain des foires de Lyon, Jean Trenchant :

L'objet de la réflexion est de déterminer le gain ou la perte d'un négociant lyonnais "preneur" d'argent, qui tire une lettre de change sur Gênes, selon laquelle le tiré paiera 64 sous génois par écu de marc.

Pour cela, on compare ce cours "au pair" de l'écu de marc à partir du cours légal de l'écu au soleil français à Gênes. A Lyon, le cours légal de l'écu au soleil est de 46 sous-tournois. Si à Gênes, il vaut 69 sous-génois alors un écu de marc de 45 sous-tournois va valoir à Gênes

Si l'on tient compte des frais de conversion en espèces qui se montent à 1 1/2%, cela

<sup>67</sup> **Buoninsegni.T** in **Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 240.

<sup>68</sup> **Idem.** P 240.

porte le pair de l'écu de marc entre Lyon et Gênes à 68 sous, 6 deniers 3/10.

La comparaison entre l'écu de marc et le sous-génois a été effectuée en prenant pour base l'écu au soleil français.

Que se passe-t-il si l'on choisit maintenant l'écu génois, monnaie qui circule en France au cours de 1 écu de 68 sous-génois vaut 44 sous, 6 deniers tournois ? A Lyon, il faut pour obtenir un écu de marc de 45 sous-tournois :

Soit, compte tenu de frais de conversion similaires : 69 sous, 9 deniers 6/10 génois.

Pourquoi, suite à cette modification, obtient-on une telle différence ? Pour apporter une réponse à cette question, il est nécessaire d'introduire maintenant le seigneurage.

En effet, le cours légal d'une espèce est toujours supérieur à la valeur intrinsèque de cette espèce, dans le pays de frappe puisque le souverain est à même d'user de son droit de seigneurage.

Par contre, le cours légal d'une espèce étrangère est similaire à celui de sa valeur intrinsèque car le souverain n'étant pas à l'origine de la frappe de cette espèce, il n'en perçoit donc pas le seigneurage.

En définitive, le seigneurage surévalue l'espèce en son lieu de frappe (le cours légal est supérieur à la valeur faciale) alors que celle-ci est justement évaluée à l'étranger (à sa valeur intrinsèque).

Pour reprendre les exemples précédents, le taux de change de l'écu au soleil français en écu génois est plus élevé à Lyon qu'à Gênes :

- 46 sous tournois / 44,6 sous tournois = 1,0337 à Lyon.
- 69 sous génois / 68 sous génois = 1,0147 à Gênes.

L'existence du seigneurage implique l'absence d'unité de taux de change c'est à dire l'absence d'unité du pair. Entre les deux pays concernés existent donc deux cours de référence. Pour une monnaie de change donnée (l'écu de marc), le pair le plus faible est avec l'espèce du même pays (l'écu au soleil), le plus élevé avec l'espèce du pays vers lequel s'opère la remise (l'écu génois).

De ce dispositif, résulte une conséquence essentielle: l'enrichissement "par art" peut donc s'effectuer au pair et la supériorité du certain sur l'incertain ne dépend plus, dans l'aller et retour de l'opération de change par lettre, que du choix de cours de référence différents.

On mesure ici combien est importante la différence de nature entre l'espace économique et l'espace politique. C'est parce que le premier est global et le second morcelé que l'enrichissement permanent et garanti des agents financiers devient possible.

L'inachèvement, la faiblesse de l'un est la condition de la robustesse de l'autre. Le droit de seigneurage du monarque est la condition de l'enrichissement par art du marchand-banquier. Dans ce second terme de réciprocité qui conditionne jusqu'à l'existence du marchand-banquier, l'élément de stabilité financière l'emporte.

C'est en combinant maintenant l'ensemble des termes de cette réciprocité que nous

allons tenter de faire apparaître la fragilité du fondement financier de ce système, sa structuration comme double-contraite et la possibilité de dysfonctionnements financiers majeurs qui peut en résulter.

#### **2-4- Confrontations des espaces économique et politique: Système de réciprocité et fragilité financière.**

Dans son premier terme, la réciprocité entre l'espace économique et l'espace politique va s'ordonner autour d'un fonctionnement cohérent et stable de la foire centrale. La caste de marchands-banquiers disposant du monopole du change par lettre va permettre aux négociants forains de réaliser socialement leur richesse acquise ailleurs en la transformant en unités de compte nationales.

Cette opération de change "par art" va permettre l'enrichissement de la caste des marchands-banquiers d'une manière spécifique, puisque ce gain possède la caractéristique d'être à la fois stable et permanent<sup>69</sup>.

Il est d'abord rendu possible par la structure même de la foire centrale de change qui tout en étant un lieu de transactions, n'en est pas pour autant, comme nous l'avons déjà vu, un marché au sens contemporain du terme.

Mais cet enrichissement résulte également d'une dispositif particulier quoique involontaire qui engage les souverainetés politiques en formation et l'intérêt du groupe des marchands-banquiers dans sa qualité d'opérateur international.

En effet, l'attribut monétaire essentiel du pouvoir politique encore à l'état d'ébauche, c'est la possibilité, à travers son activité de monnayage des espèces et de définition des unités de compte territoriales, de tirer profit de ses droits de seigneurage.

Introduisant des cours de référence différents, la pratique du seigneurage va fonder la permanence de la supériorité du certain sur l'incertain, facteur primordial de la garantie de l'enrichissement "par art" dans le cadre du monopole de validation des monnaies étrangères dont disposent les marchands-banquiers.

Ce premier terme de la relation entre l'espace économique et l'espace politique peut être compris comme un élément fondamental de la stabilité financière des foires de change. Ici, les besoins propres de l'espace politique doivent être perçus comme une condition de la stabilité de ce premier terme.

Il n'en va pas de même pour ce qui est du second terme de cette réciprocité. L'attribut de l'espace politique sur un territoire européen morcelé, c'est la guerre intérieure et surtout extérieure, c'est l'inachèvement<sup>70</sup>. Dès lors, la constitution politique du territoire, c'est avant tout la prise du pouvoir par les monarchies nationales.

Les ressources fiscales sont insuffisantes et au surplus mal maîtrisées. Le recours aux mutations monétaires et à toute la panoplie des différents types d'emprunts s'avère une nécessité vitale pour le souverain.

<sup>69</sup> Ce qui correspondra à la notion de rente ou de « profit I » utilisées ultérieurement. Cf infra chapitre II.

<sup>70</sup> **Braudel.F** : Op.cité P 489.

Aussi va-t-il solliciter les principaux propriétaires du capital financier : les marchands-banquiers. Ceux-ci ne peuvent que se soumettre et accepter des risques prohibitifs qu'occasionnent pour eux ces crédits douteux et les promesses souvent si peu crédibles qui y sont associées.

Dès lors, les deux termes de la réciprocité se fondent comme double-contrainte. C'est d'ailleurs ce que décrit, au fond, Yves Renouart dans son étude sur les hommes d'affaire du Moyen Age <sup>71</sup> :

**« Quand les compagnies ont acquis une certaine puissance, les princes font appel à elles pour les aider dans la gestion de leurs finances et pour leur emprunter des fonds. Une compagnie ne peut refuser de prêter à des princes qui sont susceptibles, par représailles, de l'expulser de leurs Etats où elle a accumulé des créances, où le commerce est profitable et le devient davantage avec les privilèges qu'ils lui promettent et lui concèdent. Or, si, comme il arrive souvent, les princes ne se font pas scrupule d'être malhonnêtes, les sommes prêtées sont pratiquement perdues. Le drame des sociétés commerciales consistait, déjà, aux XII<sup>e</sup> et XIV<sup>e</sup> siècles, dans la nécessité d'aventurer sciemment des capitaux en les prêtant à des clients peu solvables pour pouvoir continuer à travailler. »**

Son enrichissement par art se trouvant être une "conséquence non voulue" du mécanisme de seigneurage, le marchand-banquier ne peut refuser un prêt, même aventureux, à celui auquel il doit indirectement son gain.

Prendre le risque de prêter au souverain, c'est obtenir un "ticket d'accès" et garantir le droit d'exercice du change par art. Refuser, c'est en perdre irrémédiablement le bénéfice.

Aussi, le marchand-banquier doit-il sortir de son lieu de stabilité, la foire de change pour s'aventurer sur le terrain incertain de la finance publique.

Nous pouvons alors présenter la double relation qui unit l'espace politique et l'espace économique comme un système général de réciprocité <sup>72</sup>. La crise financière doit dès lors se comprendre comme le résultat de ce "double-bind" qu'assume en toute conscience le marchand-banquier :

- S'il ne prête pas, l'impossibilité d'exercer son Art le guette.
- Mais s'il prête, la probabilité de faillite devient forte.

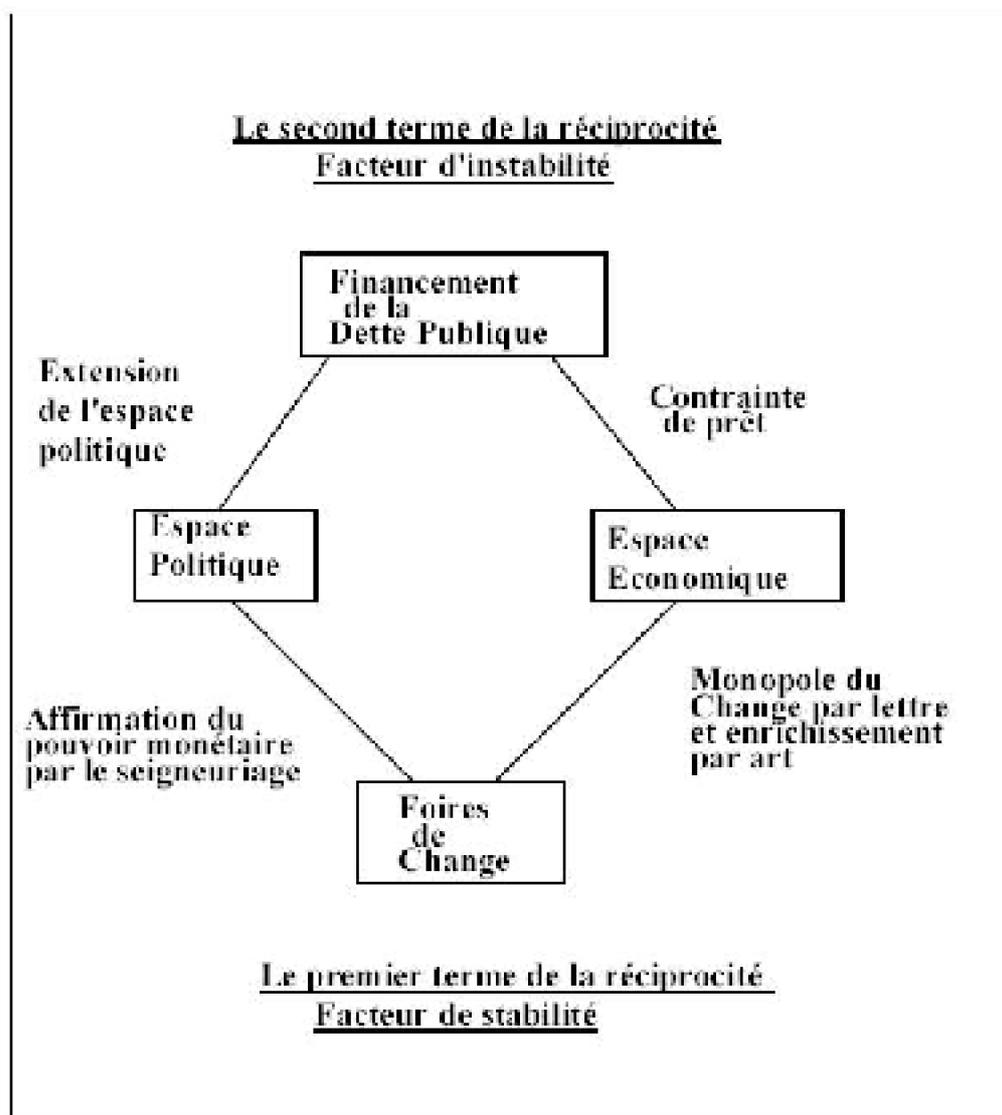
La double contrainte, ainsi énoncée, ouvre la possibilité endogène de la crise en fondant la fragilité financière propre à l'ordre productif médiéval. Il reste que des facteurs contingents doivent entrer en scène pour que ce possible se réalise.

C'est ce nœud gordien, se resserrant épisodiquement autour des marchands-banquiers, que nous allons pouvoir mesurer concrètement à travers l'étude de la « **crise florentine** » de 1339 à 1346.

---

<sup>71</sup> **Renouard.Y** : "Les hommes d'affaires italiens du Moyen Age". A.Colin .1968. Paris. P 182.

<sup>72</sup> Cf. infra. Document III.



Document III : Schéma général de la double-contraainte structurant la fragilité financière de l'ordre productif médiéval

### -3- UNE CONSEQUENCE DE LA FRAGILITE FINANCIERE MEDIEVALE : LA « CRISE FLORENTINE » (1339-1346) :

#### 3-1- A l'origine de la puissance des Compagnies florentines :

La prospérité des compagnies florentines est fondée sur trois activités complémentaires : le commerce, l'industrie et la banque.

En tant qu'*inland city*, Florence se trouve au XIV<sup>e</sup> siècle, particulièrement adaptée au commerce par terre, sûr et régulier, à une époque où le commerce maritime est rendu difficile et souvent même impossible.

Cette puissance commerciale, se concrétisant dans l'importance des marchands protégé en vertu de la loi du droit d'auteur.

florentins lors des foires de Champagne, est étroitement liée au développement des industries de transformation de la laine. Le prestige de ses tissus fait de Florence le centre productif essentiel en Europe comme l'indique J. Bernard <sup>73</sup> :

**« L'étoffe qui venait du Nord et était liée aux marchés méditerranéens, donne vie à l'industrie italienne, spécialement celle de Florence. Cela sous deux aspects. Premièrement, le travail de l'étoffe 'l'art de Calimala » dont la bande rouge assurait un prestige au moins égal à celui des étoffes flamandes. Deuxièmement, c'était les manufactures d'étoffe, « l'art de la laine » qui recevaient les matières premières d'Espagne, d'Afrique du Nord et surtout d'Angleterre puisque les Italiens, depuis le début du XIV<sup>e</sup> siècle dominaient le commerce anglais de la laine »**

Enfin, on l'a déjà noté, les marchands-banquiers florentins dominent la fonction bancaire en Europe à travers le monopole sur les opérations de change par lettre <sup>74</sup>, l'organisation des foires centrales de change et les services de prêts aux différentes aires territoriales de souveraineté.

Cette puissance économique doit se comprendre en liaison avec des conditions politiques spécifiques. Depuis le XIII<sup>e</sup> siècle, en finançant la croisade victorieuse de Charles d'Anjou (1265-1268) qui fait d'eux selon Villani, les "Colonnes de la Chrétienté", les financiers toscans ont contracté une alliance politique et militaire internationale décisive pour l'expansion de leurs affaires :

**« L'alliance politique qui lie ensemble les Florentins, le Prince d'Anjou, le Pape et les Guelfes, donne une impulsion décisive à ces sociétés dans les commerce, la banque et l'industrie ». <sup>75</sup>**

En outre, sur le plan organisationnel, le XIV<sup>e</sup> siècle va marquer un tournant qui ne se démentira pas, y compris, ce qui est remarquable, pendant la tourmente financière des années 40. En 1326, les jeunes Compagnies, tirant l'expérience d'une concurrence acharnée qui a conduit l'économie florentine au bord du désastre à la suite de la faillite de la plus ancienne et la plus puissante des compagnies, celle des Scali, décident de sceller une alliance qui constitue le groupe commercial et financier le plus puissant d'Europe. Les comparaisons proposées par E. Miller <sup>76</sup> sont explicites à ce sujet :

**« En 1318, le capital des Bardi était de 875638 Florins, c'est à dire autour de 130000 £, au moment ou le revenu ordinaire de la couronne d'Angleterre se**

<sup>73</sup> "The cloth which came from the north, and was linked in this way to the markets of the Mediterranean, gave life to the Italian industry, especially that of Florence. There were two aspects to this. Firstly there was the finishing of cloth, the "arte di Calimala" whose red band assured the product of a prestige at least equal to that of sealed and bordered Flemish cloth; secondly there was cloth manufacture, the "Arte dell'alana" which received its raw material from Spain, northern Africa and above all England, for the Italians early in the fourteen century dominated the trade in English wool." in **Bernard. J.**: "Trade and Finance in the Middle Ages" in **Cipolla.C.M.** : "The Fontana economic History of Europe: The Middle Age". Ed Cipolla. New York. 1971. P 285.

<sup>74</sup> **Braudel.F.** Op.cité P 91. T II et **Volpi.R.**: « Le modèle italien et sa diffusion. Mille ans de destruction créatrice. Université du littoral-Côte d'Opale. L. RII. Document de travail n° 61. Février 2003. P 25.

<sup>75</sup> « *The political alliance which tied together the Florentines, the prince of Anjou, the Pope and the Guelf, gave the decisive impetus to this societies in commerce, banking and industry* ». **Idem.** P296.

**montait seulement à 30000 £ »**

On le voit, comme insiste souvent Villani : " *les Compagnies florentines valent bien un royaume*". Une telle puissance sera, dans le premier tiers du XIV<sup>e</sup> siècle, à l'origine d'une accumulation inouïe de profit.

En effet, si l'on songe que les dépôts reçus perçoivent un intérêt fixe de l'ordre de 7 à 8 % l'an, que les non-associés touchent entre 6 et 10% et que les mêmes compagnies prêtent à des taux compris entre 7 et 15 % aux résidents mais jusqu'à 30% aux emprunteurs étrangers, on peut mesurer l'exceptionnelle situation des compagnies florentines. E. Miller estime qu'entre 1318 et 1324, leur taux de profit fluctue entre 14 et 20 % par an<sup>77</sup>. Enfin, de manière synthétique, F. Seurot<sup>78</sup> rend compte de la hiérarchie des priorités en matière de profit lorsqu'il écrit :

***“ Or il est vrai que chronologiquement [...] l'implantation des compagnies florentines en Angleterre dérive de leur activité bancaire laquelle a relancé et sur une toute autre échelle, leur activité de commerce international. Les importations de laine anglaise n'étaient pas la cause mais la conséquence des crédits que faisaient les compagnies italiennes au roi d'Angleterre [...] Leur désir de placer ces sommes les a poussé à chercher un emprunteur qui pourraient les rembourser à la fois en marchandises et en monnaie. Les grandes compagnies ne sont pas des commerçants qui font de la banque mais des banquiers qui font du commerce ».***

Ce sont donc des groupes commerciaux et financiers qui dominent l'espace économique et s'inscrivent activement dans l'espace politique européen. Ils sont au fait de leur puissance au XIV<sup>e</sup> siècle et c'est pourtant ce siècle qui sera, pour eux, l'âge de leur ruine à travers les crises financières les plus violentes de l'époque médiévale.

### **3-2- La fragilité anglaise des compagnies florentines :**

Au regard de l'Europe continentale et notamment de l'Europe du Sud, l'Angleterre reste une région économiquement archaïque. Pratiquant peu le commerce international, dépourvue de manufactures, l'économie est dominée par des guildes artisanales disposant d'une situation de monopole<sup>79</sup>. Les propriétaires fonciers anglais vont préférer traiter avec les marchands-forains italiens grâce auxquels ils disposent des biens de luxe continentaux, tout en leur permettant d'écouler leur production lainière.

<sup>76</sup> "In 1318, the capital of the Bardi was 875,638 Florins, worth about £.130,000, at the time when the ordinary income of English crown was only £.30,000 " in **Miller, E** : "Government Economic Policies and Public Finance" in **Cipolla, C.M.** : " The Fontana Economic History of Europe: The middle Age". Ed Cipolla. New York. 1971. P 310.

<sup>77</sup> **Idem** : p311.

<sup>78</sup> **Seurot François** : « Les crises bancaires en Italie au Moyen Age : Un essai d'application de la théorie de Minsky-Kindleberger » CREDES. Université de Nancy 2. P 14. Voir aussi **Renouard, Y.** : "Les hommes d'affaires italiens du Moyen-Age". A. Colin .1968. Paris. P 179. « Dans l'ensemble, il apparaît que les bénéficiaires des compagnies étaient plus grands dans le commerce international que dans le commerce local et plus grands dans le commerce de l'argent que dans celui des marchandises. »

<sup>79</sup> **Goldsmith, R.N.** : « Pre modern Financial Systems. A Historical Comparative Study". Cambridge University Press. 1987. P 171.

D'autre part, le royaume, espace politique en formation connaît un état de guerre permanent. Ces besoins financiers le poussent donc à convertir les traditionnelles obligations d'allégeance personnelle en contributions monétaires, comme l'exprime G.Sapori<sup>80</sup> :

**« On introduisit de bonne heure la taxation de la propriété mobilière et immobilière ; la capitation et la dîme ; la perception des droits de justice ; les droits d'exportation. Cependant, lorsque les Bardi et les Peruzzi entrèrent en Angleterre, la majeure partie de ces ressources étaient asséchées. »**

C'est donc pour les nécessités impérieuses de financement de son déficit public croissant et pour assurer la protection puis l'extension de son espace politique que la souveraineté anglaise va accueillir les Compagnies florentines en leur offrant, à la fois, son soutien contre le protectionnisme hostile de la municipalité de Londres et des guildes d'artisans mais aussi de fortes garanties hypothécaires en matières mobilières et immobilières comme contrepartie aux prêts consentis.

Cette situation nouvelle introduit une forte instabilité politique et sociale interne dont chaque partenaire (ou adversaire) va chercher à profiter. Ainsi, lorsqu'en 1303, Edouard I<sup>er</sup> promulgue la "*Charta Mercatoria* " qui offre le monopole du commerce extérieur aux Florentins, c'est une révolte des barons qu'il doit combattre.

Au contraire, quand cette Charte est momentanément abolie, en 1326, ce sont les magasins des Bardi qui sont détruits par les guildes londoniennes.

On doit ajouter que le recours au crédit sur le plan intérieur est difficile compte tenu du contexte religieux. Aussi, paraît-il plus aisé au monarque de se tourner vers les marchands-banquiers italiens dont on a vu précédemment l'habileté à masquer l'intérêt derrière les opérations internationales de change et à maintenir les fondements solides d'une économie de rente.

Dans ce cas d'ailleurs, l'opération financière va se combiner avec une opération commerciale spécifique destinée à l'industrie florentine, puisque<sup>81</sup> :

**« Les capitaux et les intérêts ne quittaient pas l'île sous forme monétaire mais étaient convertis en toison des moutons locaux très renommés pour l'industrie du draps »**

Ici encore, à l'origine de la domination du marchand-banquier, nous retrouvons à la fois le différentiel productif<sup>82</sup> entre régions d'Europe et le morcellement de son espace politique.

<sup>80</sup> "Si introdussero di buon'ora la tassazione della proprietà immobiliare e della mobiliare; la capitazione e decimazione ; la riscossione dei diritti di giustizzia ; i dazi di esportazione. Al tempo, pero, in cui i Bardi e i Peruzzi entrarono in Inghilterra, la maggior parte di tali cespiti si erano dissecati".In **Sapori.G** : "La crisi delle compagnie mercantili dei Bardi e dei Peruzzi" .Bibliotheca storica toscana. Firenze .1926. P 14.

<sup>81</sup> "...capitali di ritorno e interessi non uscivano dall'isola in moneta , ma eran convertiti nei bei velli dei rinomati montoni locali per l'industria dei drappi...". **Idem** : P 21.

<sup>82</sup> Carlo Cipolla insiste sur cet aspect. in **Cipolla C.M** : « Il governo della moneta a Firenze e Milano nei secoli XIV-XVI » Bologne. Il Mulino. 1990.

Mais c'est en acceptant les risques contenus dans les rapports avec cet espace qu'il peut mettre en œuvre sa fonction centrale: celle du change par art. G.Sapori<sup>83</sup> en date très précisément le début et les caractéristiques :

**"A l'origine, les prêts au secteur privé commencèrent avec le crédit de £.10 en date du 8 juin 1313 à Roger de Morteyn, évêque de Bath et de Wells. Sporadiques au début, les documents de même nature devinrent de plus en plus nombreux »**

Il faut ajouter, ici, que la situation des marchands-banquiers florentins est singulièrement avantageuse de ce point de vue, grâce aux privilèges royaux qui leur sont accordés.

En effet, outre la reconduction, en 1329, du monopole du commerce extérieur à leur profit y compris les revenus issus des droits de douane, les Bardi obtiennent, en 1332, les revenus de la frappe des monnaies de Cornouailles (le sequin) contrôlant même les clefs de l'Estampille Royale. Ils disposent donc, fait étonnant, d'un droit de seigneurage privé sur une monnaie publique.

On mesure l'importance de ce fait lorsqu'on se souvient que la condition de gain du change par art résulte précisément de la pratique du seigneurage.

Avec le couronnement du roi Edouard III en 1327, les questions de souveraineté se poursuivent et même s'amplifient. La frontière écossaise est peu sûre, en outre l'Ecosse bénéficie du soutien du roi de France Philippe de Valois dont le droit au trône est contesté par le même Edouard III.

Il s'ensuivra le projet d'invasion de la France à partir des Flandres dont on sait qu'il sera le prodrome de la "Guerre de Cent Ans"

Les premiers préparatifs du débarquement de 1338 nécessitent le soutien de la finance florentine pour se procurer les armes, payer les mercenaires, contracter des alliances et renforcer les fidélités. Le coût est, à tous niveaux, élevé pour le royaume<sup>84</sup> :

**"On avait à peine terminé d'évaluer le crédit total des Bardi pour la guerre avec l'Ecosse qui se montait à £.12235 et à £.11732 pour les Peruzzi, que rapidement, le débit du souverain monta respectivement à 62000 et 35000, pendant que les versements continuaient et que se multipliaient les contrats pour des subventions futures. On ne savait pas même comment payer le capital et les intérêts : c'est que tous les revenus étaient désormais engagés et les tergiversations des fonctionnaires menaçaient d'arrêter la grande machine de l'armée en formation »**

Le remboursement du capital et des intérêts est, en fait, précisé puisque celui-ci est d'abord gagé sur les impôts à valoir et effectué en laine, charge aux marchands-

<sup>83</sup> "Il ricordo dei prestiti a privati si inizia col credito di Ist.10 date l'8 giugno 1313 a Roger de Morteyn il vescovo di Bath e Wells (...) Sporadici da principio , i documenti di igual natura divengono via via più numerosi ..." **ibid** : P 39.

<sup>84</sup> " Erano appena finiti i conti per riconoscere il credito totale dei Bardi per la guerra di Scozia ammontava a Ist 12235 e quello dei Peruzzi a Ist 11732, che subito il debito del sovrano sali rispettivamente a 62000 e a 35000, mentre i versamenti continuavano e si moltiplicavano i contratti per sovvenzioni future. Neppure si sapeva piu con quali mezzi pagare capitali e interessi: che tutti i proventi erano ormai impegnati e le tergiversazioni dei funzionari minacciavano di arrestare la grande macchina dell'esercito in formazione." **ibid** : P 53.

banquiers florentins de les vendre en terre flamande.

Malheureusement pour le roi et pour ses financiers, la laine (extorquée au parlement de Londres et aux monastères anglais) ne parvient que pour une faible partie en Flandres. L'armée anglaise se trouve donc bloquée sur la plage d'Anvers pendant près d'un an, occasionnant de nouveaux emprunts, gagés, cette fois, sur les biens propres de la Couronne, ce qui constituent évidemment la garantie ultime.

Face à l'échec militaire et financier, le roi, par son décret du 6 mai 1339, suspend provisoirement le paiement des créances qui lui sont présentées tout en assurant les Florentins d'un remboursement ultérieur en arguant de la victoire d'une prochaine campagne effectivement lancée le 9 mars 1340.

Ne pouvant plus éviter de prêter, compte tenu des risques encourus, les Florentins viennent à nouveau au secours du roi, ce que va refuser de faire pour sa part le Parlement de Londres précipitant ainsi, le second échec. Face à l'hostilité populaire à l'égard des Toscans, Edouard III, usant de son pouvoir royal, devra s'engager par diverses mesures dilatoires, sur la voie de la suspension effective sinon "de jure" du remboursement des emprunts contractés.

En premier lieu, en 1342, le souverain anglais va emprisonner les dirigeants des filiales anglaises des Bardi et des Peruzzi sous l'accusation de malversations (ils auraient vendu de la laine de second ordre au prix de la laine de première qualité aux représentants anglais de la Sainte-Croix). Cet excellent prétexte est ensuite le préambule à la mise en place d'une commission royale chargée d'établir le montant du débit royal à l'égard des compagnies florentines.

Le montant de l'estimation, ridiculement faible, ne fait évidemment aucun doute et le roi s'engage à émettre au profit des Bardi une "*spezie di cambiale de Ist 23.082,s3,d10 1/2*". Si l'on admet les données proposées par l'historiographe Villani, contemporain de l'événement, il semble que la dette anglaise puisse être évaluée, auprès des seuls Bardi à 900000 fiorini d'oro<sup>85</sup>.

Si l'on sait qu'à cette époque, la livre sterling oscille entre 5,6 à 6,5 fiorini d'oro, on peut donc évaluer la dette royale à l'égard des Bardi entre 138.461 et 160.714 Livres sterling. Par conséquent, on peut dire que le souverain s'engage dans la seule promesse d'un remboursement avoisinant les 15% de la somme<sup>86</sup>.

Les difficultés des Florentins ne sont pourtant pas terminées puisque créanciers du roi, ils en sont aussi partiellement débiteurs. En effet, à partir de 1343 et jusqu'en 1345, ils se sont engagés à lever l'impôt à la fois comme contrepartie des prêts au roi, mais également afin d'assurer le revenu ordinaire du souverain.

C'est cette opération non effectuée, compte tenu de l'importance des débits du souverain, que va saisir le roi pour emprisonner à nouveau les Florentins qui seront rachetés par les compagnies pour la somme de 18000 livres sterling, somme assez

<sup>85</sup> **Idem** . P 35.

<sup>86</sup> Laquelle ne sera pas honorée effectivement avant 1357.

proche des engagements royaux pour solde de tout compte. Les promesses échangées ensuite, de part et d'autre, resteront lettre morte comme l'indique G. Saporì<sup>87</sup> :

**" Promesses et pactes du Roi et des Bardi furent vains. Ni le Roi n'honorant plus son débit à partir de 1348, ni les marchands qui exigeaient leur solde, ne déboursèrent plus un seul denier".**

C'est donc bien contraints par un système de réciprocité aussi incontournable que fragile sur le plan financier, obligeant les marchands-banquiers florentins à sortir de leur espace économique afin de garantir l'enrichissement par art, que ceux-ci vont devoir passer sous les fourches caudines de la monarchie anglaise. Mais c'est la confrontation avec leur propre espace politique national qui va de manière définitive précipiter les compagnies florentines d'une fragilité financière inhérente à leur position vers une crise financière destructrice.

### 3-3- De la fragilité financière florentine à la "Crisi Communale" :

Les pertes exceptionnelles occasionnées par l'aventure anglaise n'auraient probablement pas suffi à provoquer la crise financière dans la cité florentine car la structure des compagnies bénéficiait d'une confiance tout à fait robuste de la part des déposants florentins et étrangers. En effet, les profits réalisés sur le plan international étaient réinvestis hors de la Compagnie mais sur le territoire de la République de Florence.

Tout d'abord, l'essentiel des emprunts publics de la Cité, considérés comme particulièrement sûrs, était souscrit par les hommes d'affaires des Compagnies. Mais surtout, ils achetaient ou faisaient construire de somptueux palais dans la Cité et se procuraient des biens-fonds dans la région, ce qui faisait d'eux les principaux propriétaires fonciers et immobiliers du lieu.

Cette stratégie d'acquisition possédait un double avantage :

- En premier lieu, l'importance du capital ainsi immobilisé et les ressources stables qu'il procurait, étaient aux yeux des déposants une garantie solide susceptible d'agir comme contrepartie réelle d'opérations financières internationales fortement risquées dans un contexte où la seule possibilité de réaliser ses titres, pour le porteur, restait la compagnie émettrice<sup>88</sup>.
- Ensuite, cette ostentation, que le mécénat amplifiait, correspondait à une conversion des bénéfices réalisés en une richesse évaluée et reconnue socialement comme élément de puissance<sup>89</sup> :

**" Le public florentin, en considérant les nombreux immeubles des associés d'une Compagnie dont il savait qu'ils étaient responsables sur toute leur fortune des sommes reçues en dépôt, prenait ou gardait confiance dans cette compagnie.**

**Les biens-fonds et les maisons achetées par les hommes d'affaires grâce à leurs bénéfices leur servaient à préparer de nouveaux bénéfices en assurant à leurs**

"Promesse e patti del Re e dei Bardi furono vanti. Ne il Re scalo più il suo debito, a partire dal 1348, ne i mercanti che rimandarono il saldo del loro, sborsarono più un solo denaro". In Saporì, G. : "La crisi delle compagnie mercantili dei Bardi e dei Peruzzi". Bibliotheca storica toscana. Firenze . 1926. P 84.

<sup>88</sup> L'avènement d'ordre productif nouveau, le capitalisme va modifier cet état de fait.

<sup>89</sup> **Renouard, Y.** : "Les hommes d'affaires italiens du Moyen-Age". A. Colin . 1968. Paris. P 181.

***Compagnies la confiance du public sur laquelle la vie des plus grandes Compagnies reposait presque exclusivement”.***

La confiance était, en effet, nécessaire puisque les Compagnies proposaient à leurs clients l'ouverture de dépôts à vue tout en sachant bien que les engagements contractés en excédaient le montant.

On le voit, l'enchevêtrement de l'espace économique des Compagnies dans l'espace territorial et politique de leur cité impliquait que la stabilité de leur gain soit conditionnée par la garantie de l'intégrité de l'espace politique local. C'est justement cet élément qui va bientôt faire défaut<sup>90</sup>.

En effet, à partir de 1332, la nécessité de garantir son existence commerciale et d'assurer l'hégémonie sur les transactions, oblige Florence à adhérer à la “*Lega di Lombardia*” contre Louis de Bavière et ses alliés italiens qui menacent d'étendre l'autorité de l'empire dans leur zone d'influence traditionnelle.

La prise de Lucca par Mastinodella Scala en 1336, plonge, une nouvelle fois, Florence dans la guerre. La direction des opérations militaires est immédiatement prise en charge par les financiers eux-mêmes, Ridolfo de Bardi et Simone Peruzzi, car comme l'exprime G.Sapori :

***« Les sociétés avaient pris le contrôle de la campagne militaire parce qu'elles avaient compris que, dans l'aventure qui commençait, leur destin était lié au sort des armes ; la possibilité de victoire étant à son tour la condition pour dépenser un immense capital dans l'équipement des troupes”.***<sup>91</sup>

La République, outre l'augmentation de l'imposition, s'endette auprès des Compagnies: Celles-ci offrent un prêt de 100000 fiorino d'oro que leur consortium s'engage à prélever sur leur propre capital pour un tiers ; les deux autres tiers étant recueillis auprès des citoyens florentins, ceux-ci ayant le choix d'une garantie sur les gabelles ou simplement sur la Compagnie elle-même.

Les emprunts suivants seront effectués sous forme d'adjudications (en général remportées par un consortium) avec remboursement à valoir sur les recettes fiscales futures de la République. L'importance du niveau de l'emprunt oblige alors les Compagnies à utiliser l'essentiel des dépôts de la clientèle “*sui campi di battaglia*” comme le dira Villani.

En 1338, la guerre a déjà coûté à Florence 600000 fiorini d'oro. C'est ce moment, la République étant exsangue, que son alliée Venise, choisit pour faire défection. Le 24 juin 1339, la signature d'une paix “*sforzata e non volontaria*” devient alors inévitable. Si l'on considère, au même moment, la situation des armées anglaises en Flandres on peut, à bon droit, considérer que les Compagnies florentines viennent de perdre deux guerres.

<sup>90</sup> **Villani.G** : « Nuova Cronica ». TomoSecondo. Libro 11. Biblioteca Tematica. ClassiciDellaLetteraturaItaliana. P 185-187.

<sup>91</sup> **« Le Società avevano adunque preteso il controllo sulla campagna militare , perchè avevan compreso che , nell'avventura che si iniziava , il loro destino era legato alla sorte delle armi , essendo a sua volta la vittoria in rapporto colla possibilità di spendere capitali immensi nel mantenimento delle truppe”** In **Sapori.G** : “La crisi delle compagnie mercantili dei Bardi e dei Peruzzi” .*Bibliotheca storica toscana. Firenze. 1926. P 108.*

Cela se traduit, sur le plan commercial, par une rupture quasi-totale du transit terrestre vers l'Europe du Nord, d'autant plus préjudiciable que les représailles financières contre Venise, empêchant dès lors, l'utilisation des voies maritimes.

En 1340, les Compagnies n'ont plus les moyens extérieurs de faire face à leurs engagements.

Mais il demeure leur puissance politique et économique à l'intérieur de la cité. C'est la raison pour laquelle les Bardi entraînant quelques autres compagnies vont tenter d'imposer aux autorités un moratoire sur les dettes et probablement un changement d'alliance, qui alignant la République sur l'empire, efface d'un trait de plume les créances souscrites par les anciens alliés.

Cette première conjuration des Bardi, comptant s'appuyer sur une population réduite, pour ses classes les plus pauvres, à la famine, va cependant échouer<sup>92</sup>. Toutes les Compagnies n'ont cependant pas participé à cette conjuration armée. Mieux, les Peruzzi siègent au gouvernement.

Mais la chute des Bardi signifiant leur propre chute, la solidarité forcée qui les lie, sur le plan des affaires, depuis 1326, va se confirmer, sur le plan politique, par la faiblesse de la répression que la République exercera contre les conjurés. La fin de la guerre est l'occasion pour Mastinodella Scala de proposer à Florence et à Pise l'acquisition de Lucques, objet initial du conflit.

Dans la situation qui est la sienne, la cité ne peut se permettre cette acquisition. Mais elle ne peut non plus envisager que Pise, l'ennemi principal de Florence, qui lui ôte déjà l'usage du commerce maritime, lui dénie également tout commerce terrestre<sup>93</sup> :

***"La chute de Lucques dans les mains de Pise aurait contrarié le trafic sur les Alpes et sur mer et mis sous contrôle un des derniers flux d'importation et d'exportation. C'était la ruine des 200 producteurs de laine et la famine pour les 30.000 travailleurs qu'ils occupaient."***

La guerre contre Pise est alors inévitable. La ville dirigée cette fois-ci par "*Venti Cittadini sulla guerra di Pisa*" à la tête desquels se trouvent les Peruzzi, s'engage dans celle-ci en Juillet 1341. Cette situation préoccupante inquiète maintenant les déposants ainsi que les autres créanciers. C'est pourquoi, dès cette époque, certaines compagnies, au premier rang desquelles les Peruzzi commencent à réaliser une partie de leurs biens immobiliers au profit de leurs créanciers les plus impatients.

C'est ce qui permet, dans un premier temps, de maintenir la confiance, notamment celle des créanciers étrangers au premier rang desquels les princes napolitains, et d'éviter toute forme de panique.

Cependant, si les grandes compagnies financières évitent le pire, il n'en est pas de même des artisans florentins. Les prêts de court terme qui leur sont proposés

<sup>92</sup> **Becker.M:** "A Study of Political Failure:The Florentine Magnates (1280-1343)" *Medieval Studies*. N°18. 1956. P 246-308.

<sup>93</sup> "La caduta di Lucca in mano dei Pisani avrebbe intercettato ai traffici la via degli Appennini e la via del mare, e posto sotto il controllo altrui flusso della superstita importazione e della esportazione . Era la rovina delle 200 botteghe di lanaioli e la fame dei 30000 lavoratori che esse occupavano" In **Idem** : P 131.

habituellement par les Compagnies ne peuvent être poursuivis<sup>94</sup>. Les artisans sans disponibilités se retrouvent sans garanties face aux tiers. Les premières faillites peuvent alors commencer. Si elles ne sont pas encore financières, elles expriment bien cependant l'incapacité d'un secteur financier affaibli, de faire face à ses opérations coutumières.

La chute de Lucques dans les mains de Pise est évidemment catastrophique pour Florence, d'autant que ses alliés traditionnels, les Guelfes, prennent leur distance. C'est alors la fuite en avant sur le plan politique. La Seigneurie de Florence entame des pourparlers avec Louis de Bavière et les Gibelins.

Cette démarche imprudente est immédiatement condamnée par les banquiers florentins. Cela déclenche pourtant le désastre : les créanciers napolitains, les plus importants, exigent que l'on honore leurs créances. Les protestations de loyauté des banquiers se multiplient<sup>95</sup> :

**« Mais il était désormais trop tard : l'alarme venue des Napolitains, s'était diffusée auprès des créanciers de toute l'Italie et de l'étranger ; et aux énormes requêtes, il n'était malheureusement possible de répondre que par un refus. »**

C'est alors l'ensemble des créanciers qui se précipitent aux guichets des banques. Face à cette panique, les compagnies moyennes, sans soutien des plus grandes ni des autorités de la cité occupées à protéger celles-ci, sont les premières réduites à la faillite.

Les créances qu'elles détiennent les unes sur les autres déclenchent un processus de faillite en chaîne qui entraîne les compagnies dell'Antella, Cocchi, Perondoli, Bonnacorsi, Corsini, Da Uzzano et Castellani.

Les grandes compagnies comprennent dès lors qu'en l'absence d'un fait nouveau, elles ne seront plus exonérées de l'obligation de mettre leurs livres de compte à la disposition des créanciers. Ce fait nouveau se produit le 8 septembre 1342, lorsque l'armée impose la tyrannie de Gualtieri di Brienne "*Duca d'Atene*" nommé "*seigneurie à vie*".

Mais l'espoir d'un moratoire est de courte durée puisque "*la Signoria*" annonce le 20 novembre l'annulation de la dette publique que les compagnies ont, les premières, contribué à financer : Publiquement, l'autorité de la Cité déclare sa banqueroute<sup>96</sup>.

L'incapacité de la SignoriadelDuca d'Atene face à la crise contribue à sa disgrâce le 3 août 1343. L'instabilité politique qui en résulte pousse les Bardi à la solution désespérée d'imposer par la force un "*gouvernement des Magnats*" (24 et 25 septembre 1343) qui leur éviterait la faillite en refusant les créances des citoyens florentins.

---

<sup>94</sup> **Sée.H.** : " Les origines du capitalisme moderne. Esquisse historique" Chapitre III: "Les manifestations du capitalisme à Florence". Armand Colin. 1926. P 210.

<sup>95</sup> "Ma era ormai troppo tardi : l'allarme mosso dal Napoletano, si era diffuso fra i crediteri di tutta Italia e dell'estero; e alle ingenti richieste non si potè, purtroppo, rispondere che con rifiuti." In **Sapori.G.** : "Una parentesi ghibellina nella politica guelfa di Firenze" .Rivista delle Biblioteche e degli Archivi. Firenze. 1924. P 237-242.

<sup>96</sup> **Najemy.M.Y.** : "Guild Republicanism in Trecento Florence: The Success and Ultimate Failure of corporate Politics" American Historical review. N°84. 1979. P 53-71.

L'échec politique de cette nouvelle insurrection signifie alors pour les compagnies l'impossibilité d'échapper au désastre financier. La série de faillites de grandes compagnies est inaugurée par les Peruzzi. Le 27 octobre 1343 est prise l'initiative de mise en faillite. A la demande des créanciers un syndic de faillite est mis en place par la Commune qui examine les comptes de la Société des Peruzzi.

L'essentiel de l'actif de la compagnie n'est plus constitué que des créances sur l'Angleterre, la France, la Sicile et d'autres parties du monde : celles-ci sont évidemment, pour la majeure partie, irrécouvrables dans un terme convenable.

Pour le reste, l'actif a déjà été réalisé pour éviter le rush qui frappait les autres compagnies. Il est remarquable que le syndic de faillite ne dise mot de l'existence des créances sur la Commune.

C'est non seulement un excellent moyen de ne pas l'impliquer dans les remboursements fatalement exigés par des créanciers privés aux abois, mais c'est aussi le moyen de rendre responsable de la ruine des Peruzzi, l'ensemble des Couronnes étrangères.

Plus puissante, la Compagnie des Bardi va survivre jusqu'en 1346. Assaillie de toutes parts à partir de 1344, elle va adopter une stratégie qu'elle maintiendra jusqu'à la fin : tenter de repousser les échéances sans jamais dénoncer la créance. Dans le même temps, elle va s'efforcer de liquider progressivement son patrimoine immobilier qu'elle a encore fort important.

Mais, dans cette situation de crise aiguë, l'offre immobilière est mal reçue : la préférence pour la liquidité étant à son comble empêche la réalisation des biens immobiliers et entraîne leur dépréciation, ce qui va enclencher un processus de crise immobilière induit de la raréfaction de l'argent <sup>97</sup>.

***"Quand les compagnies commencèrent, avant la faillite à offrir progressivement leurs biens, la raréfaction de l'argent, conséquence des nombreux dérangements survenus depuis lors, avaient déjà rendu délicates les possibilités d'acquisition ; quand on glissa vers la faillite, l'offre précipitée de maisons et de propriétés, trop abondante par rapport au niveau de la demande, accentua encore la dépréciation des biens immobiliers."***

L'échec est patent : au premier jour de 1346, la faillite de la principale Compagnie florentine est officielle.

### **3-4- La spécificité d'une crise financière médiévale:**

La transmission de la crise financière à l'économie florentine se caractérise par plusieurs dimensions importantes: Banqueroutes publiques, runs et paniques financières puis faillites en chaîne des Compagnies contribuent d'abord à limiter de manière drastique la

<sup>97</sup> " Quando le compagnie cominciarono, prima di fallire , a offrire con una certa calma in vendita i loro beni , la rarefazione del denaro , conseguente ai numerosi dissesti sino ad allora avvenuti, aveva già sopravvalutato la capacità di acquisto del contante ; quando si guinse al fallimento , l'offerta precipitosa delle case e dei poderi , abbondantissima di fronte alla esiguità della domanda , accentuò ancora il deprezzamento degli immobili. ». In Sapori.G : "La crisi delle compagnie mercantili dei Bardi e dei Peruzzi" .Bibliotheca storica toscana. Firenze .1926. P 176.

présence de la Cité dans le cadre du commerce international.

De plus, coupant le crédit en même temps que les débouchés, aux corporations artisanales, elles précipitent la faillite des ateliers de tissage et de confection, principales industries florentines, ce qui est à l'origine du chômage et de la famine parmi le "*popolo minuto*"<sup>98</sup>. L'effet sur les prix est également remarquable. L'analyse laisse apparaître, en effet, une dualité entre actifs et biens de consommation qui semble être une réelle spécificité de la crise financière médiévale :

En premier lieu, actifs réels, productifs et financiers sont brutalement dévalués. Le non-paiement des engagements publics, les moratoires sur les dettes, la consolidation des titres de créances représentent une déflation des actifs dont nous avons montré plus haut qu'elle pouvait atteindre 85% du capital souscrit, du moins dans le cas anglais.

La faillite des artisans florentins et la liquidation de leurs entreprises laisse penser, quoique l'on ne possède pas de chiffres à ce sujet, que la dépréciation des actifs industriels est également la règle. On sait que c'est également le cas pour le patrimoine immobilier et foncier détenu par les compagnies. Si la dépréciation des actifs ne soulève pas de problème théorique spécifique, il n'en est pas de même en ce qui concerne le mouvement du prix des biens de consommation courante<sup>99</sup> : Si l'on considère ces graphiques - ci-dessous - proposés par C de la Roncière, il semble, qu'en ce domaine, les années 40 soient marquées par une hausse des prix assez importante. Au surplus, il est également clair que cela constitue une réelle rupture de tendance.

De la Roncière y voit surtout des raisons liées à des phénomènes d'ordre démographique et en premier lieu, le résultat de l'évolution du nombre de consommateurs<sup>100</sup>. Sans sous-estimer cette hypothèse, il semble possible d'en proposer une autre qui aurait l'avantage de prendre en compte le séisme financier que la cité florentine est en train de subir.

Il faut d'abord rappeler un contexte monétaire florentin marqué par le plurimétallisme et l'existence d'une phase de diminution de change or/argent<sup>101</sup> à partir de 1332 et jusqu'en 1350<sup>102</sup> résultant d'un affaiblissement de l'offre relative de métal blanc. La phase marquée par la crise financière est, on l'a vu, une période où la "préférence pour la liquidité" va croissant en fonction de la montée du risque.

Conformément à la loi de Gresham, dans une situation de change favorable à l'argent, cette monnaie est fortement thésaurisée au point que, si l'on en croit Villani, on ne trouve

---

<sup>98</sup> **Rodolico.N** : « Il popolo minuto : Note di storia fiorentina (1343-1378) » Biblioteca Toscana. 1968. P 128.

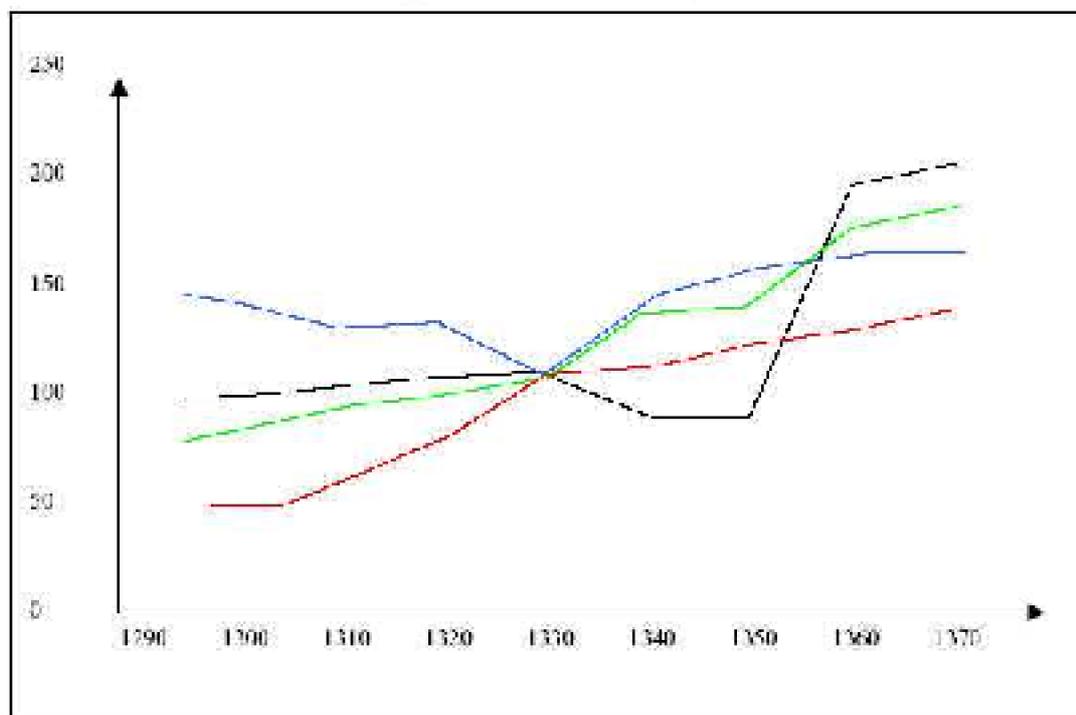
<sup>99</sup> **Roncière (Charles de la)** : "Florence, centre économique régional au XIV<sup>e</sup> siècle. Le marché des denrées de première nécessité à Florence et dans sa campagne et les conditions de vie des salariés. 1320 - 1380". Thèse soutenue à Aix. 1976. P 513.

<sup>100</sup> **Idem** : P 518.

<sup>101</sup> **Ibid**: P 489.

<sup>102</sup> **Ibid**: P 490.

à Florence en août 1345 " *nulla moneta d'argento, se non la moneta de quattrini* " <sup>103</sup> .



Légende : — Froment — Salaires — Porc — Huile

*Document IV- Evolution des prix à Florence entre 1290 et 1370 (Indice 100 : année 1330)*

Source : « Roncière (Charles de la) : « Florence, centre économique régional au XIV<sup>e</sup> siècle. Le marché des denrées de première nécessité à Florence et dans sa campagne et les conditions de vie des salariés. 1320-1380. Thèse soutenue à Aix . 1976. P 51.

Dés lors, la monnaie d'or, le florin se trouve frappée d'une si forte dépréciation relative que les prix-or ne peuvent que s'accroître même par rapport aux biens de consommation d'usage courant. Cette inflation, où la monnaie n'est qu'une courroie de transmission, semble donc bien plutôt trouver sa source dans un brusque mouvement ascendant de la préférence pour la liquidité (ici l'espèce - argent) résultant de la fuite devant la montée d'une fragilité financière majeure.

Enfin, il importe de prendre en compte -parce qu'il contribue dans d'autres ordres

<sup>103</sup> **Cipolla.C.M.** : "Il fiorino e il quattrino. La politica monetaria a Firenze nel '300 ». Il Mulino. Bologna. 1972.

productifs à modeler la fragilité financière- un élément de réflexion récurrent concernant toutes les crises financières : Quelle est la nature de l'action publique visant à rétablir la stabilité une fois la crise engagée ?

La réponse à cette question, en ce qui concerne la Signoria de Florence, présente trois caractéristiques majeures.

Tout d'abord, l'activité juridique de l'administration prend une dimension procédurière très prononcée. Le but recherché, si l'on en croit A.Sapori, semble, en définitive, de repousser aussi longtemps que possible les exigences des créanciers tant florentins qu'étrangers. Au fond, cette solution, c'est de rendre plus complexe toute solution <sup>104</sup> :

***"La législation sur la faillite dans l'espace de trois ans retourna au statu quo antérieur, et les changements survenus pendant cette période, en dernière analyse, obtiendront le résultat pratique de rendre plus compliquée et plus longue, la résolution de la question des faillites, au lieu d'y apporter un remède."***

La seconde action, prenant en compte la diversité des créanciers, consiste à répondre à chacun des groupes sociaux concernés de manière spécifique. En ce qui concerne les créanciers étrangers, la stratégie de la cité s'efforce de passer des compromis visant à éviter les représailles commerciales déstabilisantes lorsque celles-ci sont prévisibles.

Concernant l'église, la solution dépend de la condition des créanciers à l'avantage exclusif du haut clergé ; cette même règle s'appliquera d'ailleurs rapidement à l'ensemble des citoyens <sup>105</sup> :

***"La seigneurie tint finalement une voie moyenne. Distinguant le bas clergé et les grands ecclésiastiques ; opposant au premier, les rigueurs de la loi, cédant au second, en tenant compte des délais qu'ils étaient susceptibles d'obtenir."***

Enfin, le troisième type d'action – action sur l'Etat plus qu'action de l'Etat – est marqué par des tentatives de modifier la forme des institutions de la cité dans un sens favorable aux intérêts des principales compagnies. C'est le cas de la tyrannie du Duc d'Atene de la première période, c'est aussi l'essence même des deux conjurations ourdies par les Bardi dans l'espoir d'instaurer un ***"Gouvernement des Magnats"***.

Quelles que soient les actions entreprises, elles expriment un manque essentiel au dispositif de la puissance publique qui doit aussi s'analyser comme élément permettant à la fragilité financière de se concrétiser comme crise: l'existence d'une banque publique faisant, le cas échéant, office de "prêteur en dernier ressort" : l'intervention de la puissance publique en matière financière est tout au plus indirecte, "non-active" pourrait-on dire. C'est d'ailleurs sur ce point qu'insiste R.Romano <sup>106</sup> en mettant l'accent sur :

---

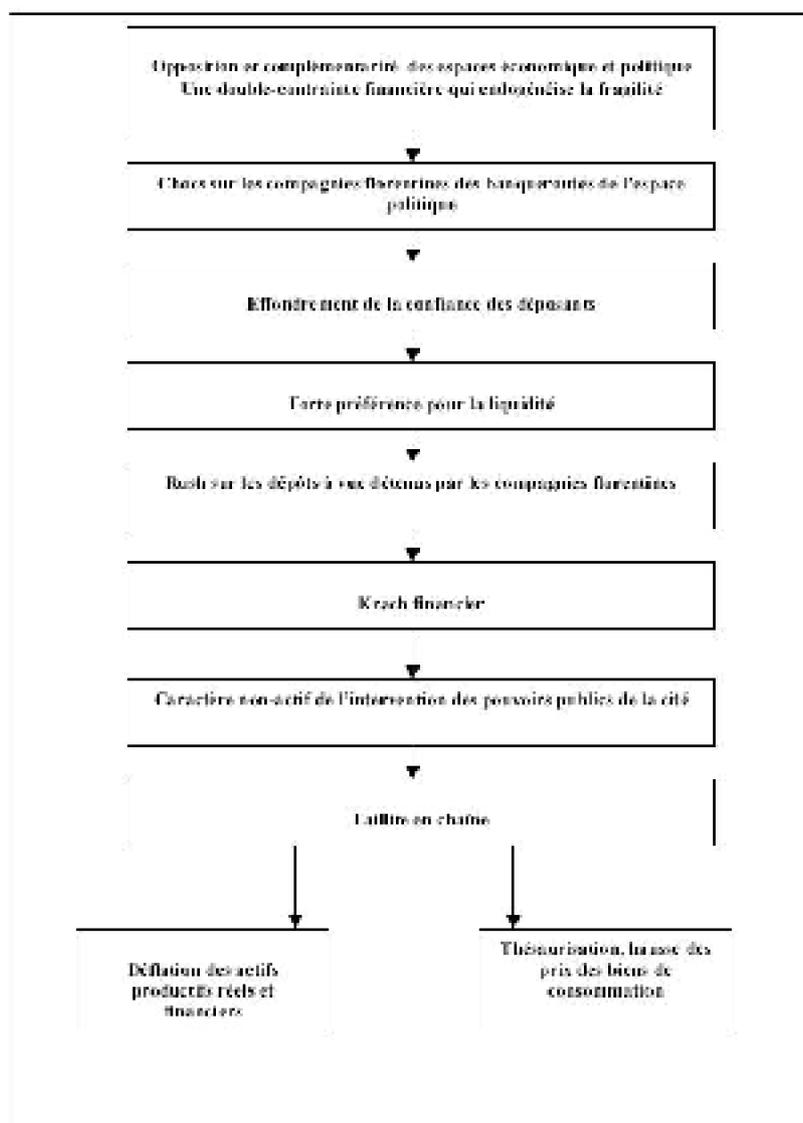
<sup>104</sup> " La legislazione fallimentare nello spazio di un triennio ritornò allo statu quo ante, ed mutamenti avvenuti in questo tempo ebbero, in ultima analisi, il risultato pratico di rendere più complicata e più lunga, anziché di sveltire – come si pretendeva- la risoluzione delle quistioni fallimenti ". In **Sapori.G** : "La crisi delle compagnie mercantili dei Bardi e dei Peruzzi" .Bibliotheca storica toscana. Firenze .1926. P 204.

<sup>105</sup> " La signoria tenne, al solito, una via di mezzo. Distinse fra clero minuto e alti ecclesiastici ; oppose ai primi il rigor della legge, cedè ai secondi, ai quali per altro chiese dilazioni finchè potè ottenerne." **Idem** : P199.

**"Le besoin de créer une structure bancaire plus compacte et plus solide que celle simplement constituée d'une pluralité de banques privées, inévitablement plus sensible aux violentes oscillations du marché."**

Dans les conditions historiques médiévales, une telle exigence ne peut cependant être satisfaite car cela impliquerait un changement décisif de la nature même de la souveraineté : passer de la propriété du Prince ou d'une oligarchie régnante à une forme moderne de l'Etat présentant les traits essentiels d'un véritable service public.

A partir de là, il semble maintenant possible de proposer une présentation du processus et des séquences de la crise médiévale qu'il faut interpréter en liaison étroite avec la fragilité financière d'un système de réciprocité construit comme double-contrainte.



Document V : Conséquence de la fragilité financière médiévale : la crise financière

<sup>106</sup> " Il bisogno di creare una struttura bancaria più compatta e più solida di quella che può essere semplicemente costituita dalla pluralità delle banche private, inevitabilmente più sensibili alle violente oscillazioni di mercato ." In **Romano, R.** "L'Italia nella crisi del XIV Secolo". Nuova Rivista Storica. Roma. 1966. P 586.

*médiévale et ses séquences*

## CONCLUSION : LA DOUBLE-CONTRAINTE FINANCIERE MEDIEVALE ET LA CRISE FLORENTINE

---

A l'évidence, cette crise n'est pas de nature commerciale même si les profits commerciaux des compagnies s'étaient réduits avant les difficultés en Angleterre<sup>107</sup>. Elle n'est pas non plus le résultat du hasard ou d'un ensemble d'erreurs de gestion ou de fautes politiques<sup>108</sup>.

Le processus de la crise financière démontre, de la part des deux principaux acteurs, la volonté de préserver les fondements du système de réciprocité déjà évoqué<sup>109</sup>. Mais l'ouverture de la crise exprime, au contraire, la dislocation de ce système et l'abandon de leur solidarité obligée.

Sa racine résulte bien d'une fragilité financière issue de la disjonction entre l'espace politique et l'espace économique qui fonctionne pour le marchand-banquier comme une double contrainte. C'est au fond ce que conclut G.Sapori<sup>110</sup> :

***"Je crois avoir de cette façon, élargi le cadre de la faillite des Bardi et des Peruzzi et avoir fait la preuve de la manière dont doit être pensée dans son ensemble, la catastrophe bancaire de Florence dans la décennie 1340-1350. Cela est arrivé pendant que se développaient deux grands phénomènes historiques : la crise de la monarchie féodale anglaise, laquelle était en retard par rapport aux monarchies du continent ; et la crise du système politique communal à Florence qui se poursuivait sous la forme du Principat."***

Cela permet d'envisager la nature de la fragilité financière corporative comme double-contrainte car si on ne peut bien entendu penser que cette disjonction soit permanente, il est de fait que le rythme de chacune des deux configurations, l'économique et la politique, n'est pas le même. Celui du marchand-banquier est construit sur la stabilité de son espace ; celui du souverain est fait d'impondérable : Quoique non permanente, la disjonction est donc toujours éminemment probable même si la conjonction exprime le nécessaire.

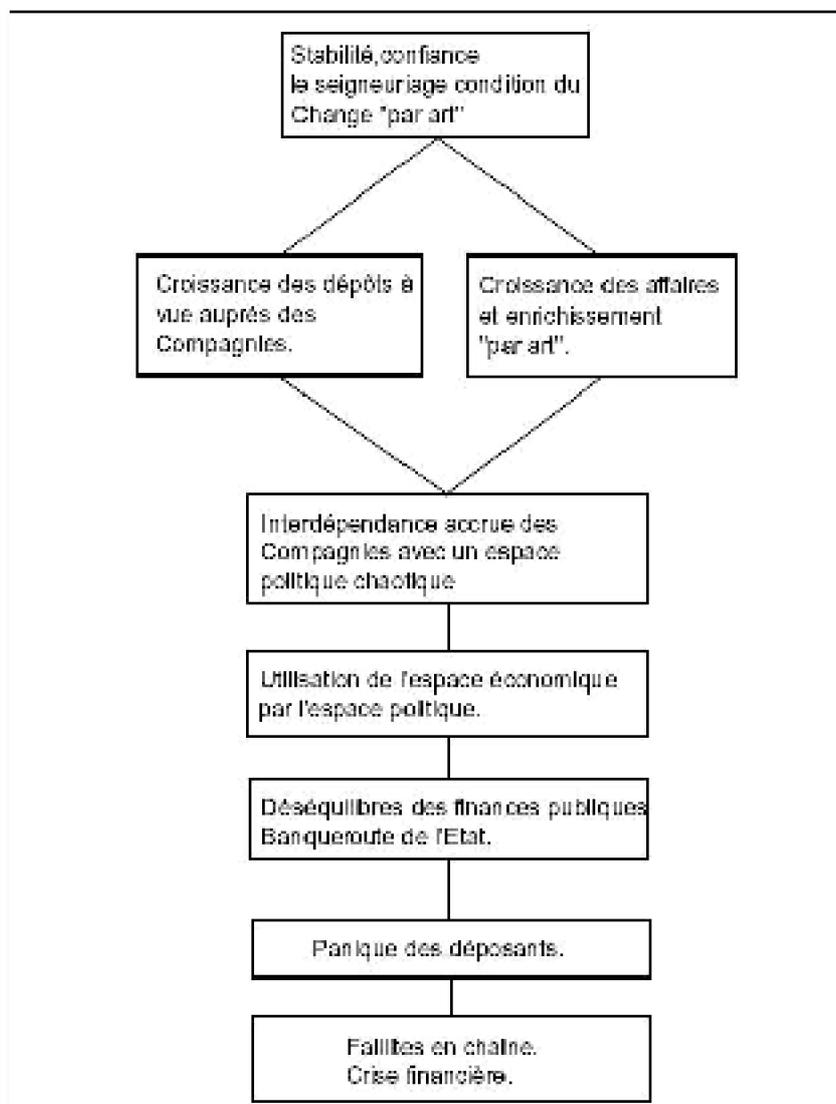
<sup>107</sup> **Hunt Edwin**: « The medieval Super- Companies: A study of the Peruzzi Company of Florence » Cambridge University Press. Cambridge. 1994. In **Seurot** Op Cit. P 13.

<sup>108</sup> **Lane F. Mueller R**: « Money and Banking in Medieval and Renaissance Venice » Vol. I "Coins and Money of Account" Baltimore. Johns Hopkins University Press. P 453 in **Seurot** Op Cit. P 14.

<sup>109</sup> L'apparent "esprit bourgeois" du marchand-banquier est surtout un "esprit rentier" qui ne souhaite en rien remettre en cause un cadre dont il tire finalement avantage. Cf. **Sombart.W**: « Le bourgeois » Edition Payot. Paris. 1913 . P 111-112.

<sup>110</sup> "Credo di avere in tal modo allargato il quadro del fallimenti dei Bardi e dei Peruzzi, e di avere offerto un saggio di come deve essere pensata nel suo insieme la catastrofe bancaria di Firenze nel decennio dal 1340 al 1350. Essa avviene mentre si svolgono due grandi fenomeni storici : la crisi della monarchia feudale inglese , la quale era in ritardo rispetto alle monarchie del continente ; e la crisi del sistema politico comunale in Firenze che avviava verso la forma del Principato. » **Idem** : P 206.

C'est d'autant plus vrai que l'ouverture de plus en plus grande d'un espace politique à l'espace économique, tout en étant une opportunité de gain croissant, est en même temps, une accentuation de la probabilité du désastre justement parce qu'elle approfondit, de manière inévitable comme double-contrainte, le terme instable de la réciprocité en réduisant, en même temps, les possibilités de désengagement des acteurs.



Document VI : La structure de double contrainte du système de réciprocité médiéval engendre un processus de fragilité financière

Pour ce qui concerne la Compagnie elle-même, sa structure organisationnelle est conforme aux normes médiévales de la corporation : L'homme d'affaire florentin du début du XIV<sup>e</sup> siècle n'est pas encore le "bourgeois calviniste" fait de rationalité et d'individualisme que décrira cinq siècles plus tard Max Weber.

Pour reprendre la terminologie de F.Tönnies, la Compagnie florentine est plus une "Gemeinschaft"<sup>111</sup> qu'une "Gesellschaft"<sup>112</sup>. Les conséquences en sont alors évidentes : la division des risques n'est pas un concept pensable pour une Compagnie dont le cœur

est la famille élargie.

Une telle structure, bien adaptée aux espaces stables, sait mal résister aux tempêtes : La faillite d'un seul correspondant est potentiellement la faillite de l'ensemble de la Compagnie. De ce point de vue, la Compagnie florentine est bien telle que la nomme Villani <sup>113</sup> un "colosso dia piedi di creta".

Ce sera la modernité des successeurs florentins des Bardi et des Peruzzi, les Médicis d'en tirer la leçon dans la mise en place des nouvelles formes de Compagnies <sup>114</sup> :

**« Ces firmes comme celles des Médicis ou celle de F.Datini de Prato furent groupées en associations presque indépendantes dans lesquelles la famille dominante prenait la meilleure part. Cette forme d'organisation limita le risque qui avait conduit les compagnies florentines centralisées à leur chute au XIV<sup>e</sup> siècle ».**

Il faudra attendre le XVII<sup>e</sup> siècle, pour que ce processus connaisse une inflexion majeure avec la généralisation des bourses de marchandises autant nécessaire pour drainer les capitaux du commerce au loin que pour répondre aux inquiétudes du porteur de titres des compagnies.

## CHAPITRE II : LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME MARCHAND.

\* A partir du XVI<sup>e</sup> siècle, le monde moderne s'ébauche, rompant avec les "temps longs" en apparence immuables, l'ère du changement s'empare progressivement des domaines culturel, politique et économique.

C'est l'époque où apparaît l'individu dans son acception moderne, celui que Max Weber <sup>115</sup> a mis en lumière à travers l'une de ses caractéristiques historiques: "*l'éthique protestante*" est l'un des vecteurs de "*l'esprit du capitalisme*" naissant.

C'est aussi l'époque de la crise latente puis ouverte des légitimités traditionnelles.

<sup>111</sup> Communauté.

<sup>112</sup> Société.

<sup>113</sup> **Villani.G**: Op.cité. Fondazione Pietro Bembo / Ugo Guanda. Editore in Parma. 1991. Edizione Elettronica del 28 ottobre 1997.

<sup>114</sup> "These firms like the Medicis or that of F.Datini of Prato were grouping of almost independent association, in which the dominant family held the greatest share. This form of organisation to a degree split up the risks which had led to the downfall of the centralised Florentine companies in the fourteen century". In **Miller.E** : "Government Economic Policies and Public Finance" in **Cipolla.C.M** : "The Fontana Economic History of Europe: The Middle Age". Ed Cipolla. New York. 1971. P 319.

<sup>115</sup> A travers l'émergence d'une rationalité en finalité. Cf. **Weber. M** : "L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme". Plon. Collection Agora. Paris. 1<sup>o</sup> édition française 1964.

L'espace politique se modifie dans ses fondements : la souveraineté du Prince avance très lentement vers une conception de l'Etat présentant une dimension de service public ; presque naturellement en Hollande, contractuellement en Grande-Bretagne, dans le conflit ouvert en France.

De tels bouleversements ne sont pas sans lien avec les ruptures décisives qui s'opèrent dans l'organisation économique et particulièrement dans la sphère commerciale et financière.

L'urbanisation intense, l'essor des productions et des transports, l'accroissement démographique, l'amélioration des conditions de la consommation obligent le commerce de gros à modifier progressivement le cadre de son activité, d'autant que les routes océaniques prennent leur envol à l'Est puis à l'Ouest ; Le monde, hier clos, semble désormais infini.

La structure de la foire permettait l'action de communautés organisées. Elle permet mal l'ajustement fins-moyens d'une rationalité individuelle.

Au surplus, le canal des foires est trop épisodique. Aussi, tend-il à s'estomper pour laisser place à des formes de transactions plus régulières et de plus grandes dimensions. Débutant au XVII<sup>e</sup> siècle, la mise en place des entrepôts et des magasins devient un phénomène général dans l'Europe du XVIII<sup>e</sup> siècle.

Non que la foire disparaisse, mais elle n'existe plus que comme une forme archaïque des échanges. Son maintien peut être interprété comme le plus sûr indice du retard économique<sup>116</sup> de la région où elle subsiste. Si l'on en croit Braudel<sup>117</sup> :

***“ Au-delà de 1622, cependant, aucune foire ne se situera plus au centre obligatoire de la vie économique de l'Europe, pour en dominer l'ensemble. C'est qu'Amsterdam qui n'est pas une vraie ville de foire, a commencé à affirmer son rôle, reprenant à son compte la supériorité antérieure d'Anvers, elle s'organise comme une place permanente de commerce et d'argent.”***

Si la prédominance de la “ville d'entrepôt” est assurée au XVIII<sup>e</sup> siècle, le processus en aura été long. Au départ du commerce de gros, il y a probablement une nécessité de stockage pur et simple en liaison avec la lenteur des communications, la fragilité des espaces politiques, l'irrégularité et l'aléa des productions.

C'est probablement l'accroissement du trafic mais aussi sa meilleure régularité, notamment à travers l'expansion commerciale vers l'Atlantique qui, par les volumes mis en œuvre, va dépasser le cadre du simple dépôt de marchandises pour s'engager dans la voie du commerce de gros.

L'émergence et la généralisation de l'activité du négociant, disposant d'une relative autonomie individuelle de décision, est la condition première de l'apparition des Bourses. Leurs premières formes se mettent en place autour de transactions portant sur les marchandises et le change des monnaies. C. Carrière<sup>118</sup> insiste sur son lien immédiat

---

<sup>116</sup> Mais encore plus probablement comme l'expression du maintien de valeur communautaire plus que sociétaire.

<sup>117</sup> **Braudel.F** : "Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme, XV<sup>e</sup> - XVIII<sup>e</sup> siècles". "Les Jeux de l'Echange " T2. A. Colin. Paris. 1979. P 73.

avec le commerce de gros en décrivant la Bourse de Marseille comme :

**“ Une grande salle communicant par quatre portes avec le quai et où sont affichés les billets de départ des navires ”.**

Le changement radical mis en place à Amsterdam au début du XVII<sup>e</sup> siècle, c'est l'apparition d'une Bourse des valeurs autonome par rapport aux autres activités. Son caractère est si spécifique que Braudel<sup>119</sup> peut l'assimiler à :

**“ une foire de change qui ne s'interrompt pas ”**

La continuité des transactions sur les titres de financement répond ainsi aux nécessités nouvelles du commerce de longue distance, mais la forme que prennent ces transactions reste marquée par ses origines issues de l'économie de rente post-médiévale.

Une telle transformation ne saurait être cependant assimilée à une orientation vers le marché tel qu'il sera modélisé au XIX<sup>e</sup> siècle. On ne peut interpréter ces changements comme un saut de la foire vers le marché concurrentiel ; pendant longtemps en effet, la bourse, comme les autres lieux de transactions, est traversée par les rapports de force entre économie de rente et économie de marché. Elle restera longtemps un enjeu.

Au début de cette période, l'environnement demeure celui d'une économie de rente dont la rigidité laisse place, par épisodes de plus en plus fréquents, aux prémices d'un marché bouillonnant et vite chaotique. Il faudra attendre la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle pour voir ce marché l'emporter définitivement sur une économie de rente en plein déclin.

Mais c'est beaucoup plus tard que les bourses traditionnelles laisseront la place à de véritables marchés financiers sans pourtant atteindre le statut de foyer essentiel du financement de l'activité puisque longtemps la banque d'émission et de crédit s'avérera une instance plus efficiente que le marché lui-même. La fragilité financière, dont il s'est révélé porteur, limite trop la qualité des relations prêteurs-emprunteurs<sup>120</sup>.

\* Nous allons montrer que le cadre de la fragilité financière du capitalisme marchand s'inscrit dans cette opposition. La fragilité est ici différente de celle de l'ère médiévale. La réciprocité entre l'espace politique et l'espace économique n'est plus la seule origine de l'instabilité.

Cette cause n'a pas bien sûr disparu, mais elle n'est plus dominante. Souvent l'Etat, dans son paradoxe -garant de la sphère politique et de l'économie de rente- est à l'origine de la mise en place d'un marché chaotique comme nous le verrons pour les périodes précédant les crises de 1672 et 1720. Cependant, cette action de l'Etat s'inscrit, de toute façon, dans un processus qui se propage déjà dans l'espace économique comme les situations de 1609 et 1636 nous le montreront.

Nous allons devoir expliciter le fait que les traits marquants de cette nouvelle période sont les bouleversements internes de l'espace économique lui-même. C'est à travers ce

---

<sup>118</sup> **Carrière. C** : "Négociants marseillais au XVIIIe siècle". Albin Michel. Paris. 1973. P 165.

<sup>119</sup> **Braudel.F** : "Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme, XV<sup>e</sup> - XVIII<sup>e</sup> siècles ". "Les Jeux de l'Echange " T2. A. Colin. Paris. 1979. P 80.

<sup>120</sup> Cf infra. Deuxième partie.

passage souvent douloureux d'une régulation par l'économie de rente, ne cessant pas, à la régulation par le marché ne s'imposant pas, qu'il nous faut rechercher la nature nouvelle de la fragilité financière du capitalisme marchand.

Comprendre cette fragilité, en expliciter l'origine, nécessitera donc dans un premier temps, d'analyser l'économie de rente jusqu'à sa déstructuration par l'économie de marché naissante.

Le cadre de cette réflexion concernant le système financier propre au capitalisme marchand peut se définir ainsi :

Le financement à partir de l'économie de rente ne peut plus s'effectuer de manière traditionnelle parce que les monopoles sont de plus en plus minés par la concurrence liée à l'émergence, à travers les décombres des vieilles institutions médiévales, d'un nouvel acteur individualiste et rationnel.

L'économie de rente est déstabilisée par un espace politique en transition qui appelle, pour ses besoins propres, à la naissance d'un marché sans offrir les capacités régulatrices et juridiques efficaces aptes à remplacer les règles communautaires des guildes tombées en désuétude.

Enfin -et cette modification est essentielle- le besoin de capital nécessaire pour engager une compagnie dans le commerce au loin est incommensurable si on le rapporte aux besoins médiévaux. Dès lors, capter largement l'épargne publique ne peut se réaliser que si la liquidité des titres de propriétés est garantie.

A Florence au XIV<sup>e</sup> siècle, le déposant avait comme solution à son inquiétude le seul retrait aux guichets de la compagnie. Avec la bourse d'Amsterdam au XVII<sup>e</sup> siècle, le porteur doit disposer de plus de liberté. D'autres agents, répondant à des anticipations différentes des siennes, peuvent accepter d'acquiescer son actif.

Finalement, il deviendra possible de valider l'hypothèse selon laquelle l'activité financière se trouve soumise à une logique de double-contrainte. L'ancien mode de financement n'est plus en mesure de fonctionner comme avant. Il faut alors nécessairement s'ouvrir à un mode nouveau, celui d'un marché, dont les caractéristiques laissent pressentir qu'il ne peut pas ne pas fonder un cadre propice à la fragilité financière.

En effet, nous montrerons que ce cadre est avant tout marqué par une situation fortement asymétrique sur le plan informationnel. Les acteurs ne peuvent plus fonder leurs comportements et leurs décisions sur une logique de valeur ou une logique institutionnelle propre à celle de la rente médiévale<sup>121</sup>. Ils sont alors contraints de s'adapter à une pure logique de prix c'est-à-dire une logique spéculative donc finalement mimétique.

La forte probabilité d'un écart prix-valeur c'est-à-dire d'une possibilité de surréaction se trouve ainsi fondée comme source essentielle de la fragilité financière.

Afin de préciser cette démarche, nous serons amenés à distinguer deux types de configurations marquant cette période : le modèle de bourse marchande dans lequel les

---

<sup>121</sup> C'est-à-dire dans un univers de certitude au sens où l'était celui de la foire médiévale.

normes de marché émergent de l'institution elle-même et dont la fragilité mènent à des runs ou des paniques et le modèle de marché financier en formation, en extériorité par rapport aux institutions rentières et dont les crises se caractérisent par des bulles à caractère restreint.

A partir de là, nous pourrons, à l'aide d'exemples historiques souvent empruntés à la ville d'Amsterdam, première ville commerciale et financière de l'époque, déterminer les caractéristiques concrètes de la fragilité financière du capitalisme marchand, pour établir sa spécificité à la fois par rapport à la fragilité médiévale et par rapport à celle du capitalisme productif.

Notre démarche va donc se développer en trois étapes.

- Dans un premier temps, il s'agira de comprendre la spécificité du mode de financement du capitalisme marchand pour faire émerger l'existence de deux modèles distincts.
- Dans un second temps, nous analyserons la fragilité propre au premier modèle, celui des bourses commerciales traditionnelles lorsqu'elles parviennent à contenir l'émergence d'un marché autonome.
- Enfin, nous mettrons en lumière la spécificité de la fragilité issue des marchés financiers en formation, c'est-à-dire échappant -au moins conjoncturellement- à l'emprise de l'économie rentière.

Nous pourrons alors conclure en suggérant que la fragilité financière propre au capitalisme marchand obéit, elle aussi, à une structure de double-contraite.

## 1 - L'ORDRE PRODUCTIF DU CAPITALISME MARCHAND, LA BOURSE ET LA NATURE COMPLEXE DE LA FRAGILITE FINANCIERE

---

### 1-1- L'économie du capitalisme marchand face au marché naissant

Dans ce cadre historique qui va de la fin du XVI<sup>e</sup> siècle à celle du XVIII<sup>e</sup>, coexistent deux univers différents illustrant le caractère économique transitoire propre à cette époque.

D'un côté, le monde de la rente et de la fixité, la prévision y est possible; l'incertitude limitée. L'action des agents relève moins du calcul et de considérations économiques que d'impératifs culturels et moraux semblables à ceux que nous avons déjà rencontrés dans les pratiques médiévales<sup>122</sup> où ils se révélaient au cœur d'opérations aussi fondamentales que le change par art ou le déroulement des foires centrales.

De l'autre côté, le monde du marchandage et de la spéculation, où tout est susceptible de changements sous l'effet de négociations à l'issue souvent incertaine et de règles peu fiables car peu respectées.

<sup>122</sup> Encore une fois, la rationalité dominante est plus proche d'une rationalité en valeur ou d'une rationalité traditionnelle que d'une rationalité en finalité. Cf. **Weber Max** : « Economie et Société ». Pocket. 1995 (1922).

En fonction des lieux de l'activité économique, selon les moments de la conjoncture et des interventions de l'espace politique, l'un des deux mondes va s'actualiser au détriment de l'autre sans empêcher que la prise en compte de leur interaction gouverne le comportement des agents.

On doit encore insister sur un aspect fondamental, celui d'une croissance économique sans commune mesure avec celle de l'ère médiévale<sup>123</sup> qui va bouleverser sur le plan quantitatif, bien sûr, mais surtout qualitatif, les conditions générales des transactions commerciales et financières.

Il faudra, cependant, attendre la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle pour voir le second monde s'institutionnaliser et l'emporter sur le premier. Alors seulement, l'économie de marché moderne pourra se substituer à celle du capitalisme marchand.

Cette dualité mise en lumière renvoie aux insuffisances d'un système d'échange qui n'est pas encore en mesure de fixer par lui-même les variables fondamentales de la vie économique. Or, fixer ces dernières est la condition nécessaire pour donner de la cohérence à l'action des agents.

C'est la raison pour laquelle une telle dualité conduit toujours à accorder une place centrale aux institutions<sup>124</sup> et en particulier à un Etat dont le rôle s'est pourtant largement modifié pendant la période.

Le choix de cette démarche conduit tout naturellement à une réflexion sur la spécificité du marché à l'époque du capitalisme marchand. On ne peut évidemment le considérer comme le « *marché autorégulateur* »<sup>125</sup> qui sera, presque un siècle plus tard, la pierre angulaire de l'analyse libérale classique.

Mais on ne saurait y voir non plus, un ensemble de transactions individuelles réglées par des mécanismes coutumiers et des relations interpersonnelles spécifiques, une sorte de " *rez-de-chaussée de la non-économie* " ainsi que Braudel<sup>126</sup> nomme les marchés de proximité. En définitive, comme l'affirme J.Y.Grenier<sup>127</sup> :

***“ Ni le seul principe du marché, ni la localisation sur la seule place du marché, mais les deux ensemble. C'est en effet parce que l'échange s'inscrit dans un lieu concret, régi par des contraintes précises qu'il peut créer des prix, expression de la confrontation physique d'une offre et d'une demande. Mais si cette confrontation génère des prix significatifs et qui font système, c'est que certains principes du marché, à commencer par la loi revisitée de l'offre et de la demande,***

---

<sup>123</sup> Pour la Grande-Bretagne. Cf. **Sacks.D.H** : "The widening gate: Bristol and the Atlantic Economy 1450-1700". Berkeley University of California Press. <http://ark.cdlib.org/ark:/13030/ft3f59n8d1/>. 1991.

<sup>124</sup> En ce sens, il est difficile d'abstraire ces institutions politiques et administratives du système économique rentier lui-même ?

<sup>125</sup> Qui ne signifie pas auto-équilibré, sauf à considérer les crises comme un mode de régulation ordinaire.

<sup>126</sup> **Idem**. P 197.

<sup>127</sup> **Grenier.J.Y** : "L'économie d'Ancien Régime, un monde de l'échange et de l'incertitude". Albin Michel. Paris. 1996. P 423.

**son**t à l'œuvre. ”

Contrairement aux conditions de l'économie corporative médiévale, la compréhension de la nature économique du capitalisme marchand peut s'alimenter de travaux fort documentés élaborés aux XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècles. Ces réflexions mercantilistes ou physiocratiques sont de précieux indicateurs de la spécificité d'une économie préindustrielle dans laquelle le marché, quoique à l'œuvre, n'est pas encore dominant.

Au-delà de leurs différences, qui sont grandes, les auteurs préclassiques insistent en effet sur des thèmes communs fort éloignés des démonstrations théoriques ultérieures.

Ainsi, et contrairement aux classiques, ces auteurs n'interprètent pas le marché comme un lieu trouvant son équilibre grâce à un mécanisme gravitationnel s'ordonnant autour de la “ *valeur intrinsèque* ” des biens. Ils n'admettent aucune détermination simple et univoque entre le prix de marché et un “ *prix naturel* ” comme le feront plus tard Smith ou Ricardo.

Bien au contraire, la compréhension de la formation des prix suppose chez eux, une approche reposant sur une multiplicité des lieux de détermination. Ne découvrant pas dans la valeur, le point de départ d'un fonctionnement harmonieux du système économique, ils vont examiner quelles conditions, dans le domaine de l'échange, permettent néanmoins une régulation d'ensemble.

Autrement dit, c'est dans ce cadre de l'échange, notion centrale chez eux, que va devoir émerger un système de prix relatifs assurant la cohérence de l'ensemble économique.

Cette conception de l'échange, matrice de la pensée préclassique ne saurait être interprétée comme l'instrument d'équilibre et de stricte égalité -a priori- des valeurs dans le cadre d'une concurrence supposée pure et parfaite.

Bien au contraire, l'accent est mis sur l'asymétrie des marchés, sur leur “ imperfection ”. Les règles, les institutions et les monopoles décrivent un jeu complexe qui est consubstantiel à la formation des prix et non pas imposé, par l'extérieur, au monde des échanges.

Il en est ainsi, par exemple, de la valorisation du capital. L'environnement économique instable, dû en particulier aux risques propres à un ordre intérieur précaire ou aux guerres extérieures implique un caractère fortement aléatoire de l'activité économique.

Face à cela, le développement insuffisant du capital, de l'activité de production, et surtout le morcellement, donc l'absence d'interdépendance des marchés, excluent qu'un mécanisme de concurrence puisse, seul, suffire à permettre un fonctionnement harmonieux créant des règles propres de rémunération du capital à un taux de profit d'équilibre.

C'est donc à l'institution d'exprimer ce taux de référence auxquels vont s'adapter les mécanismes de marché particulier.

Le taux d'intérêt appartient à cette catégorie de règles qui peut être exprimée comme référence légale car il doit être un “ *juste prix* ” le “ *prix fixe* ” dont parle Max Weber<sup>128</sup> à propos des économies anciennes et qui se trouve à l'origine des relations économiques

individuelles. Rémunérant un capital conçu comme une avance monétaire, son niveau résulte de la confrontation d'une offre de monnaie à prêter et d'une demande de monnaie à emprunter.

Mais ce face-à-face ne peut produire un taux en l'absence d'un espace de transaction - un marché avec ses règles et ses contraintes- capable de faire surgir des indications générales à partir de transactions particulières. Le cloisonnement et la diversité des opérations d'emprunts, d'un côté, la faible mobilité des capitaux limitée par l'homogénéité de leur usage et par la distance sociale de leurs détenteurs d'un autre côté, font que la détermination des taux d'intérêt par l'échange est impossible.

Une référence doit donc être proposée de l'extérieur et plus précisément par les institutions financières du capitalisme marchand <sup>129</sup>. C'est à partir de cette structure de taux de référence que la discussion du marché peut opérer pour définir les taux effectifs.

Il faut, de plus, ajouter que la valorisation d'un capital soumis à l'instabilité des marchés reçoit une réponse de même nature sous forme de privilèges d'exclusivité, de droits et de monopoles particuliers qui tendent à singulariser certaines marchandises et à rompre avec l'uniformisation des conditions de production.

Enfin et pour les mêmes raisons que précédemment, la valorisation du capital exige une relation personnelle entre l'investisseur et l'entrepreneur :

***“ L'éloignement effraye les bailleurs de fonds qui veulent voir incessamment leurs richesses sous leurs yeux ”***

dit un manufacturier parisien qui a reçu un privilège pour la fabrication d'horlogerie à Tours et qui demande son transfert à Vincennes <sup>130</sup>. On le voit à travers cet exemple, la principale divergence entre les analyses classique et préclassique se trouve probablement concentrée ici: Exprimant chacun l'état de leur société, les seconds insistent sur la réalité des rapports sociaux d'échange, là où les premiers ne voient que des rapports objectivés.

Car, en effet, là où les rapports sociaux sont objectivés comme dans une économie de marché développée, les notions de “ *capital* ”, de “ *profit* ” ou de “ *valeur* ” deviennent des concepts directement opératoires.

Au contraire, lorsque cette objectivation n'est qu'embryonnaire, ce qui est le cas dans l'économie du capitalisme marchand, d'autres mécanismes de détermination (et pas seulement le marché) interviennent pour les définir.

Ce processus complexe, parce que quasi-dichotomique, se retrouve dans la formation de la plupart des variables structurant l'économie traditionnelle telle que l'analysent les économistes préclassiques.

Il en va également ainsi pour l'établissement du profit ce qui sera ultérieurement un

---

<sup>128</sup> **ibid** . p 95.

<sup>129</sup> La fragilité financière apparaîtra dès lors que le marché pourra s'émanciper de cette contrainte.

<sup>130</sup> **Idem** . P 421

thème essentiel pour saisir la spécificité et l'évolution de la fragilité financière propre à cette époque. L'interprétation des préclassiques, rejoignant la perception des négociants, divise celui-ci en deux parties <sup>131</sup> :

**“ L'une - le profit 1- se caractérise par la stabilité de son taux et traduit la conception patrimoniale de la richesse. Il se fixe en référence à un profit “ normal ” ou d'usage, déduit de la structure des taux de référence. L'autre - le profit 2- est de nature spéculative et renvoie à la part prise par l'incertitude dans l'économie d'Ancien Régime ainsi qu'au partage de la valeur opérée dans l'échange, la notion de référence disparaît... ”.**

Cette dualité du profit se retrouve sous des formes particulières dans la démarche des principaux mercantilistes (en particulier Cantillon <sup>132</sup> ) comme dans la pensée physiocratique (Quesnay <sup>133</sup> , Dupont de Nemours <sup>134</sup> ).

Elle apparaît cependant de la manière la plus synthétique dans l'analyse de J.Steuart <sup>135</sup> qui nous permettra, d'autre part, de mieux interpréter par la suite, l'action des compagnies commerciales dans le cadre des bourses commerciales traditionnelles.

Cherchant à construire une théorie des prix, l'auteur anglais construit son analyse à l'aide d'un modèle d'économie organisée autour de trois marchés dont le personnage central est le marchand. La position stratégique de celui-ci provient d'une triple dotation : il dispose des fonds prêtables, il contrôle l'information sur les prix et l'état du marché, il conduit son activité en se référant à une règle prévisible d'obtention des profits.

Les échanges se déroulent sur trois marchés, en trois étapes pendant lesquelles apparaissent quatre agents : Le manufacturier, le marchand (a), le marchand (b), le consommateur.

\*Sur le marché I, le manufacturier vend auprès de (a) sa marchandise à un prix incluant la valeur des avances (temps moyen de production, dépense d'entretien des producteurs, matière première ) et un profit (" *profit upon alienation* "). Par son contrôle de l'information et grâce à sa position de monopole, le marchand détermine la valeur et le volume de la production.

Le profit du manufacturier est prédéterminé, en temps normal, par une règle de comportement qui conduit celui-ci à ne rechercher qu'un profit modéré nécessaire à la reproduction de son activité. C'est la situation monopoliste du marchand qui fixe ainsi le

<sup>131</sup> Idem . P 421

<sup>132</sup> Cantillon.R : « Essai sur la nature du commerce en général ». Londres. 1755. Edition de l'INED. Paris. 1952.

<sup>133</sup> Quesnay, François, and August Oncken: Œuvres économiques et philosophiques de F. Quesnay. New York: B. Franklin. 1969.

<sup>134</sup> Dupont de Nemours: « Comparaison entre le prix de l'argent et des denrées 1610-1715 » Ephémérides du citoyen. 1770. Tome I. P 43-76.

<sup>135</sup> Steuart.J : "An inquiry into the principles of political economy ». "Principes d'économie politique ". Traduction française. Paris. 1790. Livre 2, Chapitre 10. P 409.

prix d'achat et par conséquent le profit 1 du manufacturier.

Cependant, certaines opportunités du marché peuvent engendrer des fluctuations favorables au profit manufacturier lorsqu'il existe par exemple une concurrence simple de côté de la demande. Dans ce cas <sup>136</sup> :

**“ Les manufacturiers s'enrichissent pendant un petit espace de temps par une augmentation de profits relatifs à la perte que la nation éprouve en ne fournissant pas la demande entière ”**

C'est ce second type de profit qui s'apparente au profit 2. Sur ce marché, ce n'est donc pas de l'existence d'un mécanisme de gravitation que procède l'équilibre, mais d'un rapport d'échange asymétrique s'adaptant à l'évolution du marché.

\*Le marché II s'établit comme une pure relation d'échange entre les deux marchands (a) et (b). Il permet la confrontation d'un prix d'offre et d'un prix de revente réglés par les profits prédéterminés par (a) et (b).

L'anticipation de l'état du marché qui repose sur l'une des caractéristiques du marchand tient ici une place essentielle. Pour Steuart la transaction s'opère de la manière suivante <sup>137</sup> :

**“ Si la provision est moindre que la demande, la concurrence parmi les demandeurs ou la hausse du prix sera en raison composée du défaut de marchandise et de l'espoir de revendre avec profit. C'est cette combinaison qui règle la concurrence et la contient dans des bornes, elle ne peut influencer que sur les profits du contrat. La valeur de la marchandise est invariable ; rien ne se vend au-dessous ; rien ne s'achète au-dessus de ce qu'il pourra probablement rapporter ”.**

Ce deuxième marché permet de comprendre la répartition du profit issu de l'échange. Son équilibre est obtenu par rationnement et par convergence des prix en fonction de règles de comportement préalablement définies.

\*Quant au marché III, il se caractérise, comme le premier, par l'asymétrie entre les agents (marchands et consommateurs). Si la demande est correctement anticipée par le marchand, le prix de revente converge vers une valeur qui dépend du taux de profit prédéterminé. Dans le cas contraire, on observe un déséquilibre des quantités résultant d'une asymétrie d'information favorable au marchand.

En effet, celui-ci **“ n'est animé d'aucune passion et son offre est réglée par la vue du bénéfice ”** ce qui s'oppose à l'attitude des consommateurs **“ qui ne cherchent d'autre profit que celui de satisfaire leurs désirs ”** et par conséquent **“ formeront une plus forte concurrence que les marchands ”** <sup>138</sup>. Le résultat de cette occurrence, c'est

---

<sup>136</sup> **Steuart.J** : "An inquiry into the principles of political economy ». "Principes d'économie politique ". Traduction française. Paris. 1790. Livre 2, Chapitre 10. P 409. In **Grenier.J.Y** : "L'économie d'Ancien Régime, un monde de l'échange et de l'incertitude". Albin Michel. Paris. 1996. P 52.

<sup>137</sup> **Idem** . Chapitre 7. P 374-375.

<sup>138</sup> **Ibid** . Chapitre 2. P 321-322.

une rigidité partielle des quantités offertes.

De plus, contrairement au marché II où négociant entre eux, il est impossible aux marchands de connaître la position des autres échangistes, sur le marché III l'information des marchands est parfaite en ce qui concerne la situation des consommateurs car participant au marché II, ils savent quelles sont les quantités disponibles.

Cela favorise à nouveau une concurrence simple du côté de la demande et accroît le déséquilibre. L'effet déstabilisateur sur les prix est alors suffisamment fort pour qu'un nouvel intervenant agisse : l'administrateur <sup>139</sup>. Celui-ci peut imposer une limitation autoritaire des prix ou pour lutter contre des profits trop élevés, susciter, voire créer, des manufactures concurrentes.

Dans ce cas là, on voit encore à l'œuvre un type de régulation qui n'inscrit le marché que comme un lieu de détermination parmi d'autres aux côtés de rapports sociaux spécifiques et d'intervention institutionnelle sur le marché.

On le voit, l'analyse préclassique constate l'existence d'une concurrence imparfaite ou asymétrique. Au lieu d'une concurrence supposée pure et parfaite par leur successeurs, elle prend en compte un jeu complexe, avec des degrés variables, de monopoles dont les effets ne sont pas surimposés mais consubstantiels à la formation des prix et des profits.

C'est en fait la prise en compte du rapport social et de son historicité qui fonde à la fois l'originalité de la démarche préclassique, mais aussi de l'ordre productif sur laquelle ils réfléchissent.

La mise en lumière des spécificités du capitalisme marchand va nous permettre de comprendre maintenant la nature et les déséquilibres d'un " marché " particulier : la bourse du commerce et des valeurs.

### **1-2- Le capitalisme marchand, la bourse et le marché financier**

Déjà présente à l'époque médiévale sous des formes archaïques, la bourse du commerce puis des valeurs va réellement prendre son essor à partir de la fin du XVI<sup>e</sup> siècle.

Il faut étudier cette institution en s'efforçant de mettre en lumière les traits particuliers qui l'insèrent dans l'économie du capitalisme marchand telle que nous venons de la définir, sans omettre les éléments qui agiront pour dépasser, pendant une évolution de deux siècles, cette Bourse commerciale traditionnelle, afin de parvenir à la constitution d'un véritable marché financier.

En premier lieu, ce sont les intervenants effectifs et potentiels qui doivent retenir notre attention. Comme nous l'avons déjà vu, l'univers préindustriel est aussi l'univers de la pluralité des hiérarchies marchandes selon une tripartition à laquelle se réfère F.Braudel <sup>140</sup> :

---

<sup>139</sup> On comprend l'intérêt de cette remarque dès lors que l'on admet la possibilité que « l'administrateur » n'intervienne plus.

<sup>140</sup> **Braudel.F** : "Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme, XV<sup>e</sup> - XVIII<sup>e</sup> siècle". "Les Jeux de l'Echange " T2. A. Colin. Paris. 1979. P 403.

**“ A la base une vie matérielle multiple autosuffisante, routinière ; au-dessus une vie économique, mieux dessinée et qui, dans nos explications a tendu à se confondre avec l'économie de concurrence des marchés ; enfin au dernier étage l'action capitaliste.”**

Ce sont les deux étages supérieurs qui nous intéressent ici. A la “ *vie économique* ” correspond un agent particulier : la société de commerce ; au “ *capitalisme* ”, c'est la grande compagnie : Seule la seconde formera la base des bourses anciennes jusqu'au milieu du XVIII<sup>e</sup> siècle. C'est, pour partie, l'irruption des premières et la mise à bas du monopole des grandes compagnies<sup>141</sup> qui transformera la bourse en marché financier au sens où nous l'entendons aujourd'hui, c'est à dire dans l'optique d'une régulation largement nouvelle.

### **1-2-1- Les Compagnies commerciales, particularités et financement**

Les sociétés de commerce les plus nombreuses sont les sociétés dites “ générales ”. Ce ne sont pas des entreprises au sens où l'idée même de continuité est absente : parmi les contrats conservés par l'histoire, l'essentiel est composé de contrat de reconduction et non de fondation.

De plus, leur fonctionnement s'appuie sur une base familiale<sup>142</sup>. Cette interpénétration du privé et du commercial est un obstacle au développement car elle rend difficile la distinction des responsabilités<sup>143</sup>.

La solution qui va progressivement se dégager sera celle de la commandite. Connue<sup>144</sup> dès le XVI<sup>e</sup> siècle, elle progressera dans toute l'Europe jusqu'au XVIII<sup>e</sup> siècle. Son avantage essentiel tient au fait qu'elle distingue la responsabilité de ceux qui gèrent l'entreprise, de la responsabilité de ceux qui apportent leur concours financier et qui n'entendent être responsable que jusqu'à concurrence de cet apport.

Cependant, ce type de société reste d'une nature traditionnelle au sens où les rapports entre commandités et commanditaires restent marqués par des relations interpersonnelles que le cadre juridique de ces sociétés ne saurait enfermer. C'est la raison pour laquelle, la société en commandite limitée dans sa capacité à attirer des capitaux, ne peut envisager les opérations les plus fructueuses mais aussi les plus risquées, celles du “ *commerce au loin* ”.

Pour cela, le capital social mis en jeu par la société doit être considérable. Une société de personnes n'est pas un cadre suffisant. La société de capitaux<sup>145</sup> et plus

---

<sup>141</sup> Kaeppelin.P: “La compagnie des Indes et François Marin”. Etude sur l'histoire du commerce et des établissements français dans l'Inde sous Louis XIV (1664-1719). Paris, Augustin Challamel, Editeur. Librairie Maritime et Coloniale. 1908. P 135-136.

<sup>142</sup> **Sombart.W** : Op.Cité P 580.

<sup>143</sup> Pour Max Weber, il s'agit là d'un des obstacles majeurs à la croissance capitaliste. **Max.Weber** op. cité.

<sup>144</sup> **Melis.F.**: « Documenti per la storia economica dei secoli XIII-XVI » Firenze, 1972. P 51-52.

<sup>145</sup> Sur leur origine Cf. **Heckscher.E.F** : « Mercantilism » 2 volumes, 1931. P 316.

précisément la société par actions, devient nécessaire<sup>146</sup>. C'est elle qui sera la base du succès des grandes compagnies du XVII<sup>e</sup> et du XVIII<sup>e</sup> siècles. C'est à partir d'elles que la spécialisation boursière va pouvoir se développer et que progressivement se mettront en place les bourses de marchandises, puis les bourses de valeurs.

Avant de s'engager dans une étude précise des relations entre les compagnies et la bourse des valeurs, il est nécessaire de souligner que les liens entre sociétés de commerce et compagnies se modifièrent de manière essentielle au cours du XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècles. C'est qu'en effet, l'existence même des compagnies et les privilèges dont elles bénéficient, portent ombrage aux sociétés de plus petite taille dans le cadre de leur développement.

Une partie du commerce -la plus rémunératrice- leur échappe de droit; les grandes compagnies vont donc constituer un obstacle permanent qu'elles n'auront de cesse de remettre en cause<sup>147</sup>.

***“ Dès avant 1700, le monde des marchands n'aura cessé de pester contre les monopoles. Plaintes, colères, espoirs, compromis s'étaient déjà manifestés. Mais, si l'on ne force pas trop les témoignages, il semble bien que le monopole de telle ou telle compagnie supporté sans trop de clameur au cours du XVII<sup>e</sup> siècle, soit ressenti comme insupportable et scandaleux au siècle suivant ”.***

La croissance économique du début du XVIII<sup>e</sup> stimule, en effet, la capacité commerciale des sociétés. De plus, l'amélioration des transports et l'abaissement des coûts leur permet d'envisager d'étendre leur aire d'activité bien au-delà de ce qui était encore possible au siècle précédent.

A présent, les marchands sont capables d'aller, eux-mêmes, aux ***“ Indes Orientales, en Guinée au Sénégal ”*** et se heurtant aux privilèges des compagnies, ils tentent de remettre en cause un tel état de fait. C'est bien ce que réclame, par exemple Nicolas Mesnager, député de la place de Rouen, en 1704<sup>148</sup> :

***C'est un principe incontestable en matière de commerce que toutes les compagnies exclusives sont bien plus propres à le resserrer qu'à l'étendre, et qu'il est beaucoup plus avantageux pour l'Etat que son commerce soit entre les mains de tous les sujets que d'être restreint à un petit nombre de gens ”.***

En France, la Compagnies des Indes survit à la crise de 1720. En 1769, une première atteinte à son monopole est entreprise sans succès. Au contraire, en 1785, Calonne renfloue la compagnie. Il faudra attendre la Révolution pour voir ce monopole supprimé en 1790.

De même, en Grande-Bretagne, si la ***“ Glorious Revolution ”*** de 1688 donne momentanément satisfaction aux marchands en suspendant les privilèges de l'East-India, ceux-ci seront restaurés en 1708, le monopole redevenant la règle<sup>149</sup>. Il paraît donc clair

---

<sup>146</sup> Cette nécessité sera beaucoup moins impérieuse lors de l'émergence du capitalisme productif. Cf. infra deuxième partie, chapitre I.

<sup>147</sup> ***Idem*** . P 401.

<sup>148</sup> ***ibid.*** p 401.

que l'étude des compagnies comme celle des anciennes bourses de valeurs doit s'appréhender dans un cadre où la liberté marchande est fortement limitée, sans que pour autant la concurrence soit complètement absente. On retrouve là, les traits essentiels de l'économie propre au capitalisme marchand.

L'origine des compagnies nées du monopole marchand date du XVII<sup>e</sup> siècle. Elles sont l'apanage du Nord-Ouest européen notamment des Provinces-Unies et de l'Angleterre. On peut analyser le monopole des compagnies comme la confluence de trois réalités<sup>150</sup> :

**“ L'Etat, lui d'abord, plus ou moins efficace, jamais absent ; le monde marchand, c'est à dire les capitaux, la banque, le crédit, les clients – un monde hostile ou complice ou les deux à la fois ; enfin une zone de commerce à exploiter au loin qui, à elle seule, détermine bien des choses. ”**

Dans le commerce au loin, le monopole est le moyen optimum pour éloigner l'offre et la demande de telle sorte que les termes de l'échange dépendent totalement de l'intermédiaire qui contrôle l'information aux deux extrémités de l'échange. C'est la raison pour laquelle les ouvrages techniques de l'époque comme le “ **Guide du parfait négociant** ” ou le “ **Dictionnaire Universel de commerce** ” de Savary des Brûlons<sup>151</sup> laisse une place essentielle aux mille et une nuances des pratiques monopolistiques.

Les monopoles de fait sont initiés par les Hollandais, ils s'appuient sur des groupes étroits de gros marchands qui dictent leurs prix en s'appuyant sur d'énormes entrepôts dont V. Barbour a pu dire qu'ils pouvaient stocker une quantité de blé équivalente à dix ou douze années de consommation des Provinces-Unies<sup>152</sup>.

La solution la plus efficace reste cependant l'obtention d'un privilège c'est à dire la mise en place d'un monopole de droit. Mais ici, la connivence de l'Etat est nécessaire. C'est lui qui distribue et garantit les privilèges sur le marché national.

Cela répond, bien évidemment, à une opération fiscale découlant des difficultés financières inhérentes à la régulation de l'espace politique. Le renouvellement périodique de ces privilèges, âprement négociés, est l'occasion pour les compagnies de “**payer et repayer leurs monopoles**”<sup>153</sup>.

A l'abri de “ **l'exclusivité** ”, ces grandes entreprises deviennent la possession de petits groupes dominants accrochés à leurs privilèges. Ici ne fleurit pas le capitaine d'industrie schumpétérien, nul goût du risque, ni recherche du changement ou de

<sup>149</sup> **Pollard.S. Crossley.D.W** : “The Wealth of Britain 1085-1966” Batsford. London. 1968. P 303.

<sup>150</sup> **ibid.** p 401.

<sup>151</sup> **Savary des Brûlons. J** : “Dictionnaire Universel de Commerce”. Paris. 1759-1765. Vol 5.

<sup>152</sup> **Barbour. Violet** : “Capitalism in Amsterdam in the 17<sup>th</sup> Century”. Ann Arbor Paperbacks. The University of Michigan Press. 1963.

<sup>153</sup> **Braudel.F** : “Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme, XV<sup>e</sup> - XVIII<sup>e</sup> siècle”. “Les Jeux de l'Echange ” T2. A. Colin. Paris. 1979. P 393.

l'innovation mais un conservatisme radical à partir du moment où l'on bénéficie des trafics les plus rémunérateurs du temps.

Car la stabilité des compagnies résulte de la qualité de l'espace commercial de leur monopole: comme à l'époque médiévale, il existe une " *géographie du succès* " <sup>154</sup> . Ce n'est plus le commerce méditerranéen ni même celui d'Afrique ou de l'Atlantique mais les routes de l'Asie qui offrent, au XVII<sup>e</sup> siècle, les opportunités les plus favorables.

D'abord parce qu'il s'agit d'un commerce placé sous le signe du luxe (poivre, épices fines, soie, thé, café, laque et porcelaine), ensuite et surtout parce que l'éloignement favorise le monopole pour des groupes marchands qui seuls sont aptes à mobiliser des masses de capitaux si colossales. Cette situation de fait écarte ou du moins entrave fortement, pour près de deux siècles, toute concurrence tant il est vrai qu'à cette époque

<sup>155</sup> :

**" *Private men cannot extend to making such long , adventurous and costly voyages* "**

L'évolution des compagnies marchandes anglaises est un bon exemple de cet état de fait. En Grande-Bretagne, la vie marchande commence à se dégager de la vie artisanale au début du XVI<sup>e</sup> siècle selon une progression proche de celle que nous avons déjà vu dans le cas florentin au XIV<sup>e</sup> siècle <sup>156</sup> .

Deux grandes compagnies émergent progressivement : D'abord, les "***Merchants of the Staple***" <sup>157</sup> dont le commerce est centré sur la laine qui durera peu et disparaîtra lorsque la laine anglaise cessera de s'exporter ; ensuite les "***Merchants Adventurers***" -négociants en draps- qui commercent avec les Pays-Bas avec lesquels des accords sont passés.

Rapidement, une hiérarchie s'établira dans les compagnies au profit des " *merciers* " londoniens qui s'approprient le monopole de fait des activités de la compagnie, contrôlant le mouvement des navires, s'organisant pour le paiement des droits de douane, intervenant pour l'extension des privilèges <sup>158</sup> .

Comme dans le cas des marchands-banquiers florentins en relation avec les foires de Champagne, le centre de gravité des Merchants-Adventurers se situe hors de leur pays, dans les foires d'Anvers et de Berg-op-Zoom.

L'origine médiévale des compagnies reste prégnante et la discipline qui régit les

---

<sup>154</sup> **Idem** . P 395.

<sup>155</sup> **Wilson, C** : "England's Apprenticeship 1603-1763 ". 3<sup>e</sup>Ed. London. 1967. P172-173.

<sup>156</sup> **Postan, M.**: "Credit in Medieval Trade" Economic History Review, 1st ser. 1 (1928). Reprinted in **Michael M. Postan**: "Medieval Trade and Finance». Cambridge, 1973, P 1-27.

<sup>157</sup> **Donald C. Coleman** , "An Innovation and its Diffusion: The 'New Draperies'". Economic History Review, 2nd ser. 12.1969. P 29.

<sup>158</sup> **Willson, Beckles**: "The Great Company (1667-1871): Being a History of the Honourable Company of Merchants-Adventurers Trading into Hudson Bay". 2 vols. Smith, Elder, 1900.

actes des marchands garde un contenu corporatif affirmé. Le règlement codifie tous les aspects de la vie du marchand et non pas seulement sa vie professionnelle. Ici encore, loin de la "**Gesellschaft**", la compagnie reste toujours imprégnée de l'esprit de la "**Gemeinschaft**".

La grande compagnie est une entité morale dotée d'une personnalité juridique propre, d'un gouvernement particulier gérant un monopole marchand. Ces caractéristiques fondent pour Josias Child<sup>159</sup>, l'appellation de "**regulated company**" analogue aux hanses de l'Europe du Nord. Ce type de compagnie perdurera pendant tout le XVII<sup>e</sup> siècle, jusqu'à son déclin final en 1809 sans modifier son organisation et elle dominera, par ses pratiques, l'essentiel de l'activité commerciale.

Cependant, dès la fin du XVI<sup>e</sup> siècle, on verra, en relation avec le commerce au loin, l'apparition des premières compagnies par actions, les "**Joint Stock Companies**", qui se différencient nettement des "**regulated company**" dont le capital social est simplement constitué par la redevance que paie chaque membre au moment de son entrée.

L'essor de ces compagnies par actions est lent et souvent remis en cause. Ainsi, il n'est pas rare de voir des retours en arrière et des « **Joint Stock Companies** » se transformer en « **regulated companies** » dès lors que leur monopole est suffisamment garanti. Parmi de nombreux autres exemples, c'est le cas de la compagnie par actions de Moscovie en 1622 ou de celle du Levant en 1605.

D'autre part, comme nous allons bientôt le développer, il est probablement exagéré, du moins au début, de qualifier ces compagnies de sociétés par actions<sup>160</sup>. Ce n'est qu'en 1658, pour prendre l'exemple de la principale compagnie anglaise, celle des "**Indes Orientales**", que le capital fut formé pour plus d'un voyage et il fallut attendre 1688 pour assister aux premières négociations des actions de la compagnie.

A partir de cette époque, cependant la situation se modifie en Angleterre. La révolution de 1688, révolution des marchands ouvre la voie à de profondes réformes de l'espace politique et économique national. Ainsi, la fondation de la Banque d'Angleterre (1694) en stabilisant le marché des fonds d'Etat, c'est à dire le crédit public, va réduire le poids financier de l'Etat et accélérer le mouvement des affaires. Si l'on en croit P. Jeannin<sup>161</sup> :

**“ L'engouement s'accuse pour les investissements dans les Joint Stock Companies : celles-ci étaient au nombre de 24 en 1688 ; de 1692 à 1695, 150 sociétés par actions sont fondées qui d'ailleurs ne survivront pas toutes. ”**

On peut comprendre que cette époque sera l'occasion d'un débat et d'une remise en cause du monopole de compagnies commerciales qui auront de plus en plus de mal à

<sup>159</sup> **Braudel.F.** : Op.Cité P 396.

<sup>160</sup> Braudel écrit plaisamment à ce sujet : « pour les historiens du droit, il n'y a de sociétés par actions véritables que lorsque lesdites actions sont non seulement cessibles mais *négociables sur le marché*. A condition de ne pas être rigoureusement attentif à cette dernière clause, on peut dire que l'Europe a connu très tôt des sociétés par actions. **Op.Cité** : P 388. Tome II.

<sup>161</sup> **Jeannin. P.** : "L'Europe du Nord-Ouest et du Nord aux XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècles". PUF. Paris. 1969. P 192

conserver leurs privilèges face à l'initiative privée.

Cette fin du XVII<sup>e</sup> et ce début du XVIII<sup>e</sup> siècle est donc pour l'Angleterre l'objet d'un intense bouleversement fait d'avancées et de retraits. Le cœur du débat, posé ici dans toute son ampleur, c'est l'opposition de plus en plus irréductible entre une économie corporative en déclin et une économie de marché non encore institutionnalisée.

L'histoire économique anglaise de cette époque peut se lire à travers ce conflit. Selon un rapport officiel cité par F.Braudel<sup>162</sup> même les partisans des compagnies pensent :

***“ qu'on ne devrait pas pour autant ôter aux particuliers cette liberté de commerce et que dans un Etat il ne doit pas y avoir de privilèges exclusifs(...) les interlopes ou aventuriers font le commerce dans les mêmes lieux où les compagnies anglaises peuvent le faire”.***

Il s'en faut cependant de beaucoup que le triomphe du marché soit assuré et le début du XVIII<sup>e</sup> siècle voit la renaissance du monopole et même la fusion en 1708 des deux principales compagnies “ à privilèges ”: “ l'exclusif ” redevient, pour un temps, la règle. Il apparaît cependant clairement dans l'exemple anglais que la spécificité de la période, c'est la montée en puissance difficile, heurtée toujours remise en cause mais toujours présente, des compagnies par actions.

Ce même cheminement, quoique parfois à travers des voies différentes, s'est accompli en France ou en Hollande. C'est en effet, le même état des lieux que dresse V.Barbour à la fin de son ouvrage sur le capitalisme à Amsterdam au XVII<sup>e</sup> siècle<sup>163</sup> :

***« Il n'y avait aucune institution ni aucune pratique commune dans les affaires d'Amsterdam – le commerce des actions excepté – qui ne fut déjà connues et utilisées par les villes italiennes, Lyon, Augsbourg ou Anvers... »***

C'est cette spécificité apparue pendant cette période – le commerce des actions – à laquelle nous devons nous attacher maintenant puisqu'elle rend compte de la nature de la fragilité financière propre à cette époque.

### 1-2-2- La nature des titres de financement :

En préalable, il est important de rappeler la définition contemporaine de l'action comme<sup>164</sup> :

***“ Valeur mobilière représentative d'un droit de propriété engageant la responsabilité de son détenteur jusqu'à concurrence de sa valeur nominale. Le détenteur est titulaire d'un quadruple droit : droit à l'information, droit au résultat, droit à la libre négociabilité de son titre et enfin droit de vote aux assemblées***

<sup>162</sup> Braudel.F : "Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme, XV<sup>e</sup> - XVIII<sup>e</sup> siècle". "Les Jeux de l'Echange " T2. A. Colin. Paris. 1979. P 401.

<sup>163</sup> “ There was indeed no institution nor any practice common in Amsterdam's business in this century – **the trading in action excepted**- which had not been earlier known and used in the Italians cities, or Lyon, or Augsburg, or Antwerp...” In **Barbour. Violet** : Capitalism in Amsterdam in the 17e Century". Ann Arbor Paperbacks. The University of Michigan Press. 1963. P 142.

<sup>164</sup> **Crozet. Y, Belletante.B, Gomez.P.Y, Laurent. B** : " Dictionnaire de banque et de bourse ". Armand Colin. Paris. 1993. P 12.

***générales rassemblant les propriétaires de l'entreprise. ”***

La réalisation de l'ensemble des caractéristiques du titre, ici précisées, est une condition nécessaire, quoique non suffisante, pour que se développe un marché financier achevé. Durant la période qui va de la fin du XVI<sup>e</sup> siècle à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, les caractéristiques du titre vont lentement se rapprocher de cette définition.

Cependant, jusqu'au milieu du XVIII<sup>e</sup> siècle, l'action demeurera un titre encore très éloigné d'une approche moderne. Il est symptomatique de constater qu'en France, par exemple, le terme d'action est souvent opposé à celui de contrat lequel ne se négocie pas mais se signe devant notaire, alors que l'action est marquée du sceau inquiétant de l'anonymat.

J.G Van Dillen dresse un tableau édifiant de la nature des actions au début du XVII<sup>e</sup> siècle, lors de la naissance de la Compagnie des Indes Orientales à Amsterdam, en 1602. Concernant le droit de vote aux assemblées générales<sup>165</sup> :

***“ Les actionnaires n'avaient à peu près aucun droit. Point d'assemblée générale ; les actionnaires n'avaient aucune influence sur les choix des administrateurs. On avait d'abord songé à faire nommer les administrateurs des différentes chambres par les Etats de la province intéressée mais très vite les bourgmestres des villes où les chambres étaient établies se sont emparés de ce droit. En 1623 seulement, pour obtempérer aux désirs des actionnaires mécontents, on leur conféra le droit de dresser une liste de présentation pour la nomination, droit qui resta, d'ailleurs purement théorique. ”***

Pour ce qui est du droit à l'information, il est également inexistant en ce qui concerne l'activité interne de l'entreprise. Même le cours des actions de la Compagnie des Indes Orientales n'est pas publié avant 1747, alors que la bourse d'Amsterdam affichait celui des marchandises depuis 1585<sup>166</sup>. Sans cours officiel, il est donc difficile pour le porteur de suivre facilement les variations de la cote.

Par contre, le droit au dividende est assuré quoique dans des conditions particulières. Une action était considérée comme un tout indivisible, ce qui signifie que l'on vendait non seulement le droit au dividende futur mais aussi aux dividendes déjà payés.

Ce dernier fait était un objet de négociation et l'acheteur pouvait exiger un abattement sur le prix d'achat correspondant à tout ou partie du dividende déjà distribué.

La compagnie néerlandaise des Indes Orientales proposait des actions valables pour dix ans lors de sa fondation en 1602 avec le projet de clore les comptes à la fin de la période, l'idée de l'entreprise continue n'étant pas encore, on le sait, une pratique habituelle. A l'issue de cette opération, une nouvelle souscription s'ouvrirait, à nouveau, pour dix ans.

Par conséquent, les actionnaires devaient reprendre possession du capital investi

<sup>165</sup> **Van Dillen J.G** : "Isaac Le Maire et le commerce des actions de la Compagnie des Indes Orientales". Revue d'Histoire Moderne. Tome X. Paris. 1935. P 15 et suivantes.

<sup>166</sup> **Braudel.F** : "Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme, XV<sup>e</sup> - XVIII<sup>e</sup> siècle". "Les Jeux de l'Echange " T2. A. Colin. Paris. 1979. P 83.

augmenté de leur part de bénéfice. Autrement dit, le dividende devait être distribué en fin d'activité. Cependant, un premier dividende pouvait être versé à une date indéterminée correspondant à la vente de 5 % des cargaisons de retour ; ce qui sera effectué en 1610, dans le cas de la Compagnie des Indes Orientales.

Le versement s'effectua d'ailleurs d'une manière particulière puisque 50 % furent payés en poivre et 30% en noix de muscade, lesquels s'accumulaient dans les entrepôts<sup>167</sup>. Le solde n'était versé en argent que si les actionnaires acceptaient poivre et noix de muscade !

De plus en 1612, la clôture des comptes de la compagnie n'a pas donné lieu à remboursement au profit des actionnaires, les Etats motivant cette décision par l'argument que les actionnaires qui le désiraient pouvaient trouver en bourse les moyens de réaliser leurs actions.

Cette solution nous amène à nous interroger sur le droit le plus important pour notre sujet celui relatif à la libre négociabilité du titre. Si l'on reprend, la situation de l'actionariat au début du XVII<sup>e</sup> siècle, étudiée par J.G.Van Dillen, on constate que les actionnaires étaient inscrits dans les livres de la Chambre de la Compagnie où leur capital avait été déposé. Quand un actionnaire vendait son titre, celui-ci devait être transféré au nom du nouvel acquéreur, en présence de deux administrateurs ; le vendeur devant se présenter en personne au bureau de la chambre intéressée.

Si l'on peut considérer la Compagnie des Indes Orientales comme une société anonyme, on doit cependant ne pas omettre qu'il s'agit plutôt d'une société anonyme de forme inachevée voire embryonnaire. En effet, la valeur d'émission des actions de la compagnie est très variable, elle n'est ni fixe ni même arrondie; elle dépend probablement des fonds dont dispose le souscripteur.

Il faudra attendre la fin du XVII<sup>e</sup> siècle pour assister à un phénomène de normalisation des titres correspondant à un lent mouvement d'institutionnalisation du marché financier et par conséquent à l'émergence d'un commerce d'actions d'une valeur nominale de 500 Livres flamandes, c'est à dire 3000 Florins.

La compagnie n'émettait pas de titres matérialisés, tout au plus des quittances remises aux actionnaires lors du versement prouvant que la personne nommée s'était acquittée de ses obligations. L'actionariat se prouvait exclusivement par les livres de la compagnie, c'est à dire les grands livres d'actions et le livre des transferts.

Ces caractéristiques, quoique rendant difficile le commerce des actions, ne l'ont cependant pas empêché, celui a même été, dès le début, très actif à Amsterdam. C'était essentiellement des actions de la Chambre d'Amsterdam qui se vendaient car la nécessité imposée aux négociants d'une présence personnelle, limitait le commerce aux habitants de la cité.

Les actions se vendaient non seulement au comptant mais "*à terme*". Cela n'était pas nouveau à Amsterdam en ce qui concerne la bourse des marchandises, comme le rappelle Joseph de La Vega<sup>168</sup>. Longtemps avant,

---

<sup>167</sup> **Van.Dillen.J** : Op.Cité P 16.

**“ On a vendu à terme du hareng avant qu’il n’ait été attrapé, les blés et les autres marchandises avant qu’ils aient poussé ou qu’elles aient été reçues ”.**

C’est bien sûr dans ce cadre que pouvait se dérouler le jeu spéculatif. Ici, celui qui vend à terme n’a pas besoin de disposer des marchandises au moment de la vente, c’est la raison pour laquelle la “ *vente en blanc* ” des actions va devenir fréquente dès le début du siècle. A partir de 1629, se mettent en place des modèles de “ *vente en blanc* ” qui ne sont plus des actes notariés mais des documents produits sous seing privé.

Le règlement de l’opération “ *en blanc* ” se faisait sans recourir à la monnaie, seul le solde se payait en argent. Cette opération se nommait la “ *rescontre* ”. Il n’existait aucun terme fixe de liquidation institutionnalisé. Il en résulte que l’opération restait l’objet d’un jeu d’obligations complexes essentiellement bilatérales.

L’ensemble des caractéristiques mentionnées indique assez la difficulté, pour les agents d’effectuer des opérations financières usuelles aujourd’hui, notamment dans le domaine des activités d’arbitrage sur titres. Il semble donc que l’on puisse suivre l’interprétation de J.G Van Dillen <sup>169</sup> en considérant que la qualification de “ *marché à terme* ” reste tout à fait ambiguë et même excessive pour cette époque.

Au total, il paraît plutôt nécessaire de considérer la Bourse marchande traditionnelle beaucoup plus comme une institution rentière contemporaine de la formation d’un marché financier embryonnaire que comme un marché financier en tant que tel.

### **1-3- Du modèle de bourse commerciale traditionnelle au modèle de marché financier en formation : la nature complexe de la fragilité financière**

Contrairement au monde médiéval, construit sur des permanences et dont les crises ne produisent pas de changements décisifs, le capitalisme marchand est la période des ruptures qui mène de l’économie de rente à l’institutionnalisation d’une économie de marché.

Aussi, semble-t-il intéressant, pour rendre compte de la complexité de la fragilité financière de cette époque, de différencier deux modèles chronologiquement, car même s’il y a souvent imbrication dans le temps des deux modèles, l’un exprime le passé qui ne meurt pas et l’autre, l’avenir –encore incertain- du système financier :

Un “modèle de bourse commerciale traditionnelle” qui s’extrait à grand peine de l’économie médiévale et dont la fragilité financière ouvre sur des crises spécifiques s’apparentant au “run” lorsque la cause est endogène ou à la panique lorsque l’origine est exogène <sup>170</sup> .

<sup>168</sup> Mackay, Charles et de Vega, Joseph. “Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds” Confusion de Confusiones. A Marketplace Book. John Wiley & Sons, February 1996. P 214.  
Un “modèle de marché financier en formation” dans lequel l’économie corporative laisse parfois la place à un marché encore mal institutionnalisé et dont la fragilité

<sup>169</sup> Van Dillen J.G : “ Isaac Le Maire et le commerce des actions de la Compagnie des Indes Orientales”. Revue d’Histoire Moderne. Tome X. Paris. 1935. P 21.

<sup>170</sup> Les termes endogène et exogène se rapporte ici non pas à l’économie dans sont ensemble, mais seulement à la bourse marchande.

financière mène à des bulles financières restreintes ou généralisées c'est à dire à une surréaction du prix d'un ou de plusieurs actifs, par rapport à leur valeur fondamentale, entraînant des mécanismes d'anticipations autovalidantes.

Dominant le XVII<sup>e</sup> siècle, le "modèle de bourse commerciale traditionnelle" correspond à des caractéristiques bien spécifiques.

Etabli dans les pays du Nord - Ouest européen, il met en jeu des compagnies commerciales au long cours dotées d'un monopole de fait ou de droit. L'Etat demeurant, comme à l'époque médiévale, l'instrument du Prince, octroie ce privilège dans la perspective essentiellement prédatrice du partage de la rente de monopole.

Appuyées sur le contrôle exclusif des transactions, sur la détention sans partage de l'information et sur de larges capacités de régulation des stocks par l'usage de leurs entrepôts, les compagnies vont user d'un mode de financement de leurs activités adapté à leur intérêts.

Elles vont émettre des titres d'une nature très éloignée des titres financiers ultérieurs car dotés d'une cessibilité faible, en général non matérialisés, sans système de cotation et dont les dividendes fixés lors du contrat de vente du titre, sont uniquement distribués à l'occasion de la liquidation de l'entreprise.

L'essentiel des transactions s'opérant sur le marché au comptant, la spéculation est limitée et c'est la recherche du « **profit I** »<sup>171</sup> qui domine, révélant ainsi la nature rentière présidant à ce modèle de bourse.

Bien que bornée, la spéculation (et donc la recherche du « **profit II** »<sup>172</sup>) existe et se développe dans le cadre des transactions à terme dites " *vente en blanc* ".

Cependant la nature même des titres, l'absence d'une institutionnalisation et même d'une fixité du terme ainsi que l'action de la puissance publique visant à interdire ce type de transactions, sont autant de rigidités qui ne permettent ni l'activité de véritables marchés à terme ni même des choix de portefeuille de titre par arbitrage parce que la négociabilité des titres s'avère largement défailante.

La fragilité prend dans ce modèle une double forme :

- En premier lieu, on peut mettre en évidence une fragilité boursière endogène. Le risque de remise en cause du profit spéculatif provoque des épisodes de run dans lequel l'attaque spéculative concerne un seul titre sans que la situation des autres valeurs en soit modifiée, c'est à dire sans qu'il apparaisse un quelconque processus de contagion concernant la bourse dans son ensemble. C'est une situation de cette nature que nous observerons à travers le cas d'Isaac Le Maire et du commerce des actions de la Compagnies des Indes Orientales entre 1602 et 1610 à Amsterdam.
- En second lieu, l'apparition de paniques résulte d'une fragilité boursière exogène où l'on retrouve l'effet des modifications de l'espace politique à la suite de conflits

<sup>171</sup> Nous nommerons par la suite ce « profit I », profit garanti.

<sup>172</sup> Nous nommerons par la suite ce « profit II » profit spéculatif.

intérieurs ou de guerres de conquête. Comme dans le cas florentin déjà étudié, c'est l'insécurité produit des mouvements de l'espace politique qui déséquilibre la régulation financière traditionnelle. Le processus de fragilisation menant à la crise financière hollandaise de 1672, suite à l'invasion française, sera l'occasion de rendre compte de ce type de processus.

Dans ces deux cas -et contrairement à l'exemple florentin- les normes propres au marché financier en formation – c'est-à-dire non institutionnalisées- émergent à l'intérieur même des bourses traditionnelles.

Se développant au XVII<sup>e</sup> siècle, puis se parachevant au XVIII<sup>e</sup> siècle, le " modèle de marché financier en formation" sera le fruit d'une longue évolution.

Au côté - et non plus à l'intérieur - d'une économie boursière corporative et rigide, se développe, en opposition aux monopoles des compagnies, une initiative privée multiforme qui ne pouvant s'intégrer aux mécanismes boursiers traditionnels, va créer elle-même, dans les anfractuosités de l'économie du vieux capitalisme marchand, des espaces souvent fugitifs, peu ou non institutionnalisés, dans lesquels la recherche du profit spéculatif va dominer.

- Dès la première moitié du XVII<sup>e</sup> siècle, la fragilité endogène au marché en formation va évoluer vers des "bulles restreintes endogènes" qui pourront être observées alors même que domine un " modèle de bourse " tout à fait étranger à ce type de mécanisme. A travers l'étude des conditions menant à la crise des Tulipes de 1637 à Amsterdam, nous mettons en lumière ces mécanismes à la fois inédits et prémonitoires.

Plus tard, le XVIII<sup>e</sup> siècle est l'époque des derniers feux de la compagnie à privilèges. Attaquées dans le domaine commercial par des marchands disposant de capacités sans commune mesure avec celle du XVII<sup>e</sup> siècle et voulant bénéficier des voies nouvelles si porteuses de profits, les compagnies sont également remises en cause dans le monopole de fait des financements par émission de titres dès le début du siècle.

De plus, et de manière décisive, l'espace politique va connaître un basculement fondamental illustré par la révolution financière de 1688 en Angleterre, mais perceptible dans tous les pays voisins. Abandonnant les techniques fiscales médiévales, l'Etat va, pour se transformer progressivement (mais pas complètement) en service public, se procurer ces financements nécessaires sur le marché financier à travers une diversité d'emprunts à long terme.

Cette transformation achevée en partie à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle laissera cependant subsister de forts traits médiévaux, confirmant le caractère transitoire du capitalisme marchand perceptible aussi dans l'élaboration des marchés financiers.

La généralisation des titres normalisés, la mise en œuvre d'une véritable fixité du terme des transactions mais aussi l'intrusion du papier commercial comme véhicule des transactions vont, au côté de l'affaiblissement des monopoles et de la nouvelle stratégie mise en œuvre par l'Etat, permettre de dépasser les bourses commerciales traditionnelles de constituer les premiers marchés financiers modernes à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle.

Auparavant, pendant le XVIII<sup>e</sup> siècle, les marchés financiers inachevés seront marqués par une fragilité financière généralisée présentant une double caractéristique:

- L'activité spéculative va pouvoir se développer de manière plus libre et la domination de la recherche du profit spéculatif se généralisera sans que le processus d'institutionnalisation du marché ne soit parachevé.
- Cette activité spéculative portera sur des titres publics émis par un espace politique non encore libéré de ses contenus archaïques.

Nous appellerons fragilité généralisée de marché en formation cette double fragilité issue à la fois du manque d'institutionnalisation du marché (fragilité endogène) mais surtout du rôle déstabilisateur tenu par un espace politique en transition (fragilité exogène). L'analyse de la crise de la Compagnie des Indes en France, en 1720, sera l'occasion de rendre compte de la spécificité de ces déséquilibres.

Ce contexte de fragilité va donner naissance à des crises financières dont la forme s'apparentera à celles des « **bulles généralisées** », c'est à dire des processus embrassant progressivement l'ensemble de l'activité financière, dont les causes seront à la fois dépendantes de l'espace économique mais beaucoup plus déterminées par les déséquilibres provenant de l'espace politique.

En ce sens, les crises du début du XVIII<sup>e</sup> siècle sont bien la marque de cette « **grande transformation** » qui bouscule définitivement l'économie de rente sans lui substituer immédiatement une économie de marché et l'affaiblissement d'un Etat aristocratique qui ne sait pas devenir service public. Dans cet interstice, les dernières crises financières préindustrielles prendront leur place.

**Document VII : Forme de la fragilité financière et types de crises du capitalisme marchand**

FORME DE LA FRAGILITE ET TYPES DE CRISES FINANCIERES	MODELE DE BOURSES COMMERCIALES TRADITIONNELLES	MODELE DE MARCHÉ FINANCIER EN FORMATION
FRAGILITE A DOMINANTE ENDOGENE A LA BOURSE ET AU MARCHÉ	FORME DE RUN BOURSIER. CAS DE LA CRISE DES ACTIONS DE LA COMPAGNIE DES INDES ORIENTALES A AMSTERDAM EN 1609.	FORME DE BULLE RESTREINTE ENDOGENE SUR MARCHÉ AUTONOME. CAS DE LA CRISE DES TULIPES A AMSTERDAM EN 1637.
FRAGILITE A DOMINANTE EXOGENE A LA BOURSE ET AU MARCHÉ	FORME DE PANIQUE. CAS DE LA BOURSE D'AMSTERDAM EN 1672.	FORME DE BULLE EXOGENE SUR UN MARCHÉ DEPENDANT CAS DE LA COMPAGNIE DES INDES EN 1720.

**-2- LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LE MODELE DE BOURSE COMMERCIALE TRADITIONNELLE :**

## 2-1- La fragilité endogène dans les modèles de bourse commerciale traditionnelle : le run sur les actions de la Compagnie des Indes Orientales à Amsterdam en 1609-1610 :

### 2-1-1- La Compagnie des Indes Orientales et l'évolution de la valeur de ses titres :

La première « *Compagnie pour la Navigation des Indes* », fondée en 1594 avait, dès 1597, c'est à dire au retour de sa première flotte, vu naître une rivale. Rapidement en 1600, elle arriva à un accord avec celle-ci, sous l'influence des bourgmestres et la "*Nouvelle Compagnie*" résultant de la fusion, obtint l'autorisation de navigation pour la Chine.

En 1602, elle constitua le pilier d'une Compagnie absorbant la presque totalité des entreprises commerciales de long cours hollandaises et zélandaises : la "*Compagnie Générale Octroyée des Indes Orientales*"<sup>173</sup>.

La flotte de quatorze vaisseaux qui prit le large en 1602, sous le commandement de l'amiral Wybrant Warwick fut équipée pour le compte d'une combinaison d'administrateurs de diverses chambres de commerce.

Isaac Le Maire, personnage important de cet épisode spéculatif, participait à cette combinaison dont il se retira dès 1605, bien qu'il fut parmi les actionnaires importants puisqu'il avait souscrit la somme de 600 000 Florins sur une somme de 3 687 415 Florins souscrit par 1201 actionnaires.

Bien qu'ayant signé une déclaration dans laquelle il s'engageait à ne pas entreprendre d'expédition autour du Cap de Bonne Espérance ou par le Détroit de Magellan, il semble acquis qu'Isaac Le Maire accepta les propositions du Roi de France, Henri IV, lequel nourrissait depuis longtemps le désir de fonder sa propre Compagnie des Indes Orientales, contre ses conseillers, lesquels tentaient de le convaincre que l'entreprise serait désastreuse pour les Français comme pour les Hollandais puisque le prix des épices baisserait dans toute l'Europe<sup>174</sup>.

**“ Le Roy presse ceste société pour le gain qu'il prétend de la vente des épiceries qu'à la façon du sel, il fait estat de distribuer par son royaume.”**

Il est attesté par les documents réunis par J.G Van Dillen que des négociations en ce sens eurent lieu jusqu'en décembre 1609 à Paris.

Mais l'assassinat d'Henri IV, le 14 mai 1610, déboucha sur l'échec du projet. Comme nous le verrons, l'ensemble de ces événements n'est certainement pas indépendant de l'évolution de la valeur des actions de la compagnie.

Peu de temps après leur souscription, ces actions montèrent à 15 % au-dessus du pair (100), puis l'intérêt faiblit et pendant deux ans le cours resta stationnaire à 103 et 105

<sup>173</sup> "Verenigde Oost-Indische Compagnie".

<sup>174</sup> *Idem* P 12.

%. Lorsque les bonnes nouvelles arrivèrent des Indes, puis que les vaisseaux revinrent richement chargés en 1605, le cours grimpa jusqu'à 140 %. A la nouvelle (fausse) de la prise de Malaque, les actions montèrent même jusqu'à 200% en 1606.

Avec l'afflux de mauvaises nouvelles en 1607, les titres baissèrent à 160 %. Dans les deux années qui suivirent, le cours poursuivit sa baisse puis chuta du printemps 1609 (146%) jusqu'en janvier 1610 pour atteindre son plancher pour la période considérée : 126%. Dans cette courte période, on peut considérer que l'action de la Compagnie des Indes Orientales fit l'objet d'un "run" qui est probablement le plus ancien connu dans le cadre d'un modèle de bourse commerciale traditionnelle <sup>175</sup>.

***“ Cela au grand désavantage d'un grand nombre d'actionnaires, surtout des veuves et des orphelins qui se laissent pousser par les faux bruits à se débarrasser de leurs actions ”.***

comme l'exprimèrent les directeurs de la Compagnie d'une manière emphatique quelque peu suspecte. Quelques temps plus tard, on assista à un nouveau revirement et au printemps 1610, il est de nouveau à 156 % pour parvenir au printemps 1611 à 200 %. Cette fois <sup>176</sup> :

***“ Plusieurs baissiers furent déclarés en faillite , entre autres Hans Brouwer , Harmen Rosencrans , Reiner Lems , et Jacques Dammam membres de la Grande Compagnie ”.***

Une telle hausse est à mettre en rapport avec le retour des navires mais également avec l'annonce de la distribution des dividendes des actions de la Compagnie puisque leur échéance était prévue pour 1612 <sup>177</sup>.

### **2-1-2- Particularités et interprétation du "run" sur les actions de la Compagnie des Indes Orientales entre le printemps 1609 et janvier 1610 :**

Si l'on considère le cours au comptant des actions de la Compagnie, il est clair qu'à aucun moment dans la période considérée le titre n'est descendu au-dessous du pair, pas même pendant la phase de "run". C'est bien ce que remarque J.G.Van Dillen <sup>178</sup> quand il constate :

***“ On était devenu un peu moins optimiste en ce qui concernait le bénéfice, mais personne ne pensait à la possibilité de la perte d'une partie du capital. ”***

Cela signifie que la conservation du titre jusqu'à son échéance est une garantie de retour du capital augmenté du dividende. C'est d'autant plus vrai que le contrat de vente de l'action implique, de toutes façons, la possibilité pour l'actionnaire de recevoir des marchandises dont la compagnie disposait d'importants stocks, en contrepartie du

<sup>175</sup> **ibidem**, P 122.

<sup>176</sup> **ibid** . P 130.

<sup>177</sup> Seuls quelques cours à terme - six mois, un, deux ou trois ans - nous sont connus, par contre l'ensemble des cours au comptant nous sont parvenus à travers les actes notariés collectés par Van Dillen **ibid**. P 121 et 128.

<sup>178</sup> **ibid** . p 128.

dividende ou de la somme investie.

Ce droit était évidemment douteux lorsque le marché se trouvait saturé, il était néanmoins une garantie relativement sûre de ne pas voir son capital réduit à néant.

On retrouve là le mécanisme de l'économie de rente mise en lumière dans la première partie de ce chapitre. La certitude d'obtenir ce « profit garanti » est évidemment forte et dans le cas de la Compagnie des Indes Orientales, elle se matérialise effectivement, à condition que le titre ait été conservé jusqu'à son échéance, ce qui tient aux caractéristiques structurelles des échanges que nous avons déjà indiquées.

En revanche, le caractère particulièrement chaotique de l'évolution du cours des titres de la Compagnie procède bien plutôt de la spéculation résultant de la volonté de captation du « profit spéculatif » par certains opérateurs.

C'est ce qui constitue le cœur du mécanisme que nous avons désigné sous l'expression de fragilité boursière endogène. A partir de là, les causes du "run" peuvent se lire à travers les conflits qui devinrent publics dès l'été 1609.

La thèse des directeurs de la Compagnie s'exprime dans une pétition adressée aux Etats Généraux des Provinces-Unies à cette époque. Pour eux, la spéculation à la baisse qui a alimenté le run ne résulte pas d'une cause liée à la situation de l'entreprise ("*une cause naturelle*"), qui correspondrait aux fondamentaux, mais aux intrigues d'un groupe de spéculateurs à la baisse, emmenés par Isaac Le Maire <sup>179</sup> :

***“ Il existe une conspiration, une “ rotterie ”. Les conspirateurs vendent continuellement de grandes parties d’actions à longues échéances, d’une à cinq années pour des sommes qui dépassent ce qu’ils possèdent de plusieurs milliers de Florins. Au moment de la livraison, ils pèsent sur les cours en répandant des bruits défavorables. Avec beaucoup de ruse, ils vendent pour des sommes réduites, des actions achetées souvent par leurs complices mêmes et en même temps, ils achètent pour des sommes considérables à des prix très bas.”***

En conséquence, les directeurs de la Compagnie prient les Etats d'interdire la spéculation en rendant impossible la " vente en blanc " des actions en imposant désormais, que la transcription des transactions dans les livres de la Compagnie ait lieu un mois au plus tard après la vente.

En opposition aux directeurs, "*plusieurs commerçants*" adressent une requête aux mêmes autorités : La chute n'est nullement le résultat d'une "*rotterie*" mais bien plus sûrement à leurs yeux, l'effet des difficultés multiples rencontrées par la Compagnie.

Dans un exposé rédigé en août 1609, probablement de la main d'Isaac Le Maire lui-même, ce point de vue est argumenté avec précision de la manière suivante. Il dresse la liste des vaisseaux naufragés et évalue la perte à 1 500 000 Florins. De plus, la valeur totale du chargement des quatre vaisseaux parvenus à Amsterdam au Printemps 1609 ne dépassent pas selon lui, 1 800 000 Florins dont 800 000 Florins de macis qui ne pourra être vendu avant cinq ans compte tenu des arrivages prévus et des quantités déjà stockées.

<sup>179</sup> **ibid** . P 122.

Selon Isaac Le Maire, les actions d'un cours de 134% un an avant l'arrivée des vaisseaux montèrent à 150% dès l'annonce de leur arrivée pour redescendre à 142%, toujours pour le même terme. Cela constitue une perte pour les directeurs qui ont acheté à haut prix anticipant une croissance de la valeur des titres<sup>180</sup> :

**“ ...Les directeurs sont poussés par l'envie car quelques-uns d'entre eux ont acheté de grandes parties d'action à un prix très élevé. Ils savent que quelques-uns de leurs collègues ont été plus raisonnables et ont même vendu une partie de ce qu'ils possèdent. On trouve parmi les points à traiter dans les assemblées des Dix-sept la question de savoir si les directeurs possèdent le montant obligé d'actions : Que le président les interroge avec instance à ce sujet !”**

On peut ajouter que ces directeurs qui ont acheté à terme, comprennent que, compte tenu de la hausse du comptant, les vendeurs ne seront pas en mesure de livrer les titres aux échéances.

D'autre part, Isaac Le Maire insiste sur le fait que les directeurs de la Compagnie ont pris en dépôt des sommes considérables sans y être autorisés et pour lesquelles ils doivent payer 8% d'intérêt, ce qui grève d'autant les bénéfices attendus.

En conséquence, l'origine du "run" résulte bien d'une cause propre à la Compagnie et le commerce des actions contribue plutôt à maintenir les prix. L'auteur en voit la preuve dans le fait que les chambres de Rotterdam, Delft, Hoorn et Enkhuin qui ne connaissent pas la “**rescontre**” cote 3 à 5 % au-dessous d'Amsterdam.

L'exposé d'Issac Le Maire montre une connaissance très précise de la situation de la Compagnie que J.G.Van.Dillen pense pouvoir expliquer par les liens qu'il entretenait avec le comptable en chef de la Compagnie, Barrent Lampe, cité par le "*ministre de France*" (c'est à dire l'ambassadeur) comme étant disposé à soutenir l'entreprise d'Henri IV.

Il insiste finalement sur la nécessité de maintenir la liberté du commerce des titres et notamment la “vente en blanc” en arguant que si l'on réduit cette liberté, il est fort probable que le commerce se déplacera vers d'autres lieux plus cléments.

Les Etats de Hollande consultèrent la Cour Supérieure de Hollande sur la requête des administrateurs de la Compagnie comme sur celle des pétitionnaires liés à Isaac Le Maire. Il semble que la Cour se soit refusée à trancher clairement.

Bien sûr, dans son ordonnance du 27 février 1610, elle interdisait la vente en blanc : il y avait donc défense absolue de vendre des titres que l'on ne possède pas. En conséquence, les actions vendues devaient être transférées au plus tard un mois après la vente.

Si l'ordonnance semblait donner raison aux directeurs de la Compagnie, son intention n'était pourtant pas de s'opposer totalement à la vente à terme. En effet, la Cour prescrivit que lorsque l'on s'était décidé à différer le paiement à une date ultérieure, le vendeur garderait, malgré le transfert, un “*droit d'hypothèque*” sur les actions vendues.

De plus, alors que les administrateurs de la Compagnie auraient souhaité imposer

---

<sup>180</sup> **ibid** . P 124.

l'obligation de transférer dans le mois courant les sommes relatives aux contrats de vente à terme, l'ordonnance de la Cour n'en fait jamais mention. Pourtant une telle exigence eut rendu impossible la " vente en blanc " et le magistrat de la Cour ne l'a pas prise.

Le délibéré de la Cour Supérieure de Hollande, par son ambiguïté, laisse ouverte la recherche des raisons profondes du "run" du Printemps 1609, autrement dit, la nature de la fragilité financière en œuvre dans ce processus.

S'agit-il d'une dégradation des fondamentaux de la Compagnie des Indes Orientales provoquant une dégradation rapide de la valeur de ses titres ?

Au contraire, se trouve-t-on face à une attaque spéculative non fondée sur l'évolution malsaine de la situation de la Compagnie mais dont le caractère auto-réalisateur est contrôlé par un groupe d'opérateurs bénéficiant à la fois de l'imperfection du marché mais aussi d'une situation comportant une forte asymétrie d'information ?

Ou bien enfin, à mi-chemin de ces deux types d'explications, l'asymétrie d'information dont profite la " rotterie " comme groupe d'initiés, n'est-elle pas le vecteur du "run", dès lors qu'elle dispose d'informations sensibles sur la situation de relative dégradation des fondamentaux de la Compagnie apparue au Printemps 1609 ?

La recherche historique de J.G.Van.Dillen permet d'apporter des éléments décisifs pour éclairer ce débat. En effet, celui-ci a découvert dans les archives notariales d'Amsterdam, la fondation, le 11 février 1609, d'une société nommée " la Grande Compagnie " qui avait pour but d'organiser collectivement le commerce des actions des Compagnies des Indes Orientales.

Chaque associé détenait un nombre de parts précisés dans les actes de fondation (Isaac Le Maire en détient, par exemple, les quatre quinzièmes). Cette société devait être dissoute à la fin avril au plus tard, mais elle poursuivit ses activités au moins jusqu'en 1612.

Le commerce se faisait toujours au nom d'un des associés, jamais à celui de la Compagnie, ce qui semble attester le caractère secret des opérations de ladite Compagnie. Les ventes à terme s'opéraient sous seing privé, l'acte notarié n'intervenant que lorsque l'une des parties manquait à ses obligations.

Si l'on prend en considération la concordance des dates : la fondation de la " Grande Compagnie " précède d'un mois le "run" du Printemps. Si l'on considère également que c'est pendant cette période (décembre 1609) qu'ont lieu les négociations entre Isaac Le Maire et Jeannin, le « Ministre de France », dans le but d'affaiblir les Compagnies néerlandaises<sup>181</sup>, il semble possible d'y voir des éléments permettant d'expliquer la chute des titres.

Les membres de la " rotterie " proposaient des " ventes en blanc " d'un terme établi entre six mois et trois ans, puis ils provoquaient une baisse artificielle du cours des actions au moment de la livraison dans le but de déclencher un run dont le résultat attendu était bien évidemment d'obtenir un cours au comptant inférieur au cours à terme.

---

<sup>181</sup> Une lettre des bourgmestres prie les Etats-Généraux des Provinces-Unies d'agir pour empêcher la fondation d'une Compagnie française des Indes Orientales est encore datée du mois de janvier 1610.

L'action concertée débutait par la diffusion de rumeurs sur la situation de la Compagnie dont le procès qui suivi en donne quelques témoignages savoureux<sup>182</sup> :

***“ Etant à Amsterdam au Doelen lieu fréquenté par les notables, avec quelques-uns de leurs associés, au moment où quelques vaisseaux revenant des Indes étaient en grand péril près de l’île de Texel par suite de la tempête, les frères Brouwer avaient trinqué en chantant ce couple : Les vaisseaux ont fait naufrage, on a sauvé l’équipage, levons notre verre ! ”***

Puis les membres de la “ Grande Compagnie ” vendaient à grand bruit quelques actions à prix réduit auprès d’un certain nombre de complices et en même temps rachetaient à des cours très bas les actions qui affluaient à la vente.

En ce sens, l’explication du run peut confirmer les accusations des directeurs de la Compagnie des Indes Orientales. Au fond, la possibilité de captation du « **profit spéculatif** » et l’asymétrie d’information dont elle doit s’entourer sont bien à l’origine du run.

Mais si l’on analyse l’évolution des cours de l’action avant l’année 1609, il semble nécessaire d’infléchir quelque peu le raisonnement. En effet, on peut constater une baisse du cours des titres dès la fin de l’année 1607, c’est à dire un an et demi avant la mise en place de la “ rotterrie ”.

A partir de là, il semble difficile de nier le fait que ce soit aussi la situation de la Compagnie qui décide dans une certaine mesure des hausses et des baisses de ses titres. Aussi, semble-t-il plausible de voir dans cette phase spéculative un phénomène interactif prenant en compte à la fois l’évolution des fondamentaux de la Compagnie, mais également l’intensité et l’organisation de l’attaque spéculative.

C’est probablement sur la base des tendances à la baisse résultant des difficultés subies par la Compagnie que les spéculateurs ont pu, en accentuant l’évolution baissière, produire un processus de surréaction dont ils entendaient bien profiter.

L’amplitude du run fut limitée par un double phénomène. Tout d’abord, les anticipations des membres de la “ rotterrie ” s’appuyaient sur la probabilité forte de la mise en place d’une compagnie française concurrente or, cela n’eut pas lieu puisque les négociations échouèrent dès le début de 1610.

Les anticipations baissières furent donc contrariées et cela d’autant plus que des nouvelles plus favorables parvinrent des Indes au moment où la Compagnie décidait une nouvelle distribution de dividendes aux actionnaires (dont cinquante pour cent en poivre, trente pour cent en noix de muscade et le solde en argent).

Ces anticipations nouvelles précipitèrent les spéculateurs baissiers dans de grandes difficultés de trésorerie qui aboutirent en avril et mai 1610 à la faillite des principaux membres de la “ Grande Compagnie ”.

Il faut considérer cet échec comme le résultat des capacités stabilisatrices de l’économie de rente car c’est bien l’usage des stocks de marchandises de la Compagnie comme dividendes, c’est à dire ici en l’occurrence comme garantie ultime, qui va limiter

---

<sup>182</sup> **ibid.** P 131.

les effets du run et l'empêcher de se poursuivre jusqu'à son terme, à savoir un effondrement des valeurs au-dessous du pair.

Cette opposition entre la " Grande Compagnie " et les administrateurs de la Compagnie des Indes Orientales indique clairement la place et la nature des bourses commerciales traditionnelles par rapport aux velléités de constitution d'une économie de marché. Elle montre, du même coup, le caractère réel mais limité de la fragilité boursière endogène.

Alors que les directeurs s'impliquaient dans la défense du monopole de la Compagnie qu'ils dirigeaient tout en s'efforçant d'interdire la naissance d'un véritable marché à terme, Isaac Le Maire combattait leurs arguments en insistant dans son exposé du 24 janvier 1609<sup>183</sup> sur les défauts :

***“ d'une Compagnie qui avait voulu trop embrasser, et était par-là incapable de s'acquitter de ses fonctions véritables.”***

Ce dont il profitait pour en conclure que :

***“ Ses octrois, loin d'être étendus, devaient au contraire être restreint ; à côté d'elle, il devait y avoir place pour d'autres Compagnies.”***

Au-delà de son échec, il y a bien là l'illustration de la situation de la bourse commerciale traditionnelle:

Non pas un marché financier, mais seulement un marché financier en devenir ou plutôt un lieu où le marché orienté autour de la recherche du « **profit spéculatif** » ne parvient pas à se déployer, enserré qu'il est dans une économie dont le cadre reste encore largement médiéval.

Non pas un lieu où vont se produire des phénomènes endogènes incontrôlables comme des bulles mais des run suffisamment maîtrisés pour qu'ils ne dégèrent pas au point d'entamer le cœur de l'économie de rente c'est à dire le « **profit garanti** ».

Mais un lieu où une communauté soudée comme l'était celle des marchands-banquiers florentins n'est plus suffisante pour drainer et faire fructifier des capitaux dont elle contrôlerait la totalité. Le capitalisme marchand finit par imposer à ses propres bourses ce qu'elles ne peuvent ni ne veulent: S'ouvrir.

La phase du run qui s'étend du Printemps 1609 au début de l'année 1610 montre bien pourtant l'existence potentielle de ces forces en expansion qui expriment une économie de marché se formant d'une manière au moins momentanément autonome.

La fragilité propre à ce type de dispositif illustre sa structure de double contrainte. Pour répondre aux nouvelles nécessités de valorisation du capital marchand, le mode de financement doit dépasser le cadre de l'économie rentière propre à la bourse commerciale. Il doit quitter le monde de la certitude, celui du profit garanti. C'est une première phase de la fragilité financière, inévitable sauf à ne plus utiliser le capital comme capital.

Dés lors, le mode de financement se trouve dans un espace économique nouveau, celui du marché non institutionnalisé, profondément entaché d'asymétries d'information

---

<sup>183</sup> **ibid** . P 133.

dont une présentation formalisée va nous permettre de montrer que cette seconde phase de la fragilité financière constitue une situation favorable au développement d'un processus menant à la crise financière.

### **2-1-3- Asymétries d'information et déséquilibres dans un modèle de bourse commerciale traditionnelle avec marché embryonnaire:**

Dés lors que des crises financières se produisent en relation avec des formes de marchés même embryonnaires, il est important d'aborder la question <sup>184</sup> de l'efficacité supposée de ces marchés.

En effet, pour certains, dans la tradition néoclassique, les marchés propres au capitalisme marchand tendent vers l'efficacité <sup>185</sup>. Concernant plus particulièrement le marché des actions, Neal <sup>186</sup>, par exemple, construit sa démonstration en analysant, comme indicateur d'efficacité, le niveau d'intégration des marchés financiers de Londres et d'Amsterdam pour conclure à une parfaite intégration dès 1723.

Ces résultats restent cependant à relativiser parce que l'hypothèse sous-jacente à cette recherche considère le mécanisme d'arbitrage de marché comme source de cette intégration sans prendre en compte les règles de fixation des prix non issues du marché – sinon comme de simples rigidités- alors que nous venons de voir qu'elles en constituent en réalité une caractéristique structurelle <sup>187</sup>.

Rejeter l'hypothèse d'efficacité implique immédiatement d'explicitement les comportements spécifiques des agents qui fondent ce rejet. Nous venons de voir que, dans ce cas, ces comportements résultent du type d'organisation des marchés en formation et plus particulièrement de l'insuffisance, de l'hétérogénéité et du caractère asymétrique de l'information.

Comme on le sait, un marché financier sera considéré comme efficace si la valeur des titres reflète de manière instantanée toutes les informations pertinentes disponibles. En d'autres termes, le cours du titre dépend de l'anticipation au moment même où elle est perçue et non lorsqu'elle se réalise (ou pas).

Il en résulte que la prévision de l'évolution future des cours d'un actif financier est impossible parce que les cours futurs dépendent de modifications non encore advenues

<sup>184</sup> Comme d'ailleurs dans le cas des autres formes.

<sup>185</sup> Jusqu'au XVIII<sup>e</sup> siècle où ils le deviennent pleinement, selon les analyses issues de la « New Economic History ». Cf. **Heffer.J.** "La nouvelle histoire économique". Bibliothèque des Histoires. Paris. Gallimard. 1977. P 333.

<sup>186</sup> **Neal.L.** "Integration of International Capital Market: Quantitative Evidence from the Eighteenth to Twentieth Centuries". The Journal of Economic History n°2. P 219-226 et **Neal.L.** " The Integration and Efficiency of the London and Amsterdam Stock Markets in the Eighteenth Century". The Journal of Economic History n°1. P 97-115.

<sup>187</sup> Pour une critique de ces modèles d'efficacité. CF. **Boyer-Xambeu.M.T, Deleplace.G, Gillard.L** : A la recherche d'un âge d'or des marchés financiers : Intégration et efficacité au XVIII<sup>e</sup> siècle ». Université Paris VII. Université d'Orléans. CNRS. Mai 1991. P 33-65.

et moins encore connues et anticipées. La conséquence ultime de l'hypothèse d'efficience, c'est que le cours des titres obéit à une « **marche au hasard** »<sup>188</sup>. Dans ce cas, l'espérance mathématique du prix futur effectif, c'est le prix actuellement observé par le marché.

D'une manière plus formalisée<sup>189</sup>, on peut désigner par  $P_t$  le prix d'un actif financier à l'instant  $t$  et  $P_{t+1}$  à la période suivante ( $t+1$ ), par  $I_t$  l'information disponible en  $t$ .

En  $t$ , le prix d'équilibre du titre peut s'exprimer par<sup>190</sup> :

Il dépend ainsi du prix anticipé et de l'information disponible à l'instant  $t$  dont la prise en compte fonde son efficience. Il apparaît donc que l'anticipation du prix en  $t+1$  est rationnelle, c'est à dire que :

est l'espérance mathématique de conditionné par l'information  $I_t$ . Si nous admettons un temps intermédiaire  $t + \Delta t$  tel que  $t + \Delta t$  soit compris entre  $t+1$  et  $t$ , l'écart de prix entre  $t + \Delta t$  et  $t$  sera de :

Sans modification de l'information entre les deux instants, le prix ne varie pas. Il en résulte que l'anticipation de la variation du prix à la date initiale peut s'exprimer par :

Il intégrant toute l'information disponible, ce qui est connu en  $t$  de  $t + \Delta t$  est incorporé à  $I_t$ . Il s'ensuit que l'anticipation des variations de prix est nulle :

L'anticipation du prix futur est le prix d'aujourd'hui. Si l'on se réfère à l'étude du run sur les actions de la Compagnie des Indes Orientales entre le Printemps 1609 et janvier 1610, cette caractéristique semble tout à fait absente.

La raison fondamentale de cet état de fait tient à la nature même de ce « marché » et plus précisément au déséquilibre informationnel qui le caractérise. Sur ce marché, une partie des opérateurs, c'est à dire les membres de la « **Grande Compagnie** », est supposée mieux informée sur l'évolution du titre que la majorité des autres actionnaires. Cette information s'alimente à trois sources :

- Ils connaissent l'état des négociations avec la France concernant la mise en place d'une nouvelle Compagnie.
- Ils reçoivent des informations du trésorier de la Compagnie des Indes Orientales.
- Enfin, ils manipulent, par le jeu des rumeurs, l'information elle-même.

A partir de là, il est possible de formaliser cette asymétrie de l'information afin de montrer le rôle déstabilisant qu'elle tient dans l'évolution des événements de cette période<sup>191</sup> : Il

<sup>188</sup> Nous reviendrons précisément sur ce thème ultérieurement. Cf infra troisième partie.

<sup>189</sup> **Artus. P** : "Anomalies sur les marchés financiers ". Economica. Paris. 1995. P 5.

<sup>190</sup> représente le prix anticipé à l'instant  $t+1$ .

<sup>191</sup> **Idem** . P 35.

est nécessaire pour cela de distinguer trois types d'opérateurs sur ce marché :

- En premier lieu des opérateurs informés en proportion  $\alpha$  : Ils sont en position d'observer un signal  $s$  du rendement futur  $y$  de l'actif risqué.

$$y = \alpha + \epsilon$$

où  $\epsilon$  est un aléa sans biais ( de moyenne nulle) qui brouille le signal .

- \* En second lieu, des opérateurs rationnels mais manquant d'information, en proportion  $1 - \alpha$ . Ne disposant pas du signal  $s$ , ils doivent se contenter d'observer le prix d'équilibre  $p$ . A travers la valeur de  $p$ , ils vont s'efforcer de déterminer la valeur du signal  $s$ .
- \*En dernier lieu, des "*noise-traders*" achetant ou vendant une quantité aléatoire de titres. Ce sont eux qui génèrent le bruit de marché  $\epsilon$ .

En considérant que  $s$  suit une loi normale de moyenne  $\mu$ , de variance  $\sigma^2$ , si l'on considère que les investisseurs informés (les membres de la « **Grande Compagnie** » d'Isaac Le Maire) ont le choix entre l'actif risqué (dans le cas présent acheter ou vendre les titres de la Compagnie des Indes Orientales entre le moment de l'émission et l'échéance de la dixième année) et un actif sans risque (ici il s'agira de conserver le titre jusqu'à l'échéance) de rendement  $r$ .

On nommera le degré d'aversion pour le risque et la variance de l'aléa  $\epsilon$  qui affecte le signal. Alors, la quantité d'actif risqué demandée par les informés, proportionnelle aux gains espérés et inversement proportionnelle aux risques encourus, sera de :

Les initiés connaissant le signal et la moyenne de  $\epsilon$  étant nulle:

et

L'espérance de gain dépend donc du signal et l'importante du rendement attendu est sensible à la volatilité des bruits de marché. La situation des non informés (les « **veuves et les orphelins** » si chers aux directeurs de la Compagnie) est sensiblement différente.

L'observation des prix d'équilibre guide leur choix. Leurs espérances et leurs variances dépendent donc de  $p$ . Il s'ensuit un niveau de la demande de titres de leur part égal à :

Les « **noise-traders** » exprimant une demande aléatoire, la demande de titres s'adaptant à l'offre sur le marché atteint le niveau :

Le prix d'équilibre  $p$  étant déterminé cela permet aux opérateurs informés d'extraire leur estimation de  $s$ .

Sachant que le signal obéit à une loi normale de moyenne  $\mu$  et de variance  $\sigma^2$ , il devient possible de calculer les espérances et variances conditionnelles de la manière suivante :

Où  $V^2$  exprime la variance de la demande des "bruiteurs"().

Deux conclusions se dégagent de ce type de formalisation :

\*Tout d'abord, dans le cas où  $V = 0$  ; ( $\rho = 0$ ) , la présence des « *noise-traders* » est négligeable. Il en résulte que le prix est totalement informatif sur et qu'en conséquence, il y a efficience.

Bien évidemment, ce n'est pas le cas en ce qui concerne le run de 1609 puisque l'information contenue dans le signal  $\square$  n'est pas incorporée au prix d'équilibre. Une partie du bruitage est, de plus, mis en œuvre par les informés eux-mêmes à travers les rumeurs qu'ils s'efforcent de propager.

\*Ensuite, on constate que la croissance de  $\square$  entraîne une diminution de et inversement. Si l'on analyse les valeurs extrêmes, on constate que pour  $\square = 0$ , les non informés, c'est à dire tous les opérateurs, n'ont pas accès à  $\square$  ; ils ne peuvent donc en inférer aucune information sur  $p$ . Au contraire si  $\square = 1$ , tous les opérateurs sont informés et il n'est plus nécessaire d'extraire du prix d'équilibre l'information sur  $\square$  ; l'effet des aléas de marché disparaît.

La situation lors du run de 1609 correspond à une valeur  $\square$  faible, très proche de zéro puisque la mise en place de la « **Grande Compagnie** » aboutit à une action totalement concertée des « **baissiers** ». Tout se passe donc comme si un seul opérateur était en mesure d'observer le signal  $\square$ .

Dans ce cas, les non informés ne disposent que d'une information « bruitée » par les « *noise-traders* ». Ils vont donc prendre des décisions erronées en confondant les aléas de demande avec les variations de  $\square$  : cette situation accroît la volatilité du titre, ce qui signifie ici sa baisse laquelle se trouve être le but des spéculateurs informés.

En d'autre terme, c'est bien la nature de ce marché naissant, construit autour d'asymétries d'information puissantes qui favorise la volatilité du cours de l'action de la Compagnie des Indes Orientales à travers l'interaction entre informés et non informés.

Cette crise reste cependant un run, c'est à dire qu'elle ne semble pas avoir provoqué un quelconque processus de contagion mimétique vers d'autres valeurs parce que la domination de l'économie de rente et de ses institutions empêche ce processus.

Ce ne sera pas le cas des paniques d'origine exogène qui sont un autre versant de la fragilité financière à l'époque du capitalisme marchand.

## **2-2- Fragilité boursière exogène dans les modèles de bourse commerciale traditionnelle : Les conditions de la panique à la Bourse d'Amsterdam en juin 1672**

### **2-2-1- Le cadre général : l'espace politique et économique à Amsterdam en 1672**

La crise que nous allons analyser ressemble par bien des égards aux crises médiévales car elle met en relation et en opposition deux espaces, le politique et l'économique.

Cependant, l'analogie ne peut guère être poussée plus loin: l'espace économique ancien est ici en complet déclin et c'est même l'apparition d'un véritable marché obligataire, à partir de 1672, qui va précipiter la première panique de cette nature.

Cette crise est également nouvelle car elle ne rentre pas dans le cadre d'analyse d'un simple run comme celle de 1609. Ici, c'est l'ensemble des valeurs permettant les transactions sur les marchandises, les emprunts, la monnaie et les titres qui est pris dans la tourmente par un phénomène de contagion généralisée qui ne doit rien à une modification particulière dans la situation endogène des fondamentaux de l'économie.

Afin de saisir la dynamique de cet effondrement boursier, il nécessaire de présenter les éléments qui, bouleversant l'espace politique, seront à l'origine d'une fragilité financière particulière qui ouvrira vers le dérèglement chaotique d'un espace économique dont il faudra également définir les contours ainsi que les changements.

Les années soixante du XVII<sup>e</sup> siècle sont jalonnées de conflits guerriers occupant la plupart du temps, les mêmes protagonistes, en particulier les Provinces-Unies, la France et la Grande-Bretagne. La crise boursière de 1672 se situe dans contexte de la rupture de la paix d'Aix La Chapelle. Celle-ci, terminant la guerre de Dévolution, avait confirmé l'alliance des Provinces-Unies, de la Grande-Bretagne et de la Suède contre la France (la « **Triple Alliance** »). Cette paix avait aussi eu pour résultat de raffermir la puissance des Provinces-Unies dans le domaine commercial comme dans le domaine financier. De ces points de vue, ce pays dominait encore l'Europe en cette fin du XVII<sup>e</sup> siècle.

Cette situation se heurtait à la volonté d'expansion de la monarchie française. La faiblesse politique et militaire du pays conjuguée à sa puissance économique en faisait un ennemi inévitable, ainsi que l'exprime J Grossman <sup>192</sup> :

**« Le commerce des Hollandais avait réussi à s'imposer presque totalement sur le continent européen. Aussi ne pouvait-il manquer de susciter l'envie et l'inimitié des autres Etats qui considéraient que ce commerce pouvait nuire à leur droit et qu'un commerce propre à leur nation devait pouvoir se développer au coté du commerce hollandais. »**

L'existence d'une Compagnie des Indes Orientales appartenant aux Provinces-Unies était un obstacle majeur à l'épanouissement d'une compagnie similaire en France, ce que Louis XIV s'efforçait pourtant d'obtenir depuis 1664. Plus engagée encore dans le commerce international maritime, la Grande-Bretagne voyait avec une irritation croissante son allié hollandais lui interdire, de fait, les routes de l'Asie.

Si l'on ajoute, le caractère républicain des Provinces-Unies qui heurte des monarchies toujours de droit divin, à cause de leur esprit à la fois mercantile (des « **marchands de fromage** » s'exclame le Roi-Soleil) et tolérant (le pays accueille tous les réprochés et notamment les huguenots français), on comprend la possibilité d'un accord franco-anglais visant à mettre un terme à cette puissance hollandaise.

Le déclenchement de l'attaque conjointe des Français et des Anglais contre la Hollande en juin 1672 va se trouver face à un pays dont l'espace économique a profondément évolué. Si l'économie de rente reste encore vivace, l'économie de marché

---

<sup>192</sup> " « *Hatte der Handel der Holländer allmählich den Europäischen Kontinent fast gänzlich durchdrungen, so konnte nicht fehlen, dass im Laufe der Zeit der Neid und die Feindschaft anderer Staaten wachgerufen wurde, welche sich durch diese Entwicklung des Handels jener beeinträchtigt glaubten und ein Recht zu haben meinten, als handeltreibende Nationen auch neben den Holländern zu bestehen* ». In **Grossman. J** : "Die Amsterdamer Börse vor zwei hundert Jahren". Haag. Martinus Nijhoff. 1876. P 4.

prend une place qui devient déterminante. Sur le plan financier, le « **modèle de marché en formation** » commence à se substituer au « **modèle de bourse d'ancien régime** » et la crise financière de 1672 va amplifier ce mouvement. La fin du XVII<sup>e</sup> siècle est, en effet, pour Amsterdam l'époque de l'apogée commerciale, financière et bancaire. Si Amsterdam ne sera jamais « **l'atelier du monde** », elle a été de manière incontestée, en cette fin de XVII<sup>e</sup> siècle, « **l'entrepôt du monde** ».

Construit sur les interdépendances commerciales des pays européens, elle organise un système incontournable de canaux de circulation et de redistribution des marchandises à travers l'Europe.

Cette situation subordonne l'économie hollandaise à un objectif majeur : maintenir le monopole néerlandais du commerce et donc évincer les tentatives commerciales étrangères en s'appuyant sur le contrôle du système d'entrepôts, c'est à dire en contrôlant les prix et les quantités de marchandises en jeu.

Cela ne signifie pas, cependant, que le monopole international empêche la concurrence interne. En effet, depuis le début du siècle, nombreuses sont les sociétés hollandaises qui s'estiment en mesure de parcourir la route des Indes Orientales de manière aussi fructueuse que la « **Verenigde Oost-Indische Compagnie** ».

Elles obtiennent partiellement gain de cause puisqu'en 1638, devant les chambres de la Compagnie, le Grand Pensionnaire Maurice de Nassau prend position pour la liberté du commerce hollandais et autorise le personnel de la Compagnie à le pratiquer. Contrairement aux craintes exprimées alors, cela ne conduit nullement à la perte du monopole des Indes Orientales par les Hollandais. La concurrence nouvelle ne remet pas encore en cause radicalement l'obtention, par le patriarcat de l'économie de rente, du « **profit garanti** ».

Dans le même ordre d'idée, les conditions du financement des Compagnies resteront, à peu de chose près, d'une nature similaire à celles que nous avons déjà étudiées dans le cas de la crise de 1609 : à titre d'exemple, l'action des compagnies devra attendre l'année 1747 pour être officiellement coté. Quant à la politique de répression de la spéculation à terme, elle ne cessera vraiment qu'en 1689, lorsque les autorités décideront de réguler par un système de taxation, le trafic des actions.

Il en résulte que la fragilité ne résulte pas d'un dispositif nouveau, propre à la nature de la Bourse d'Amsterdam, mais à certains égards – nous venons de le voir – de pratiques issues de l'époque médiévale. Cependant, cette accumulation de richesse propre au capitalisme marchand va provoquer une évolution dans la nature même du commerce des Provinces-Unies <sup>193</sup> :

**« Dans la première partie du XVII<sup>e</sup> siècle, une tendance de la part du capital, discernable plus tôt, à préférer le commerce spéculatif sur les biens, les titres financiers, l'investissement en emprunts publics, le prêt de monnaie et**

<sup>193</sup> « In the second half of the seventeenth century a tendency on the part of capital, discernible earlier, to prefer speculative trading in commodities and Company shares, and investment in public loans and annuities, in money lending and insurance, to the toil and hazards of foreign trade, became more marked.» In **Barbour. Violet** : "Capitalism in Amsterdam in the 17e Century". Ann Arbor Paperbacks. The University of Michigan Press. 1963. P 74.

### ***l'assurance, à la peine et aux risques du commerce international, devint plus marquée »***

Tout se passe comme si Amsterdam quittait progressivement le domaine de la rente commerciale pour occuper celui de la spéculation financière<sup>194</sup>. En effet, le monopole d'un port comme réseau marchand est difficile à maintenir : l'amélioration des voies de communication rend progressivement peu utile et très coûteuse pour les vendeurs comme pour les acheteurs, l'existence d'un relais particulier. Par contre, le besoin de financement des opérations commerciales reste permanent<sup>195</sup>.

C'est ce passage de la marchandise à la banque, qu'a connu Gênes au XV<sup>e</sup> siècle et Londres au XIX<sup>e</sup> siècle, qui va se produire à Amsterdam au XVII<sup>e</sup>. La place d'Amsterdam va tout d'abord se spécialiser dans le commerce « **d'acceptation** » comme forme du crédit privé. Il s'agit ici de garantir la transmission des lettres de change<sup>196</sup>.

### ***« Faire l'acceptation d'une lettre de change, c'est la souscrire, la signer, se rendre le principal débiteur de la somme qui y est contenue, s'obliger en son nom de l'acquitter au tem(p)s marqué. »***

On le sait, la lenteur des processus économiques comme la consommation, la production et la distribution rendent fondamentale la possibilité du crédit et de sa garantie. Grâce au mécanisme d'endossement, découvert à Gênes deux siècles plus tôt, les Hollandais vont pouvoir « **inonder de papier** » toute l'Europe, selon la formule de F. Braudel, en proposant des taux très attractifs, souvent inférieurs à trois pour cent. Il est clair, cependant, que ce type de mécanisme ne peut s'appuyer que sur la confiance dans les opérateurs d'Amsterdam. Autrement dit, c'est la prospérité et la domination financière de la place d'Amsterdam qui rend possible la poursuite du processus.

D'autre part, la place d'Amsterdam va rapidement devenir le lieu d'emprunts publics privilégié pour tous les Etats d'Europe. Le principe en est simple: La puissance publique, comme la firme hollandaise, met l'emprunt sur le marché sous forme d'obligations et ouvre une souscription publique. L'emprunt, assorti de garanties solides (terres, revenus publics, bijoux royaux, pierres précieuses) est en général rapidement couvert. Les « **commerçants en fonds** » livrent eux-mêmes le capital à l'emprunteur et s'engagent à distribuer les intérêts en contrepartie d'une commission.

Cette pratique bien maîtrisée par les financiers d'Amsterdam est évidemment utilisée largement par les Etats Généraux des Provinces-Unies en ce qui concerne l'émission de leurs propres obligations. Celles-ci ne font pas, du moins avant 1672, l'objet d'un marché et leur cours est constamment maintenu au pair. Le seul revenu envisageable demeure donc l'intérêt ; ce qui manifeste une fois de plus la force de l'économie de rente.

### ***» Quoi que l'investissement en titres publics fut pratiqué, celui-ci ne semblait***

<sup>194</sup> D'une certaine manière, le métacapitalisme loin d'être seulement un prolongement naturel du capitalisme productif semble bien lui préexister.

<sup>195</sup> Autrement dit, les structures financières ne répondent plus à l'extension des activités économiques et plus généralement des nouveaux impératifs de croissance.

<sup>196</sup> **Savary des Brûlons. J** : "Dictionnaire Universel de Commerce". Nouvelle Edition. Paris 1759-1765. Vol I. Col 8.

***pas avoir été sujet à des opérations de marché avant la fin du troisième quart du siècle. [...], les obligations hollandaises étaient maintenues au pair, ce qui décourageait la spéculation, et s'il y avait des fluctuations dans le prix des autres titres publics, le fait qu'ils étaient largement répandus en petites quantités les rendait moins responsables des manipulations sur le marché que les actions de la Compagnie des Indes.»***<sup>197</sup>

L'illustration de la domination financière d'Amsterdam et la condition de l'ensemble de ses choix se situe dans le domaine bancaire et plus précisément dans la place qu'occupe la « **Wisselbank** ».

La solidité de l'institution, sa crédibilité sont le plus solide pilier de la confiance à partir de laquelle peut s'établir le fonctionnement de la finance hollandaise. A l'origine, en 1609, la Wisselbank, s'inspirant du modèle vénitien, cherchait à fournir aux commerçants de « **bonnes espèces** » et pour cela, elle s'efforçait de remédier au désordre monétaire.

Dotée du monopole du change manuel, la Banque d'Amsterdam devint une banque de dépôt et de virement. L'essentiel de ses recettes provenait de sa participation au marché des métaux précieux. Interdisant tout découvert à ses clients, elle consentait pourtant, dans le secret et régulièrement, des avances aux autorités de la ville ainsi qu'à la Compagnie des Indes Orientales.

Ces opérations s'effectuaient toujours dans des proportions ne dépassant jamais le niveau du stock métallique déposé par la banque<sup>198</sup>. Elle n'est donc, officiellement ni une banque d'émission ni une banque de crédit. Son utilité essentielle c'est, comme le remarque J.F Melon en 1735, "...*que tout y est tourné en écriture*"<sup>199</sup>.

Le déposant effectuait ses opérations par virement en utilisant une monnaie fictive le "**Banco-Florin**" dont la stabilité remarquable lui valut de faire prime sur le Florin courant métallique.

Cette prime, nommée "**agio**", presque toujours positive, s'élevait en moyenne à cinq pour cent : elle correspondait à la commission prélevée par la banque lorsque celle-ci fournissait le clients en pièces métalliques

La solution du Banco-Florin permettait des règlements aisés et rapides par compensations des flux de paiements sans supporter les inconvénients des espèces métalliques. Mais comme dans les autres cas, la confiance est la pierre angulaire d'un système qui parvient, en situation normale, à laisser tomber en désuétude la convertibilité

<sup>197</sup> « *Although the investment value of public funds was recognized, they seem not to have been subject to market trading before the end of the third quarter of the century. As we have seen, the obligations of Holland were maintained at par, which discouraged speculation, and if there were fluctuations in the prices of other public securities, the fact that they were widely held in small lots made them less responsive to market manipulations than actions of the India companies.* » in **Barbour. Violet** : "*Capitalism in Amsterdam in the 17<sup>th</sup> Century*". Ann Arbor Paperbacks. The University of Michigan Press. 1963. P 84.

<sup>198</sup> **Bichot. J** : "Huit siècles de monétarisation". Economica. Paris. 1984. p 101.

<sup>199</sup> **Braudel. F** : "Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme, XV<sup>e</sup>-XVIII<sup>e</sup> siècles". "Les Jeux de l'Echange " T2. A. Colin. Paris. 1979. P 202.

même d'une monnaie pourtant immatérielle.

L'état économique des Provinces-Unies au début de l'année 1672 se caractérisait en définitive par une stabilité intérieure et une puissance extérieure qui sont appelées à dominer encore près d'un demi-siècle. En même temps, et de manière discontinue, le marché débordait parfois une économie de rente qui restait cependant dominante.

C'est dans ce contexte qu'il faut interpréter la rupture de l'espace politique consécutive à l'attaque franco-anglaise de 1672 qui va précipiter les Provinces-Unies dans une crise politique et financière dont le modèle de bourse commerciale traditionnelle ne sortira pas indemne.

### **2-2-2- La campagne militaire française et la panique financière de Juin 1672 :**

Comme nous l'avons vu précédemment, le double contentieux des Provinces-Unies avec la France et la Grande-Bretagne devait déboucher sur un conflit. Dès 1670, le roi Louis XIV et le roi Charles II d'Angleterre se mirent d'accord pour organiser sur terre et sur mer l'invasion du territoire de la Hollande. J. Grossman indique bien que le cadre du conflit met en jeu l'opposition entre espace politique et espace économique, lorsqu'il décrit la situation initiale ainsi <sup>200</sup> :

***" La première puissance militaire européenne unie à la première puissance maritime contre la première puissance commerciale et financière du monde."***

Si, avant ce conflit, la puissance économique et financière hollandaise était solide, on ne peut en dire autant de son état politique. P. Jeannin peut le décrire comme un « **système anarchique de fédérations lâches** » <sup>201</sup> .

Les Etats généraux, instances pourtant exécutives ressemblaient plus à une conférence d'ambassadeurs des différentes provinces qu'à une instance décisionnelle. Les régents et notamment leur chef, le « **Grand pensionnaire** » Jean de Witt représentaient une aristocratie commerciale et financière qui identifiaient les libertés du pays au maintien de leur domination <sup>202</sup> .

***« Le gouvernement était dans les mains de la classe des rentiers liée à travers la famille et les investissements avec la riche oligarchie marchande de la ville... »***

En contrepoids de ces institutions, se tenait le « **Stathouder** », membre de la famille d'Orange, chef des armées et dont la clientèle se présentait comme le défenseur d'une cause nationale mise en danger par l'égoïsme des régents.

Politiquement divisées, dotées d'un système de forteresses qui s'avéra très vite

<sup>200</sup> « Die erste Militairmacht Europas vereinigte sich mit der - nach Holland – ersten Seemacht gegen die erste Handels und Geldmacht der damaligen Welt » in **Grossman. J** : "Die Amsterdamer Börse vor zwei hundert Jahren". Haag. Martinus Nijhoff. 1876. P 7.

<sup>201</sup> **Jeannin.P** : "L'Europe du Nord-Ouest et du Nord aux XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècles". PUF. Paris. 1969. P 146.

<sup>202</sup> « Government was in the hands of the rentier class, closely through family and investment ties with the wealthy merchant oligarchies of the town » In **Barbour. Violet** : "Capitalism in Amsterdam in the 17<sup>e</sup> Century". Ann Arbor Paperbacks. The University of Michigan Press. 1963. P 84.

dérisoire, disposant d'une armée éparpillée et dont les effectifs représentaient moins de la moitié de ceux de l'armée d'invasion, les Provinces-Unies ne purent faire face à l'offensive de mai 1672.

En quelques jours, elles perdirent trois provinces sur dix-huit et la prééminence sur la mer où les vaisseaux de l'Ost-Indische ne durent leur salut qu'à la fuite vers les ports des Pays-Bas espagnols. Dans la deuxième semaine du mois de juin, la moitié du territoire était occupée. Le choc que cette situation provoqua, modifia complètement les conditions économiques et financières du pays.

En fait, ce choc militaire exogène transforma les conditions initiales des fondamentaux de l'économie des Provinces-Unies en les entraînant dans la voie d'une très forte dégradation. L'activité commerciale fut paralysée, l'impôt ne rentra plus, la fuite d'une partie des capitaux s'aggrava et l'argent se raréfia<sup>203</sup> :

**« Ils envoyèrent leurs épouses, leurs enfants et leurs meilleurs trésors vers la Grande-Bretagne, le Brabant, le Danemark, Hambourg, Brême, Emden, et même vers la France. Ils cachèrent leur trésor dans leurs caves, dans leurs puits, et dans leurs jardins. A Amsterdam ne circulait plus de monnaie. »**

Faute de ressources, une première émission de papier eut même lieu pour payer les troupes sous forme de rente viagère (« *leibreten* ») c'est à dire que l'on s'engagea à très long terme pour faire face à une dépense immédiate avec des résultats tout à fait imprévisibles, événement qui, à lui seul, illustre le profond désarroi du gouvernement.

C'est que l'effondrement de la confiance et la fuite des espèces métalliques posaient le problème crucial du financement de la guerre. Pris à la gorge, l'Etat décida d'émettre, chaque mois, une valeur de dix millions de Florins en obligations.

La souscription fut au départ difficile, notamment au niveau international, puisque le marché anglais habituellement demandeur de titres d'Etat néerlandais n'était pas accessible et que les propositions des républiques italiennes s'accompagnaient d'une exigence de taux d'un niveau prohibitif.

Aussi, c'est vers les marchands d'Amsterdam que se tourna le gouvernement afin d'assurer la souscription qui fut finalement couverte<sup>204</sup> :

**« Patriotisme et intérêt s'associèrent et l'Etat pu se procurer les sommes nécessaires. Les obligations devinrent le lien entre le peuple et le pouvoir en favorisant pour le pays un avenir plus assuré. »**

Cela s'accompagna d'une modification tout à fait essentielle. En effet, jusqu'à présent, comme nous l'avons déjà vu, l'émission d'obligations s'accompagnait d'un maintien permanent du pair<sup>205</sup>.

A partir du mois de mai 1672, cette situation changea. Il n'était, semble-t-il, pas

---

<sup>203</sup> « Ihrer sandten ihre Weiber und Kinder mit besten Schätzen nach England, Brauband, Dänemark, Hamburg, ja nach Frankreich selbst; ihrer viele vergruben ihre Schätze in den Kellern, Brunnen und Gärten;(…) In Amsterdam selbst war keine Münze... » In **Grossman. J** : "Die Amsterdamer Börse vor zwei hundert Jahren". Haag. Martinus Nijhoff. 1876. P 13.

<sup>204</sup> " Patriotismus und Interesse verbanden sich, dem Staate die notwendigen Geldsummen zu Verschaffen. Die Obligationen wurden das Bindemittel zwischen Volk und Regierung, für das Land wieder eine gedeihliche Zukunft herbeizuführen. » **Idem**. P 15.

possible, dans une situation si troublée, d'imposer la souscription d'un titre si l'on n'en garantissait pas en même temps la négociabilité, c'est-à-dire fondamentalement la liquidité. C'est ce que l'Etat accepta, ouvrant la voie, de manière non intentionnelle, à la naissance d'un véritable marché obligataire sur les décombres d'un mécanisme de stabilisation rentière désormais caduc.

Autrement dit, ce sont des circonstances particulières, ici extrêmes, qui ouvrirent la voie à un nouveau compromis social entre l'Etat et ses créanciers dont la conséquence fut un pas décisif vers la création d'un mécanisme de négociabilité des obligations orientant le mode financement vers un modèle de marché en formation. En un certain sens, comme bien souvent, le contingent exprimait ici le nécessaire.

Cependant, l'aggravation de la situation militaire porta un premier coup non seulement au nouveau marché obligataire, mais aussi, par contagion, à toutes les autres formes de valeurs financières et même monétaires.

En premier lieu, au milieu du mois de juin, le cours des obligations s'effondra jusqu'à ne représenter que trente pour cent du pair. Dans le même temps et pour la première fois depuis la création de la Wisselbank en 1609, l'agio s'inversa, passant de 3% habituellement à - 4% entre juin et septembre<sup>206</sup>.

La fuite devant le Banco-Florin, monnaie immatérielle, au profit des espèces métalliques s'expliquait évidemment par la perte de confiance dans les capacités de remboursement de la Wisselbank, question qui ne s'était jamais posée auparavant.

Il est cependant intéressant de noter que cette inversion de l'agio fut d'une ampleur très limitée (surtout si l'on considère des écarts beaucoup plus importants à la fin du siècle suivant) grâce au maintien, de notoriété publique, d'un haut niveau de couverture métallique<sup>207</sup> :

**« Quand le premier run arriva en 1672, l'institution fut sauvée par sa forte couverture métallique. Le bilan de cette année montra que pour les 7201433 Florins dus à ses déposants, la banque produisit une valeur de 6654277 Florins en pièces et lingots et des titres irréprochables pour les un demi million de florins manquants »**

Très rapidement, la valeur des titres de l'Ost-Indische suivit le même chemin, quoique de manière moins accentuée que les obligations, puisque l'action de la compagnie passa du début au milieu du mois de juin, de 572 Gulden à 250 Gulden (c'est à dire - 56 %).

Quant aux lettres de change tirées sur Amsterdam, nul opérateur n'accepta plus de

---

<sup>205</sup> **Barbour. Violet** : "Capitalism in Amsterdam in the 17<sup>th</sup> Century". Ann Arbor Paperbacks. The University of Michigan Press. 1963. P 84.

<sup>206</sup> **Bichot.J** : "Huit siècles de monétarisation". Economica. Paris. 1984. P 105.

<sup>207</sup> « When the first run occurred in 1672, the institution was saved by its high metallic coverage. The balance sheet of that year showed that for the f.7.201.433 owing its depositors, the bank could produce coin and bullion to the value of f.6.654.277, and unimpeachable securities for the missing half-million florins ». In **Barbour. Violet** : "Capitalism in Amsterdam in the 17e Century". Ann Arbor Paperbacks. The University of Michigan Press. 1963. P 44.

les endosser. Par contre, il en coûtait jusqu'à 17% d'émettre un « *bill of exchange* » à Anvers lorsque l'on était citoyen d'Amsterdam (contre 10% auparavant).

On peut voir dans cette évolution, un phénomène de contagion qui partant d'une crise du crédit public suite à un choc exogène, se diffuse ensuite en une crise des droits de propriété touchant la principale entreprise commerciale hollandaise comme les acteurs économiques de moindre dimension.

Le rôle de la rumeur dans le phénomène de panique qui suivit peut être illustré par les événements de la seconde partie du mois de juin. Ainsi, la simple annonce de la reprise d'Utrecht par le Prince Guillaume d'Orange ranime la confiance et restaure de manière presque instantanée l'ensemble des valeurs<sup>208</sup> : le cours des obligations revient à 93%, celui des actions de l'Ost-Indische à 340 florins et l'agio redevient positif à 2%.

Par contre, les revendications supposées de Louis XIV en matière territoriale, ses exigences éventuelles dans le domaine des restrictions de l'activité de la Compagnie des Indes Orientales et la charge de 30 millions de Florins exigée à titre de contributions de guerre, sont autant d'informations qui couplées au caractère non fondé de l'affirmation de la prise d'Utrecht, vont précipiter de manière encore plus prononcée les acteurs économiques dans un « *saue qui peut* » généralisé<sup>209</sup>.

**» Fausse rumeurs, confidences personnelles et suppositions diverses, exerçaient, en de telles circonstances, une excitation générale sur tous les individus ; autant que la réalité elle-même ; A ce moment là, qui pouvait encore les réfuter ? »<sup>210</sup>**

Cette fois-ci, la crédibilité des autorités fut atteinte et du mois de juillet au début du mois de septembre, toute cotation de titres restera suspendue à Amsterdam.

Document VIII : Evolution du cours de l'obligation en fonction du pair d'avril 1672 à janvier 1673

avril	mai	2 <sup>e</sup> semaine juin	3 <sup>e</sup> semaine juin	4 <sup>e</sup> semaine juin	1 <sup>e</sup> semaine juillet	Fin juillet	août
100	65	30	30	90	70	70	0
Début septembre	Fin septembre	Début octobre	Fin octobre	novembre	Début décembre	Fin décembre	janvier
0	60	75	95	85	80	55	50

D'après les données recueillies dans Grossman. J Op.cité p 111. Les cours sont exprimés en indice (base 100 Avril 1672).

<sup>208</sup> Grossman. J : " Die Amsterdamer Börse vor zwei hundert Jahren". Haag. Martinus Nijhoff. 1876. P 16.

<sup>209</sup> L'évolution du cours des obligations d'avril 1672 à janvier 1673. Cf. infra. Document VIII.

<sup>210</sup> « *Falsche Gerüchte, persönliche Meinungen und Vermutungen mussten unter solchen Umständen und in solcher Zeit allgemeiner Aufregung dieselbe Wirkung auf den Einzelnen ausüben, als Thatsachen selbst; Denn wer konnte sie sogleich widerlegen?* » Idem. P 18-19.

Ce nouveau retournement de situation, tout aussi brusque que le précédent montre à l'évidence combien les conditions ont changé, non seulement depuis l'époque médiévale mais même depuis le début du siècle à Amsterdam.

En effet, le déclin de l'économie de rente a ouvert la voie à une fluidité nouvelle des transactions, propice à tous les arbitrages, notamment sur le plan international <sup>211</sup>. Comme le fait remarquer Violet Barbour, le capital n'est plus fixé dans des propriétés foncières, dans l'immobilier ou même dans des activités industrielles. A Amsterdam, en cette fin de siècle, l'essentiel de la richesse se réalise sous forme de titres aisément liquidés ou transférés <sup>212</sup>.

**« Le choc des guerres anglaises et françaises démontra cette mobilité. En 1672, l'invasion française menaça la cité, la richesse commença à partir. En juin, le flux devint panique »**

Ce type de panique, touchant non plus seulement les dépôts, comme à Florence en 1343, mais l'ensemble des titres et valeurs émis par tous les acteurs de l'économie, devient d'autant plus fréquent que ces titres et valeurs se répandent.

Aussi, à Amsterdam, la fin du XVII<sup>e</sup> et le début du XVIII<sup>e</sup> siècle sont-elles des périodes propices à ce genre de phénomène aussi violent et de faible durée que celui dont nous venons de rendre compte :

Ainsi, en décembre 1672, le nouvel assaut français contre la ville conduit à un second effondrement obligataire. Le combat ayant lieu sur la glace, il suffit d'un réchauffement du climat, suite à un vent du sud-ouest persistant, pour voir les titres publics revenir à leur valeur initiale !

Les paniques suivantes, celles de 1675, 1681, 1710, obéissent aux mêmes formes que celles de 1672 et répondent également à des chocs de nature exogène mettant en jeu les rapports de l'espace politique et de l'espace économique. A partir de ce moment là, la régulation propre à l'économie corporative semble définitivement compromise.

L'irruption de l'autonomie individuelle dans le champ de l'économie avec sa liberté de choix, sa capacité de mobilité et d'arbitrage, la rapidité de son action, invite à voir là en germe, de nouvelles modalités de régulation comme le suggère les formes radicalement nouvelles prises par des dysfonctionnements aboutissant par contagion à des paniques généralisées.

La structure de double-contrainte apparaît clairement dans cet épisode. La crise de 1672 illustre le fait que la volonté de maintenir le cadre des avantages procurés par l'économie de rente oblige finalement à la dépasser.

Si l'on veut conserver le rôle de prééminence financière à la place d'Amsterdam, il devient nécessaire dans un environnement commandé par un espace politique chaotique d'ouvrir les voies au marché parce qu'il s'avère impératif de garantir la négociabilité des

<sup>211</sup> Mais loin de s'accompagner d'une efficacité accrue, elle est plutôt un facteur d'instabilité.

<sup>212</sup> « The shocks of the English and the French wars demonstrated this mobility. In 1672, when the french invasion threatened the city, wealth sought safety in flight. In June, the flight of capital became panic. » In **Barbour. Violet** : "Capitalism in Amsterdam in the 17e Century". Ann Arbor Paperbacks. The University of Michigan Press. 1963. P 57.

titres à un niveau que l'ancienne économie rentière ne pouvait intégrer.

Ce sera aux élites politiques chargées de maintenir le système de rente commerciale qu'il va échoir cette tâche paradoxale de le remettre en cause et c'est de manière tout aussi inévitable que la possibilité de contagion mimétique va pouvoir se développer sur la base d'un marché fragile, embryonnaire et donc propice à développer ce type de processus.

### 2-2-3- Contagion mimétique et interaction des opinions dans le processus de panique à partir d'une fragilité exogène:

Dans le processus de la crise de 1672, il apparaît clairement que les acteurs économiques déterminent leurs choix en fonction d'une double perspective.

Tout d'abord, ils observent leur propre information sur l'évolution de la situation militaire et son influence sur l'état des fondamentaux de l'économie – ici, le basculement du mode de financement de la recherche du profit I vers celle du profit II<sup>213</sup> joue un rôle éminent. Ensuite, ils analysent le comportement des autres intervenants.

Il semble que le phénomène de panique, auquel nous sommes confrontés, dépend d'un phénomène de « *majorité* » dont il résulte qu'à partir de l'agrégation d'un certain nombre de choix individuels, les nouveaux arrivants sur le marché adoptent un comportement « *moutonnier* ».

Ce mimétisme signifie qu'une information obtenue par un premier investisseur peut conduire un second à agir dans le même sens, y compris dans le cas où lui-même disposerait d'une information différente ou opposée.

C'est ce qui fait la spécificité de la crise de 1672 par rapport à celle de 1609, précédemment étudiée. Dans ce dernier cas, l'absence de choc exogène sur la bourse ne conduit pas à une contagion, mais à un simple run. Il est possible de modéliser cet enchaînement de la manière suivante<sup>214</sup> : Deux investisseurs (1 et 2) ont le choix entre deux actifs.

Un actif sans risque de rendement  $r$  (dans le cas de la bourse d'Amsterdam, il peut s'agir d'un titre étranger ou de monnaie métallique) et un actif risqué (obligation ou action dans le cas de la bourse d'Amsterdam), doté d'une prime de risque systématique  $\square$ , avec un aléa de rendement  $H$  et de rendement  $R$  :

$r + H + \square$  avec une probabilité 0.5

$r - H + \square$  avec une probabilité 0.5

On supposera que  $H - \square > 0$  puisque, si la situation est défavorable, le rendement de l'actif risqué est inférieur à  $r$ .

Chacun des investisseurs dispose d'une information propre sur les possibilités de

<sup>213</sup> C'est-à-dire de la recherche de l'intérêt obligataire vers celui d'une éventuelle plus-value ou plutôt, dans la situation propre à 1672, d'une possibilité ouverte pour limiter les moins-values éventuelles et retrouver la liquidité de son actif.

<sup>214</sup> **Artus, P.** : "Anomalies sur les marchés financiers". Economica. Paris. 1995. p 43 à 54.

rendement de l'actif risqué, le signal  $S_i$  (où  $i = 1, 2$  qui représente chacun des deux investisseurs).

$S_1$  et  $S_2$  sont indépendants.

Pour l'investisseur 1 on a :

$P$  (où  $p > 0.5$ )

$P$

Et les relations symétriques quand  $S_1 = 0$ , c'est à dire lorsque le signal est brouillé. Si  $S_1 = 1$  puis  $S_1 = 0$ , l'espérance mathématique du gain peut s'écrire :

(1)

(2)

Comme  $(2p - 1) > 0$ , dans le cas où le signal  $S_1$  vaut 1, alors l'investisseur 1 doit choisir l'actif risqué puisque son rendement anticipé est supérieur. Au contraire, si  $S_1 = 0$ , l'investisseur choisit l'actif risqué quand  $\square + (1-2p)H > 0$  et l'actif non risqué dans le cas inverse.

L'investisseur 2 dispose de son information  $S_2$ , de plus il est en mesure d'observer le comportement de l'investisseur 1. Cela lui permet de connaître la réalisation de  $S_1$ . L'utilisation du théorème de Bayes permet de montrer que pour l'investisseur 2 :

(3)

(4)

(5)

Pour l'investisseur 2, les espérances mathématiques peuvent donc se calculer ainsi :

(6)

(7)

(8)

On peut finalement discerner quatre cas :

- Si  $S_1=S_2=1$ , les deux investisseurs achètent l'actif risqué. 1.
- Si  $S_1=0, S_2=1$ , l'investisseur 1 achète l'actif sans risque et 2 l'actif risqué. 2.
- Si  $S_1=1, S_2=0$ , les deux investisseurs achètent l'actif risqué alors que sans observation du comportement de 1, l'investisseur 2 achèterait l'actif sans risque. 3.
- Si  $S_1=S_2=0$ , 1 achète l'actif sans risque et le second aussi, car si l'on se réfère aux résultats (2) et (8) on constate que : 4.

Autrement dit, l'investisseur 2 est encore moins incité à se procurer l'actif risqué que l'investisseur 1, lorsque le comportement de celui-ci est observé.

Au total, il apparaît que la possibilité d'une observation des comportements favorise le nombre de cas où les deux investisseurs adoptent le même choix : elle favorise donc le mimétisme.

- \*Si  $R = r + H + \square$  se réalise effectivement :

Dans le cas où chacun n'observe que son signal: 1.

La probabilité que les deux investisseurs achètent l'actif risqué est de  $p^2$ .

La probabilité qu'ils achètent l'actif sans risque est de  $(1-p)^2$ .

Dans le cas d'une contagion mimétique : 1.

La probabilité que les deux achètent l'actif risqué est de  $p^2 + p(1-p)$ . Il y a en effet deux cas à envisager  $S_1=S_2=1$  et  $S_1=1, S_2=0$ .

- \*Si  $R = r - H + \square$  se réalise effectivement :

Dans le cas où chacun n'observe que son signal : 1.

La probabilité d'achat de l'actif risqué est de  $(1-p)^2$ .

Celle de l'actif sans risque est de  $p^2$ .

Dans le cas d'une contagion mimétique : 1.

La probabilité d'achat de l'actif risqué est de  $(1-p)^2 + p(1-p) = (1-p)$ .

La probabilité d'achat de l'actif sans risque est de  $p^2$ .

Si l'on compare la situation 1 et 2, on constate que  $p^2$  étant inférieur à  $p$ , la probabilité d'adopter le même comportement s'accroît du fait du mimétisme. Il en est de même dans les situations 3 et 4 puisque  $(1-p)^2$  est inférieur à  $(1-p)$ .

L'introduction d'un investisseur 3, observant les deux précédents tout en disposant de son propre signal  $S_3$ , exacerbe la tendance déjà constatée.

- \*Si 1 et 2 achètent l'actif risqué, cela signifie que  $S_1=S_2=1$  ou que  $S_1=1, S_2=0$ . Il en résulte que :

Dans les deux cas, l'investisseur 3 achète les actifs risqués puisqu'ils disposent d'un rendement supérieur à celui de l'actif sans risque.

- \*Si les deux premiers investisseurs achètent l'actif sans risque, on se trouve dans la situation  $S_1=S_2=0$ . Cela implique :

Dans les deux cas, l'investisseur 3 achète l'actif sans risque. Le passage d'un modèle de deux à trois investisseurs montre que dans l'ensemble des cas, le mimétisme accroît la probabilité des situations de déséquilibres. Soit le marché bascule vers l'actif à rendement le plus élevé, soit comme cela s'est produit en 1672, tous les opérateurs se précipitent vers l'actif au rendement le plus faible.

Le développement d'une contagion mimétique a pu apparaître dans le cadre de la

bourse commerciale parce que les conditions spécifiques de l'époque rendait nécessaire de remettre en cause les structures traditionnelles que l'on cherchait pourtant à préserver. A partir de 1672, un marché obligataire embryonnaire pu se développer dans le cadre boursier pour la première fois à Amsterdam. En ce sens, la crise financière de 1672 peut être interprétée comme l'une des dernières, sinon la dernière, des crises du modèle de bourse commerciale traditionnelle.

Pourtant, le phénomène de contagion mimétique s'était déjà produit dans cette ville, mais il n'avait pas pour cadre la bourse. Bien au contraire, c'est en dehors de ce lieu économique encore fortement organisé autour des monopoles et des règles issues de l'époque médiévale, dans un marché encore à l'état d'ébauche, que le mimétisme allait pouvoir jouer.

Il allait en résulter non une panique généralisée de nature exogène dans un environnement boursier traditionnel, comme nous venons de l'analyser ; mais une bulle résultant d'une fragilité endogène et de caractère restreint à un marché particulier se formant dans les anfractuosités d'une économie traditionnelle en déclin.

### **-3- LA FRAGILITE DANS LE MODELE DE MARCHE FINANCIER EN FORMATION :**

---

#### **3-1- Une fragilité endogène de marché naissant à l'origine de la "Tulipmania" à Amsterdam entre 1636 et 1637 :**

##### **3-1-1- Les conditions générales du marché des « tulipes » :**

Comme dans les cas précédents, c'est l'opposition bourse commerciale traditionnelle - marché en formation qui va guider notre analyse. Dans la crise de 1672, le marché naissait à l'intérieur même de la bourse traditionnelle. Dans la crise des Tulipes, le marché naissant se trouve en extériorité par rapport à celle-ci.

En 1672, tout se passe comme si les forces du marché avaient acquis suffisamment de puissance pour, à l'occasion d'un choc exogène, pouvoir submerger –du moins s'en émanciper conjoncturellement- la vieille économie de bourse. En 1636, l'économie de rente reste forte, mais les forces du marché sont déjà plus vives qu'en 1609, au temps d'Isaac Le Maire.

Exclues des spéculations traditionnelles, elles ont pourtant, probablement pour la première fois, la capacité de se développer d'une manière relativement autonome, aux marges de l'économie de bourse, au point même de réussir à la déséquilibrer gravement comme on peut en inférer de l'article de N.W.Posthumus<sup>215</sup> :

<sup>215</sup> «Many bulbgrowers in Amsterdam, were in close contact with the great speculations of the time .It is, however, uncertain whether their role was a leading one. Perhaps the initiative in the tulip trade and mania came from elsewhere..." in **Posthumus N.W** : "Notes and documents: The tulip mania in Holland in the years 1636 and 1637". Journal of Economic and Business History. Mai 1929. Vol. I. N°4. P 435.

**« Beaucoup de producteurs de bulbes à Amsterdam étaient en contact étroit avec la grande spéculation de l'époque. Il est difficile, cependant, de dire si leur rôle fut dominant. Peut-être, l'initiative dans le commerce des tulipes et son engouement vint d'ailleurs »**

Avant d'aborder la crise proprement dite, il est nécessaire d'évoquer le cadre technique dans lequel se développent les transactions sur les tulipes.

A la fin du XVI<sup>e</sup> siècle, le commerce des tulipes s'introduit dans les Provinces-Unies probablement venu de Turquie. Il se développe dans le cadre de la bourse de marchandises qui, on le sait, cote de manière quotidienne les marchandises depuis 1585.

Dans ce cadre boursier, les principaux opérateurs sont les "**fleuristes**" c'est à dire des horticulteurs spécialisés dans la production et le commerce des bulbes de tulipes. La production peut être obtenue d'une double manière: par reproduction sexuée ou par multiplication végétative.

Dans le premier cas, la floraison apparaît sept à douze ans après les semis. Au contraire, par une multiplication végétative<sup>216</sup> c'est dire par l'apparition de bourgeons (*buds*) à partir du bulbe-mère<sup>217</sup> la production peut permettre un taux de croissance annuel de 100 à 150% annuellement.

La floraison apparaît en avril ou mai alors que la mise en culture s'effectue au mois de septembre. Par conséquent, les transactions au comptant peuvent se dérouler du mois de juin jusqu'au mois de septembre.

Les bulbes peuvent être attaqués par un "**virus mosaïque**" qui modifie l'aspect de la fleur. La variété des formes et des teintes obtenues est en général considérée comme particulièrement esthétique, ce qui favorise une forte demande des bulbes frappés de cette maladie ("*rare bulbs*"), par opposition aux bulbes ne reproduisant que des variétés de teinte uniforme ("*common bulbs*"). P.Garber<sup>218</sup> en donne un exemple symptomatique :

**« En France, il commença à être à la mode, chez les femmes, de porter une grande quantité de tulipes au sommet de leur chapeau .Les hommes fortunés entrèrent en compétition pour offrir les plus bizarres des fleurs à leurs élues, augmentant ainsi la demande pour les fleurs rares ».**

La reproduction sexuée ne permet pas de retrouver les caractéristiques obtenues grâce au "*virus mosaïque*". Par contre, les caractéristiques spécifiques recherchées peuvent être éventuellement reproduites par la multiplication végétative.

La croissance de la production est cependant affectée par la maladie qui réduit de 10 à 20 % les taux de croissance annuels de la production. L'ensemble de ces raisons permet de comprendre que les "*rare bulbs*" se négocient à un prix plus élevé que les

<sup>216</sup> Qui correspond au clonage.

<sup>217</sup> **Encyclopedia Universalis** : "La multiplication végétative" Tome 12. Paris. P 744.

<sup>218</sup> "In France, it became fashionable for women to array quantities of fresh tulips at the tops of their gowns. Wealthy men competed to present the most bizarre flowers to eligible women, thereby driving up the demand for rare flowers." in **Garber.P.**: "Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol 97.N°3. P 543.

*common bulbs*".

Dés le début du XVII<sup>e</sup> siècle, la culture des tulipes s'étend rapidement dans la région comprise entre Amsterdam et La Haye. Le commerce s'effectue depuis le début en bulbes, jamais en fleurs.

A l'origine, nous venons de le voir, ces bulbes étaient vendus à l'unité. La cueillette se déroulait au début du mois de mai et les livraisons au comptant pouvaient avoir lieu pendant l'été afin d'effectuer la plantation au mois de septembre.

Cependant assez rapidement, dès 1610, le commerce s'effectua non plus sur les bulbes parvenus à maturité au mois de juin, mais sur les bulbes futurs, le reste de l'année, c'est à dire du mois d'octobre au mois de mai. ("*trade in beds of tulips*").

Bien entendu, dans ce cas la livraison immédiate du produit n'était plus possible. Les opérations à terme, plus propice à la spéculation, devenaient nécessaires<sup>219</sup> :

**« Quand le commerce fut étendu aux excroissances, la livraison immédiate devint impossible. Celles-ci ne pouvaient être séparées du bulbes principal qu'après un temps considérable. En conséquence, les excroissances pouvaient être achetées et vendues pendant toute l'année. Il est probable que peu après les bulbes eux-mêmes furent aussi achetés sans être délivrés immédiatement. A partir de là, l'élément spéculatif s'accroissait énormément »**

Au début, le commerce s'effectuait à l'unité. Il semble que cette méthode facilitait des transactions particulièrement douteuses en ce qui concerne la qualité et dont on a vu quelques exemples proches dans l'épisode de la crise de 1609. Aussi, dans un but de lutte contre la spéculation frauduleuse, les autorités boursières décidèrent-elles de normaliser les transactions.

La vente au poids fut généralisée dès lors qu'il apparut clairement qu'il existait une relation entre le poids du bulbe, sa viabilité et sa capacité à développer la multiplication végétative. L'unité de poids retenue fut le vingtième de gramme ("*aas*" en Néerlandais).

A partir de là, deux types de transactions se développèrent. Pour les "*rare bulbs*" les transactions s'opérèrent à l'unité ("*pieces-goods*"). Chaque bulbe planté était enregistré officiellement en indiquant son poids. En ce qui concerne les "*common-bulbs*", ils étaient achetés sans référence à un bulbe particulier ("*pound-good*") mais en quantité standardisée de mille "*azen*" soit un "*pound*".

Ce nouveau système de vente<sup>220</sup> fut mis en place au printemps 1635. S'il évitait la fraude, il n'empêchait pas, bien au contraire, de nouvelles formes de spéculation, puisqu'en normalisant les biens échangés, il en accroissait la négociabilité.

Cela doit très certainement être mis en relation avec une modification très importante

<sup>219</sup> "When the trade was extended to excrescence or outgrowths, immediate delivery became impossible. They could be separate from the main bulb only after considerable time. Accordingly, excrescence could be bought and sold during the whole year. It is likely that soon afterwards main bulbs were also sold without being at once deliverable. In this way the speculative element was increased enormously." in **Posthumus N.W** : "Notes and Documents: The tulip mania in Holland in the years 1636 and 1637". Journal of Economic and Business History. Mai 1929. Vol. I. N°4. P 437.

<sup>220</sup> Qui correspond à une tentative élémentaire d'institutionnalisation du marché.

apparue au cours de l'année 1634. Jusqu'à cette date, en effet, les transactions restaient exclusivement dominées par les professionnels, donc confinée à l'économie de rente . Par contre, dès la fin de l'année, de nouveaux opérateurs apparurent <sup>221</sup> :

**« Jusqu'en 1633 ou au début de 1634, le commerce était encore limité aux producteurs et aux experts. La vraie spéculation commença quand les « outsiders » se joignirent à eux. Des gens qui n'avaient aucune compétence dans le domaine de la culture commencèrent à acheter après cette date. Parmi eux des tisserands, fileurs, cordonniers, boulangers et autres petits commerçants qui n'avaient pas la moindre connaissance du sujet »**

Cette transformation est expliquée par P.Garber comme le résultat d'un brusque engouement parisien pour les tulipes hollandaises <sup>222</sup> . Il semble cependant qu'il faille pousser plus loin la recherche des causes du phénomène. En effet, ce n'est pas la première fois que des possibilités spéculatives apparemment illimitées se font jour à Amsterdam. Ce n'est pas la première fois non plus qu'elles incitent des opérateurs acceptant de prendre des risques, à tenter de remettre en cause les structures rigides et corporatives de la Bourse pour développer leurs potentialités.

Mais jusqu'à présent, comme en attestent les événements de 1609-1610, le monopole des grandes compagnies avait réussi à interdire l'irruption déstructurante, pour lui, d'une concurrence spéculative.

Ici, la situation est devenue différente. Il est probable que la nature du produit permet une grande facilité d'acquisition. Il est probable également, que l'on ne se trouve pas dans le même cadre de contraintes que celles concernant le commerce au loin qui nécessite une mise en œuvre beaucoup plus lourde de capitaux.

Enfin, alors que les compagnies sont puissantes et dotées de privilèges exclusifs, les producteurs de bulbes, quoique peu nombreux, n'ont pas la même capacité de domination sur les transactions.

En définitive, rien ne semble avoir empêché, le développement à côté de la Bourse des marchandises, d'un nouveau type de marché et dont nous devons maintenant dresser les contours.

Avant 1636, les ventes de bulbes s'effectuaient toujours en relation avec des documents rédigés par des notaires. Les conditions de la transaction étaient fixées, notamment le prix qui ne s'exprimait pas toujours en monnaie mais fréquemment en biens matériels.

Avec l'irruption de la spéculation sur les tulipes et l'apparition d'une masse grandissante de nouveaux opérateurs, l'organisation des transactions se modifia complètement.

<sup>221</sup> "Until 1633, or the beginning of 1634, the trade was still limited to professional growers and experts. The real speculation came when outsiders joined in. People who had no connection with bulb growing began to buy after this date. Among these were weavers, spinners, cobblers, bakers, and other small trades people, who had no knowledge whatsoever of the subject." **Idem** . P 438.

<sup>222</sup> **Garber.P** : "Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol. 97.N°3. P 543

Hors de la Bourse, se mirent en place des "*collèges*", sortes de sociétés privées tout à fait indépendantes des institutions financières étatiques ou corporatives, dont le lieu de réunion était constitué par les nombreuses tavernes d'Amsterdam où l'on mangeait et buvait pendant les cotations.

La tâche de "*collèges* " consistait à prendre les ordres des acheteurs et des vendeurs en appliquant des règles sommaires qui étaient apparemment les mêmes pour tous les lieux de transactions. Les acheteurs devaient payer un demi "*stuiver*" (un *stuiver* est égal à un vingtième de *guilder*) au vendeur pour toute transaction du montant d'un *guilder* avec un maximum de trois *guilders* pour chaque transaction.

Cette somme nommée "*wine money*" devait être, comme son nom l'indique, utilisée séance tenante. Un "*trader*" muni d'un livre de compte dans lequel les noms de tous les opérateurs étaient portés, authentifiait les paiements.

Aucun appel de marge n'était effectué, ce qui favorisait des comportements non-adverse au risque. Bien entendu, l'acheteur ne disposait pas de fonds et le vendeur ne disposait pas de bulbes. Nous retrouvons le "*Windhandel* ", (*le commerce du vent*), déjà mis en pratique au temps d'Isaac Le Maire.

Personne n'attendait une livraison au jour du terme ; seul le paiement de la différence entre le prix contractuel et le prix du terme devait être réglé. On peut donc considérer que l'on est en présence d'une organisation qui présente les principales caractéristiques d'un marché à terme.

Cependant, et il s'agit là d'un élément essentiel de la fragilité financière du dispositif, on ne peut encore considérer que se constitue ici un marché à terme au sens complet de cette notion. Nous avons déjà indiqué l'absence d'appel de marge. On sait, aujourd'hui, l'importance de cette fonction.

Sur un marché à terme, une instance jouant le rôle de chambre de compensation exige un dépôt de garantie minimum. En outre, elle procède quotidiennement à une réévaluation des positions ouvertes. Le compte des opérateurs bénéficiant d'une plus value, est crédité; alors que celui subissant une moins value est débité : cet appel de marge joue un rôle essentiel dans la sécurité financière des contrats et plus généralement dans l'équilibre du marché.

De plus, le système de transaction n'est pas brut (c'est à dire que les opérations ne donnent pas lieu à des règlements en temps réel ) mais net (le solde est réglé à l'issue de l'opération sans avoir au préalable constitué de dépôt de garantie ni répondu à d'éventuel appel de marge).

Enfin, comme nous allons le voir, la relation qui unit les différents opérateurs est beaucoup plus un lien direct entre deux contractants qu'un échange socialisé. L'activité de spéculation dans les collèges est plus proche des opérations de gré à gré que de celles de marchés financiers organisés. Il semble, ensuite, probable que la date du terme est peu précise et, en tout cas, qu'elle n'est pas l'objet d'une détermination collective des acteurs du marché. Enfin, il paraît clairement établi que les lieux de transactions sur les bulbes et sur les contrats à terme sont distincts. Posthumus en donne une image édifiante

223 :

**« Il est curieux de noter que les vrais amateurs de tulipes qui avaient les moyens et étaient prêts à payer un très haut prix, restèrent en dehors du courant spéculatif. Bien sûr, les prix augmentèrent pour eux, quand la « mania » atteint son sommet mais baissèrent avec la crise rendant les bulbes invendables pour les spéculateurs. Les grands marchands montrèrent peu d'intérêt pour la spéculation sur les tulipes, restant plus intéressés à l'échange de titres et de biens. Par contre, une grande partie des classes moyennes et des travailleurs furent entraînés dans cette folie »**

Il en résulte donc l'existence de deux types de transactions effectuées par deux types d'opérateurs différents dans deux lieux économiques différents. On peut donc en conclure, avec P.Garber<sup>224</sup> qu'il n'existe aucune condition pour que se développe un mécanisme d'arbitrage entre **"spot and futures markets"**.

Ces traits précédemment esquissés vont s'accroître à partir de novembre 1636. Jusque là, on pouvait encore distinguer deux sortes de spéculateurs, ceux qui vendaient des bulbes en leur possession et ceux qui vendaient *"in the wind"*. Après cette date, les seconds seulement, subsistent dans les collèges. De même, au début, seuls les contrats portant sur les *"rare bulbs"* étaient échangés. Dès novembre, les *"common bulbs"* entrent également dans le processus spéculatif. Celui-ci se déroule selon deux modalités bien distinctes qui se concluent par la passation d'un contrat à terme :

- \*La première technique *"with the plates"*<sup>225</sup> consiste à faire tourner parmi les acheteurs et les vendeurs des plateaux de bois sur lesquels sont indiquées les quantités cédées ou demandées par les opérateurs. Lorsqu'un vendeur perçoit chez l'un des demandeurs une possibilité de transaction, il l'interpelle discrètement. Ils s'éloignent du lieu de transaction, négocient, puis, indiquent sur les plateaux le prix auquel ils sont parvenus. C'est seulement à ce moment là qu'ils expriment publiquement le résultat de la négociation.
- \*Alors que la première méthode - semble-t-il la plus courante - repose sur un marchandage de type gré à gré, la seconde dite *"in the naught"*<sup>226</sup> correspond à une détermination du prix par enchères. Afin d'inciter à l'achat, un vendeur dépose entre deux et six *"stuivers"* (qui reviendront à celui qui proposera l'enchère la plus haute) dans un cercle tracé au centre d'une ardoise. Dans les deux cas, l'acheteur s'acquitte d'une somme convenue à l'avance en *"wine-money"*

<sup>223</sup> "It is curious to note that the real tulip amateurs, those who had the means and who were willing to pay a very high price kept outside the speculative current. Of course prices rose for them as the mania reached its climax, and went down after the crisis, but they were unsalable amongst the speculators. The big merchants showed but little interest in the tulip speculation, being more interested in the exchange of securities and goods. Many of the lower middle and the working classes were involved in this craze". In **Posthumus N.W.**: "Notes and documents : The tulip mania in Holland in the years 1636 and 1637". Journal of Economic and Business History. Mai 1929. Vol. I. N°4. P 441-442.

<sup>224</sup> **Garber.P.** : "Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol. 97.N°3. P 544.

<sup>225</sup> **Posthumus N.W.** : "Notes and Documents: The tulip mania in Holland in the years 1636 and 1637". Journal of Economic and Business History. Mai 1929. Vol. I. N°4. P 440.

<sup>226</sup> **Idem** P 440.

à intervenir. L'année 1635 voit se développer une forte montée du prix des bulbes, cela d'autant que la vente par "aas" se met en place. Au printemps 1636, les collèges font leur apparition et la spéculation sur des "*rare bulbs*", à aucun moment détenus par les vendeurs, se déchaîne. Enfin, au mois de novembre 1636, la spéculation s'étend à toutes les variétés et dans des quantités disproportionnées par rapport à la période précédente : l'unité de compte pondérale n'est plus l'aas mais le millier d'*azen*.

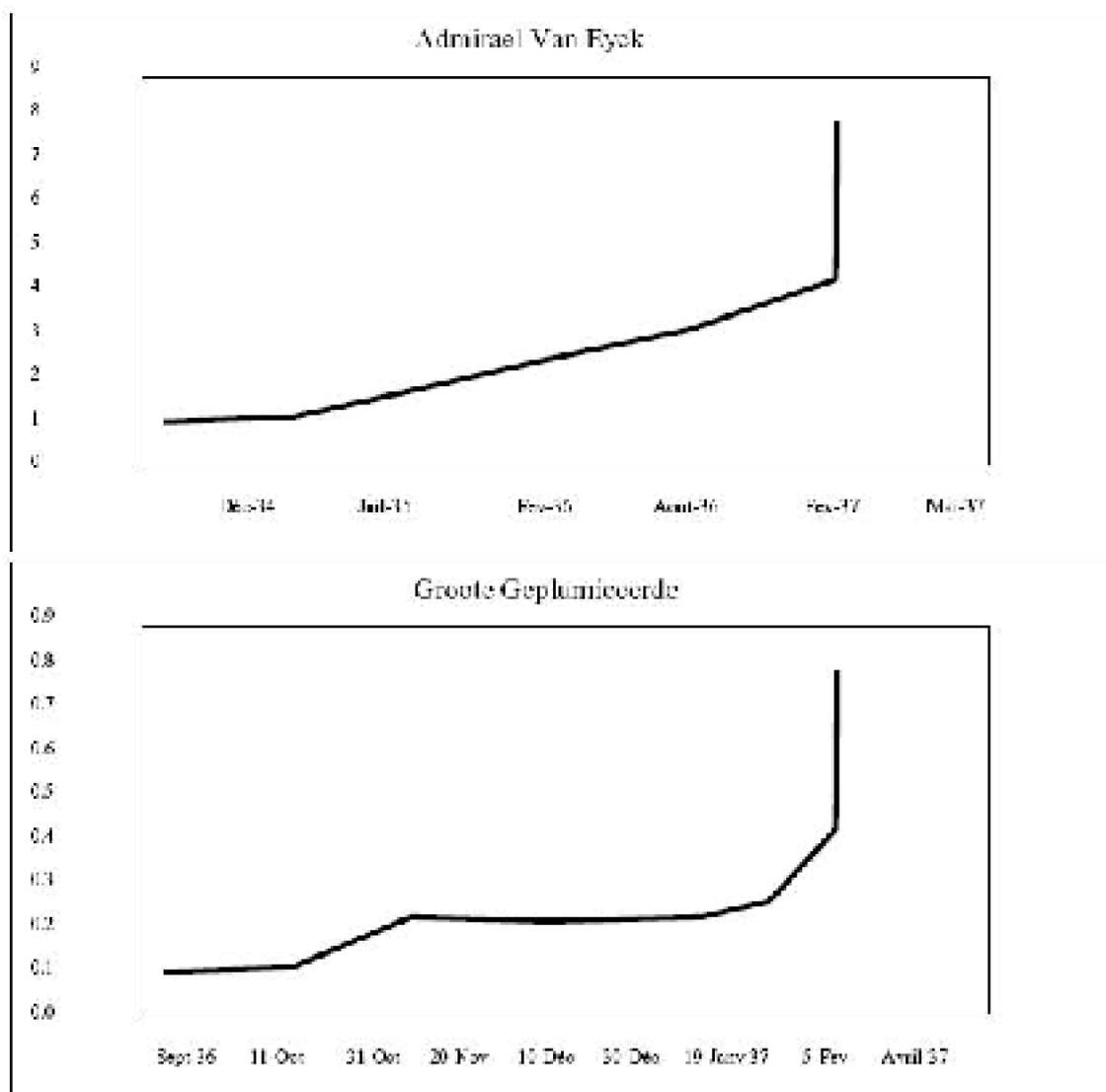
### 3-1-2- La crise des tulipes, forme et interprétations:

Avant de tenter d'expliquer l'effondrement de ce mouvement spéculatif, il est nécessaire d'en cerner les contours à travers l'évolution de certains prix. Les données -fragmentaires- sont proposées par P.Garber<sup>227</sup> à partir des contrats notariés (mais la majorité ne l'était pas, surtout après novembre 1636) et des fameux dialogues de Gaergoedt et Waermondts écrits à Amsterdam dès la fin de la crise<sup>228</sup>.

Ces données, quoique partielles, semblent néanmoins converger pour établir que le moment décisif du retournement se situe autour du 5 février 1637. Il est à noter également qu'après cette date la cotation des bulbes fut interrompue pendant plusieurs mois. On peut penser que la brusque chute des prix de toutes les variétés de bulbes modifia totalement les anticipations des opérateurs. Les acheteurs qui avaient accepté des contrats à terme déjà libellés à des prix très élevés dans l'espoir de les revendre immédiatement au comptant à un prix plus élevé et de réaliser une plus-value, renièrent massivement leur promesse.

<sup>227</sup> Cf. Tableaux suivants in **Garber.P.** : "Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol 97.N°3. P 546 - 549.

<sup>228</sup> **Anonyme** : "Three dialogues between Waermondts and Gaergoedt on the rise and decline of Flora". 1637. Amsterdam. In Posthumus. N.W. Op Cit. P 450 à 459



Document IX : Exemples d'évolution du cours de deux bulbes à Amsterdam entre Décembre 1634 et Février 1637.

Source: Garber.P: « Tulipmania ». Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol 97. N°3. P 546– 549.

Dans le but de faire face à cet événement, les opérateurs, probablement sous l'impulsion des vendeurs, mirent en place des "Cours de Justice" amiables destinées à régler de manière bilatérale les contentieux.

Dans le but de faire face à cet évènement, les opérateurs, probablement sous l'impulsion des vendeurs, mirent en place des « **Cours de Justice** » amiables destinées à régler de manière bilatérale les contentieux.

Afin de prévenir leur ruine, les producteurs se réunirent à Amsterdam le 24 février 1637. Ils proposèrent de distinguer deux types de transactions : Celles précédant et celles suivant le 30 novembre 1636.

Pour les premières, les transactions devaient être exécutées ; pour les secondes,

l'acheteur obtenait le droit de ne pas honorer la transaction s'il payait dix pour cent de la somme portée au contrat au profit du vendeur.

Le choix de la date n'est évidemment pas fortuit, il s'agit du moment précis où la spéculation devient complètement indépendante des actifs réels. C'est également la période au cours de laquelle la spéculation touche toutes les variétés de bulbes et toutes les couches de la population, mais ne concerne plus qu'indirectement les producteurs.

On peut donc voir dans la résolution du 24 février 1637, la volonté des vendeurs-producteurs de dissocier leur sort de celui des spéculateurs purs. Quoi qu'il en soit, la principale autorité politique, les "**Etats de Hollande**", loin de jouer le rôle du prêteur en dernier ressort, garda ses distances et considérant "**qu'il s'agissait d'une sorte de pari, ne les aidèrent pas**"<sup>229</sup>.

Elle remit le dossier aux tribunaux. Ceux-ci proposèrent le cadre de règles temporaires dont les principales étaient les suivantes :

Les producteurs étaient autorisés à garder ou à vendre les bulbes au risque de leurs propriétaires. Si, plus tard, les autorités décidaient de maintenir les contrats, ces producteurs pourraient recouvrer l'éventuelle différence auprès des premiers propriétaires. Jusqu'à nouvel ordre, les tribunaux interdisaient, d'autre part, toute passation de contrat de vente sur les bulbes.

Ces décisions qui s'apparentaient à un moratoire en faveur des non producteurs furent acceptées par les "Etats de Hollande". Cependant, si l'on en croit Posthumus, aucun décret en ce sens ne fut jamais promulgué. Il en résulta que la vente des bulbes par les producteurs, au risque du propriétaire, avec l'espoir de recouvrer la différence sur leurs biens, resta lettre morte.

Le caractère inefficace du système de régulation politique et juridique est patent: la fragilité du système provient, au moins pour une part, d'un défaut prononcé quant à l'institutionnalisation du marché.

Cette situation déboucha, en 1638, sur la constitution d'une commission chargée par les autorités de régler les contentieux d'une manière négociée sur la base des propositions suivantes : Les contrats pouvaient être résiliés en payant 3.5% de leur valeur. A l'issue de ce paiement, le contrat était déclaré nul et les bulbes restaient propriétés du producteur.

On le constate encore une fois, comme dans les crises précédentes, qu'elles soient médiévales ou propres au capitalisme marchand, l'action des autorités n'est jamais directe et dans ce cas, aucune intervention économique n'est mise en œuvre ni même envisagée.

Cette "**Tulipmania**" semble avoir eu des conséquences macroéconomiques d'une portée limitée. Tout d'abord, la bulle ne se généralisa pas. La spéculation sur les tulipes ne rencontra pas d'écho auprès des autres types de transactions, aussi bien celles portant sur les actifs réels à la bourse des marchandises qu'en ce qui concerne les actifs financiers à la bourse de valeurs.

---

<sup>229</sup> Galbraith.J.K : "*Brève histoire de l'euphorie financière*". Ed du Seuil. Paris. 1992. P 37.

L'explication de cette absence de contagion est la même que celle donnée à propos de la crise des actions de la Compagnie des Indes Orientales en 1609-1610, elle tient au caractère encore dominant d'une économie de rente très cloisonnée, sur lequel nous allons bientôt devoir revenir. La fragilité financière, ici en jeu, est seulement propre à ce type de marché.

Bien sûr, l'effondrement du prix des bulbes provoqua un effet de richesse, mais celui-ci fut limité. En ce qui concerne les acheteurs, seuls ceux qui avaient payé par anticipation connurent des pertes. Pour la majorité, le paiement d'un pourcentage limité de la valeur du contrat suffit à résoudre le problème. En fait, comme le suggère Posthumus<sup>230</sup> :

**« Pour beaucoup cependant, il n'y eut pas de perte du tout ; pour ceux qui manquaient des moyens de payer, leurs transactions furent simplement annulées »**

Par contre, les producteurs furent affectés plus fortement par la crise. Ayant produit, puis vendu, des bulbes, ils n'en obtenaient qu'un retour dérisoire. De plus, leur droit de vendre ces bulbes, tout en effaçant les moins-values subies sur les biens de l'ancien acquéreur, s'avéra la plupart du temps vain. De ce choc de revenu, il résulta un effet réel sur la production qui se matérialisa par une forte réduction des cultures de tulipes pendant plusieurs années, sans conséquences notables sur les autres secteurs de production.

Il reste maintenant à cerner les causes profondes d'un tel mouvement car, dans ce domaine, la littérature a beaucoup évolué. Dans les premières analyses d'origine historique, l'accent est mis sur le caractère irrationnel du phénomène.

La description la plus ancienne se trouve dans l'ouvrage de Mackay : **"Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds"**<sup>231</sup> dont le titre est explicite en ce qui concerne son projet.

C'est une démarche plutôt emphatique, qui délaisse les séries chiffrées pour s'appuyer plutôt sur des éléments souvent anecdotiques afin de démontrer que, selon le mot de Galbraith<sup>232</sup>, c'est **"la folie collective qui est la vraie cause du drame"**.

Il faut attendre le XX<sup>e</sup> siècle, pour qu'un économiste, N.W.Posthumus, propose une analyse différente de la crise des tulipes dans un article daté de mai 1929. Les conditions nécessaires au développement d'un boom sont réalisées, selon lui à Amsterdam. La ville est au centre du commerce européen, elle dispose d'une classe marchande énergique qui imprime à l'ensemble de l'économie à la fois prospérité et optimisme.

L'arrivée des bulbes de tulipes s'inscrit donc dans une phase de croissance

---

<sup>230</sup> "For many, however, there was no loss at all; they had sold what they did not possess, to someone who lacked the means of paying them; these sales were all annulled." In **Posthumus N.W.** : "Notes and Documents: The tulip mania in Holland in the years 1636 and 1637". Journal of Economic and Business History. Mai 1929. Vol. I. N°4. P 448.

<sup>231</sup> **Mackay.C** : "Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds" .2 Vols. London. Office National Illustrated Library. 1852.

<sup>232</sup> **Galbraith.J.K** : "Brève histoire de l'euphorie financière". Ed du Seuil. Paris. 1992. P 37.

économique marquée à la fois par un dynamisme de l'offre et la présence immédiate d'une demande locale importante relayée par des opportunités internationales en Europe et notamment en France. L'explication la plus vraisemblable du retournement peut être découverte, pour lui, dans la spécificité de l'actif sous-jacent à cette spéculation.

La tulipe est un actif connu de toutes les classes de la population, sa culture est aisée, les techniques de vente sont simples et compréhensibles par tous, dans le cadre des collègues<sup>233</sup>,

**« ...n'ayant besoin de rien de compliqué et sans craindre les aspects techniques et financiers complexes qui accompagnaient les transactions dans le domaine des espèces ou des actions de la Compagnie des Indes Orientales »**

C'est la raison pour laquelle des opérateurs non professionnels vont pouvoir intervenir sur le marché, sans connaissance particulière, sans contrôle, sans réelle capacité à discriminer entre les situations et donc soumis à toutes les rumeurs circulant à l'occasion de ce type de mouvement de foule.

On le voit ici, Posthumus cherche à sortir d'une simple explication subjectiviste de la fragilité financière. Certes, la dimension "psychologique" n'est pas éludée; la propension à l'imitation et la contagion sont prises en compte; mais selon lui, elles s'appuient sur une particularité "fondamentale" du marché découlant de la présence d'outsiders dont le niveau d'apprentissage du marché n'est pas optimum.

Ce lien intime entre les fondamentaux spécifiques à ce marché et des comportements mimétiques propres aux outsiders semble être, pour lui, à la racine de la bulle de 1636-1637. Les causes du phénomène étant ainsi précisées, son existence n'est pas discutée par N.W.Posthumus. Il n'en est pas de même dans la littérature contemporaine.

Le retour des crises financières dans les années 80 de notre siècle, oblige à se pencher sur leur histoire ancienne. C'est ce que fait P.Garber<sup>234</sup>, de manière très différente, car dans l'optique des marchés efficients, c'est à dire de marchés sur lesquels les prix des titres reflètent à chaque instant toutes les informations pertinentes disponibles.

L'hypothèse robuste qu'il va chercher à démontrer considère que, loin d'être caractérisée par une "*mania*", l'essentiel de la période 1636-1637 correspond à un cycle des prix propre au secteur d'activité de la tulipe. Seul le dernier mois de la spéculation "*remains as a potential bubble*"<sup>235</sup> et donc laisse place au doute. Sur le plan

<sup>233</sup> "Needing none of the involved, and to them, awe-inspiring technical and financial complications which accompanied a deal in spices or in shares of the East India Company". In **Garber.P.**: "Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol. 97.N°3.

<sup>234</sup> **Garber.P.**: "Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol 97.N°3 et **Garber.P.**: "Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias". MIT Press. 2000. cf. Egalement **Thompson.E.A., Treussard.J** : « The Tulip Mania : Fact and Artifact » UCLA Department of Economics. Décembre 2002. P 21.

<sup>235</sup> **Idem** . P 535.

méthodologique, P.Garber va s'appuyer sur les séries chronologiques concernant les transactions sur les tulipes et portant sur le XVIIe et le XVIIIe siècle. A partir d'une comparaison entre des périodes différentes, il va s'efforcer de montrer que le cycle des prix est identique.

Après une forte appréciation du prix des bulbes rares, ceux-ci connaissent toujours un déclin prononcé avec un taux de dépréciation semblable, quelle que soit la période considérée.

Les deux tableaux extraits de l'article de P.Garber<sup>236</sup> appellent, cependant, quelques remarques. Tout d'abord, de nombreuses données ne sont pas disponibles; c'est notamment le cas après le 9 février 1637 jusqu'à 1642 ! D'autre part, les données proposées ici portent toutes sur des "*rare bulbs*" sauf en ce qui concerne la "*Witte Croonen*" qui, à l'époque, est déjà une "*common bulb*".

En ce qui concerne les bulbes rares, les taux de dépréciation sur les trois périodes sont sensiblement équivalents. Pourtant, si la période 1637 - 1643 est, généralement, considérée comme marquée par une "mania", les deux autres périodes<sup>237</sup> ne sont pas connues comme des moments spéculatifs particuliers, en tout cas elles n'apparaissent pas comme ayant subi une crise spécifique.

Pour P.Garber, l'explication tient à "l'efficience" de ce marché (quoiqu'il n'emploie pas cette expression dans son article). En effet, au début, les premiers bulbes, par leurs caractéristiques même, sont uniques. Cela explique leur prix très élevé. Ce processus illustre parfaitement certains aspects des thèses portant sur le "cycle de vie du produit". Progressivement, parce que les producteurs accroissent leur offre et que les consommateurs se lassent de ce type de tulipe au profit d'une autre, les prix vont inévitablement baisser rapidement et le "*rare bulb*" deviendra un "*common bulb*".

Cette situation est connue des producteurs. Elle est donc parfaitement anticipée. L'évolution du prix de l'actif sous-jacent ne fait qu'exprimer cette connaissance. Le cycle des prix du bulbe, loin d'être le résultat de la "*folie des foules*" serait, bien au contraire, le résultat de l'anticipation rationnelle des agents.

Ceci n'est cependant pas vrai pour toute la période 1636-1637. P.Garber considère que les "*common bulbs*" pendant le mois de janvier 1637, connaissent une évolution différente et beaucoup plus prononcée<sup>238</sup>. Cela est incompatible avec une interprétation en terme de "cycle de vie" puisqu'il s'agit déjà d'un "*common bulb*".

Dans ce cas<sup>239</sup> qu'il considère comme atypique, il admet l'éventualité d'une bulle et explique cette "anomalie" par le caractère incomplet du marché constitué par les "*collèges*" en opposition aux marchés organisés par les professionnels<sup>240</sup> :

<sup>236</sup> Cf. infra Documents X et XI. ibid . P 551 et 552.

<sup>237</sup> 1707 - 1722 et 1722 - 1739.

<sup>238</sup> Voir le cas emblématique de la "*Witte Croonen*" dans le document suivant.

<sup>239</sup> Steimetz.Seiji: "Bubbles, Bulbs, Bykes and Bonds" San José State University. May 1999. P 6.

**« Il est clair que les collègues généraient ces prix si bien qu'on en retrouvait des traces mêmes dans les contrats écrits [en bourse]. Le marché à terme des collègues souffrait d'un manque de contrôle interne concernant la nature des contrats qui encouragea une telle spéculation. Ces marchés consistaient en un ensemble d'individus sans richesse nette cherchant à gagner le 'pari à un million de dollars » tout en sachant que rien ne les forçait à appliquer les contrats qui les concernaient »**

Document X : Evolution du prix des bulbes sur trois périodes et taux annuels de dépréciation

Prix de bourse des « common bulbs» pour 1637, 1722 et liste de prix pour 1739				
Bulbes	2 janvier 1637	5 février 1637	1722	1739
<b>Admiraal De Man</b>	18	209	...	0.1
Witte Croonen	2.2	57	...	0.02
Geheel Croonen	0.41	20.5	...	0.025
Geheel van Leiden	17.5	136.5	0.1	0.2
Switsers	1	30	0.05	...
Semper Augustus	2000	6290	...	0.1
Zomerschoon	...	480	0.15	0.15
Admiraal Enchuysen	...	4900	0.2	...
Fama	...	776	0.03	...
Admiraal van Hoorn	...	65.5	0.1	...
Admiraal Liefkens	...	2968	0.2	...

Source: Garber.P: "Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol 97.N°3. P 552.

On le voit, pour P.Garber les principaux événements de 1636-1637 ne sauraient être considérés comme relevant de la crise financière. Le cycle des prix constaté s'explique dans le cadre de la théorie des marchés efficients. Quant à l'effondrement du cours des "common bulbs", il est le résultat de l'imperfection des nouveaux marchés constitués à travers les "collèges".

Sans méconnaître les apports de P.Garber, il semble que l'on puisse proposer une hypothèse différente. Bien entendu, on doit tenir compte des fondamentaux pour rendre compte du cycle général des prix, chaque fois constaté.

Mais on ne saurait, d'un parallélisme apparent du cycle, en déduire une identité. En effet, en considérant les données proposées par P.Garber lui-même, on doit noter une différence essentielle entre les séries évoquées. Dans les séries 1707-1722 et 1722-1739, l'ensemble des données en matière de prix des "rare bulbs" est connue. Au contraire, pour la série 1637-1643, l'essentielle de ces données manque. En fait, leur absence n'a rien de fortuit, elle ne s'explique pas non plus par une méconnaissance des

<sup>240</sup> "It is clear that colleges generated these prices, although they are echoed in some written contracts. The colleges futures markets suffered from a lack of internal control over the nature of contracts, which might have encouraged a speculation of this sort. These markets consisted of a collection of people without net worth making ever-increasing numbers of "million-dollars bets" with each other with some knowledge that the state would not enforce the contracts" In **ibid** . P 557.

**PREMIERE PARTIE : NATURE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LES ORDRES PRODUCTIFS CORPORATIFS ET MARCHANDS :**

données historiques.

Ces données historiques ne peuvent exister pour la simple raison que la cotation n'a pas eu lieu pendant ces années. Il devient alors nécessaire de cerner les causes d'une interruption qui n'est absolument pas constatée dans le cadre des autres séries. Il faut alors revenir à notre hypothèse de départ, le cadre économique reste celui du vieux capitalisme marchand. La dualité propre à ce système existe dans le domaine des tulipes comme sur les autres transactions.

**Document XI : Evolution du prix des bulbes sur trois périodes et taux annuels de dépréciation**

<b>Prix des bulbes de tulipes, 1707 , 1722 et 1739</b>					Dépréciation Annuelle
Bulbes	1707	1722	1739	1707-22	1722-39
Triomphe d'Europe	6.75	0.3	...	...	...
Premier noble	409	...	1	19	...
Aigle Noir	110	0.75	0.3	33	...
Roi des Fleurs	251	10	0.1	22	27
Diamant	71	2.5	2	22	...
Superintendant	...	100	0.12	...	40
Keyzer Kazel	...	40	0.5	...	26
GoudZon	...	15	10	...	2
Roy de Mouritaine	...	15	2	...	12
Triomphe royal	...	10	1	...	14

Garber.P: " Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol 97.N°3, P 551-552.

On ne peut donc confondre la cotation des bulbes à la bourse des valeurs et la cotation des bulbes à l'intérieur des collèges. La première procède d'une régulation traditionnelle de nature largement corporative, tandis que l'autre résulte de mécanisme de marché en formation. C'est même l'exclusion de ces mécanismes de marché qui est à l'origine de la naissance, à l'extérieur de la bourse, des collèges.

Par conséquent, on ne saurait voir dans le cycle de prix des trois périodes considérées par P.Garber, l'expression de l'efficience des marchés de cette époque mais plutôt l'absence de ces mécanismes de marché au profit d'une régulation radicalement différente.

Par contre, l'apparition à l'état embryonnaire des forces du marché provoque les mêmes conséquences que pendant la crise de 1609-1610. Les forces du marché quoique encore limitées, sont cependant déjà suffisamment puissantes pour déstabiliser l'économie boursière traditionnelle dans un secteur particulier.

Ici, P.Garber a raison d'insister sur la fragilité inhérente à l'organisation des collèges. L'effondrement de 1637 est le résultat de phénomènes endogènes à ce type spécifique de

marché. La différence entre les deux périodes tient à la nature de ce processus de déstabilisation. En 1609, le marché surgit de l'intérieur des bourses ; en 1636 il est extérieur.

La nature de l'actif sous-jacent explique en partie cette différence comme l'a noté Posthumus<sup>241</sup>. La naissance d'un marché de gré à gré hors bourse dans le domaine des actions de la Compagnie des Indes Orientales nécessite une mise de fond très importante que seuls les négociants déjà introduits en bourse possèdent, au contraire la spéculation sur les bulbes ne supporte pas un tel coût d'entrée, elle est potentiellement, d'emblée plus "démocratique" et en ce sens beaucoup moins contrôlable par les mécanismes traditionnels.

On peut penser également que les barrières à l'entrée mise en place, en bourse, notamment à l'encontre des "**opérations en blanc**" perdurent dans les années postérieures à la crise des actions de la Compagnie des Indes Orientales, ce qui oblige les ardeurs spéculatives à s'exprimer ailleurs que dans le cadre boursier.

Le fondement de la double-contrainte en jeu, ici, dans cette forme de fragilité financière particulière s'inscrit toujours dans la relation entre univers de la rente et univers du marché naissant propre à cet ordre productif.

Pour préserver ses fondements, l'économie rentière doit s'arquer bouter sur la défense de ses institutions. Elle ne peut donc pas simultanément élaborer des instruments de régulation concernant un processus qu'elle s'efforce nécessairement de combattre. C'est une première source de fragilité financière qui est immédiatement suivie par une seconde puisque, dès lors qu'elle ne peut en empêcher l'émergence, elle se trouve démunie face au marché naissant pour en contrôler la turbulence.

L'ouverture de marchés à terme encore peu organisés et aux règles imprécises, la mise en œuvre d'opérations à partir de contrats peu fiables et donc largement entachés d'incertitude quant à leur respect, l'apparition d'opérateurs auxquels manque l'apprentissage des mécanismes spéculatifs sont les éléments essentiels d'une fragilité propice au développement d'une spéculation déstabilisatrice que nous allons maintenant aborder sous un angle plus formalisé.

### **3-1-3- La spéculation déstabilisante :**

Le développement d'un marché à terme et la venue de nouveaux opérateurs accroît le nombre de spéculateurs. Cette situation devrait, en théorie, favoriser une meilleure convergence vers l'équilibre. En effet, un choc agissant sur le niveau du prix d'équilibre induit une demande de l'actif (et un retour au prix d'équilibre) d'autant plus forte que le nombre de spéculateurs est élevé. Cependant, en situation d'incertitude, la spéculation peut être déstabilisante comme nous venons de le voir dans la crise des tulipes. Les opérateurs peuvent disposer d'un signal imparfait sur le prix futur de l'actif sur lequel porte la spéculation et en conséquence, comme ce fut le cas en 1636-1637 s'engager dans des opérations risquées.

---

<sup>241</sup> **Garber.P.** "Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol 97.

Dès lors que le signal devient défavorable et montre son imperfection, les opérateurs vendent au moment même où les prix baissent, c'est à dire à contretemps ce qui a pour effet d'éloigner le prix de marché de la valeur fondamentale de l'actif. Grégoir et Salanie<sup>242</sup> proposent le modèle suivant pour rendre compte de ce type de situation.

Dans une première période, les spéculateurs peuvent se procurer une quantité  $S$  d'un actif. La demande non spéculative de cet actif correspondant pour la crise des tulipes à la situation précédant le printemps s'exprime de la manière suivante :

$$D(p_1, \omega_1)$$

Où  $p_1$  représente le prix d'équilibre et le paramètre  $\omega_1$  la situation de marché.  $\omega_1$  prenant la valeur (demande forte) avec la probabilité  $q$  et la valeur (demande faible) avec une probabilité  $1-q$ .

Dans la seconde période, la demande non spéculative, forte à partir du printemps 1636, devient :

$$D(p_2, \omega_2)$$

Où  $\omega_2$  a la même distribution de probabilité que  $\omega_1$ . Les spéculateurs doivent revendre une part de leur stock d'actif  $f(S)$ .

Pour les deux périodes, l'offre exogène, est égale à  $X$ . L'équilibre du marché pour les deux périodes, permettant de déterminer les prix d'équilibre peut s'écrire ainsi:

$$D(p_1, \omega_1) + S = X$$

$$D(p_2, \omega_2) = X + f(S)$$

L'information donnée par  $\omega_1$  permet aux spéculateurs de choisir  $S$  qui doit permettre de maximiser  $p_2 f(S) - p_1 S$ . Autrement dit :

$$f'(S) =$$

Si est supérieur ou égal à 1, alors  $S = 0$

Dans ce cas là, en effet, le rendement anticipé ne peut inciter à dégager des fonds spéculatifs.

Dans le cas d'une demande faible ;  $\omega = \text{faible}$ ;  $D(p, \omega)$  est nulle quand  $p > p_m$  et  $D(p, \omega)$  a une valeur quelconque entre 0 et l'infini.

Dans le cas d'une demande forte ;  $\omega = \text{forte}$ ;  $D(p, \omega)$  est infinie pour  $p < p_M$ ;  $D(p, \omega)$  a une valeur quelconque entre  $X$  et l'infini.

Sans spéculation, on a  $p = p_m$  quand  $\omega = \text{faible}$  et  $p = p_M$  quand  $\omega = \text{forte}$ . Par contre, s'il y a des spéculateurs, ceux-ci déterminent leurs choix en fonction de  $S$ .

Quand  $\omega_1 = \text{forte}$  alors  $p_1 = p_m$ . De même, lorsque  $\omega_1 = \text{faible}$  alors  $p_1 = p_M$ . Dans ce second cas, il n'y a pas stockage puisque les anticipations à la hausse des prix sont nulles.

Par contre, quand  $\omega_1 = \text{faible}$ , le stockage a lieu si :  $\frac{p_2}{p_1} < 1$ .

A partir de là, deux cas sont possibles en seconde période:

<sup>242</sup> Grégoir.S et Salanie.B : "Spéculation, prix et bien-être". Annales d'économie et de statistiques. N°24. 1991. P 214.

Soit  $p_2 = p_m$ . Le déstockage s'effectue et  $p = p_m$ .

Soit, et c'est le cas évidemment le plus intéressant :  $p_2 < p_m$ . Le déstockage s'effectue également (si l'on admet la disparition d'un signal de hausse de prix futur pour une période ultérieure) mais cette fois-ci avec  $p < p_m$ .

Si l'on appelle  $p_2$  le prix dans ce cas, le stockage aura lieu si:

En l'absence de spéculation, le prix d'équilibre s'établit à  $p = p_m$ , dans la situation où les deux périodes comportent une demande faible ( $p_1 = p_2 = p_m$ ).

Dans la même situation, mais en présence cette fois-ci de spéculateurs, le prix d'équilibre devient  $p_2 < p_m$ .

Autrement dit, dans ce contexte et compte tenu des hypothèses liminaires, la spéculation a pu jouer un rôle clairement déstabilisant.

Dans le cas des tulipes, étudié précédemment, cette spéculation déstabilisante a conduit à la rupture d'un mouvement haussier, puis à un effondrement spectaculaire dont on peut voir la cause dans un mécanisme endogène au type de marché naissant de cette époque.

C'est cette même spéculation déstabilisante, comme expression de la fragilité financière, qui sera au centre de la « **South Sea Bubble** » à Londres et de la crise de la Compagnie des Indes à Paris en 1720.

Cependant, dans ce cas, le rôle de l'Etat ainsi que l'intégration plus robuste de l'économie de marché pourront conduire vers un processus de bulles éventuellement généralisées et résultant d'une fragilité à dominante exogène.

### **3-2 - Une fragilité généralisée de marché naissant et ses conséquences: la crise de 1720 en France**

#### **3-2-1- L'épuisement des méthodes d'Ancien Régime dans la gestion de la dette publique**

A la fin du XVII<sup>e</sup> siècle en France, les besoins de l'espace politique rendent nécessaire le passage à un nouveau mode de financement de la dette publique impliquant l'ouverture limitée d'un marché financier tout en tentant d'éviter une remise en cause de l'économie de rente. La conjugaison de l'inachèvement de l'Etat comme service public et la faible régulation de ce marché financier naissant vont être à l'origine d'une crise financière qui s'alimentera de la défiance des agents vis à vis des titres financiers et des signes monétaires.

Dans ce cas, la fragilité est donc d'une nature double. A la fois, exogène, en ce qui concerne le déséquilibre initial issu d'un choc de dépenses publiques ; mais également endogène, puisque la fragilité du marché financier s'apparente à celle dont nous avons développé les conditions dans le paragraphe précédent concernant la « *tulipmania* ». Cette dernière forme est cependant seconde parce que la naissance du marché résulte directement de l'existence de la première fragilité.

Pendant les trente dernières années du règne de Louis XIV, marquées par deux guerres européennes, les dépenses de l'Etat s'accroissent démesurément, doublant de 1689 à 1697, ainsi qu'entre 1701 et 1714<sup>243</sup>.

Une telle situation obligea les pouvoirs publics à recourir aux expédients habituels<sup>244</sup>, contrairement à la Grande-Bretagne, qui résout le même problème par la création d'une banque d'émission dont le capital est couvert par l'emprunt public.

Le premier expédient utilisé est la traditionnelle refonte des espèces monétaires prescrite en 1701. Ce type de politique s'accompagne habituellement, dans un premier temps, de mesures déflationnistes ("*rabaissement des monnaies*") visant à augmenter la valeur de l'unité de compte (la livre tournois) par rapport au numéraire (or et argent). A l'issue de cette phase, la refonte peut avoir lieu et les propriétaires d'espèces doivent les ramener à l'Hôtel des Monnaies, mais cette fois-ci, la frappe des nouvelles monnaies est accompagnée d'un "*rehaussement*" ramenant la parité numéraire-unité de compte à la valeur de la période précédente.

Tout se passe donc comme si les pouvoirs publics décidaient de diminuer la valeur du métal en unité de compte puis de refondre l'ensemble des espèces détenues par les agents afin de les redistribuer sur un pied différent, en prélevant évidemment la différence, affectée à la résolution partielle de la dette publique. La première phase de cette politique, poursuivie par le Contrôleur Général Desmaretz jusqu'à la mort du roi, va surtout contribuer à aggraver le malaise causé par la raréfaction des espèces sans résoudre les problèmes posés par l'importance de la dette.

De plus, débordés par l'afflux de métaux et incapables de fournir les nouvelles espèces, les directeurs de l'Hôtel des Monnaies sont alors autorisés à remettre aux déposants un certificat nommé "billet de monnaie" susceptible de circuler sur le plan commercial. C'est cet expédient occasionnel qui va progressivement devenir une habitude. Dès la nouvelle refonte de 1703, la circulation des billets de monnaie augmente à un rythme très supérieur aux rentrées de métal, engendrant un processus d'inflation fiduciaire. Dès 1707, les billets ayant perdu 80% de leur valeur sur le numéraire à l'étranger et 62% dans le royaume, les édits royaux convertissent alors les billets en rente sur l'Hôtel de Ville.

Le second expédient est constitué par la création de charges et d'offices favorisée par la vénalité des emplois publics. L'excès du recours à cette formule, sa faible utilité et son coût différé croissant rendent progressivement inaccessible ce moyen. L'expédient le plus important reste l'appel aux receveurs des impôts et plus généralement à la haute finance afin de régler les factures aux munitionnaires et aux fournisseurs aux armées. Receveurs et financiers, à leur tour, signent des billets promettant un règlement prochain aux agents qui escomptent ces titres. Ceux-ci sont assignés sur la "Caisse de l'extraordinaire des guerres" et plus généralement sur les rentrées fiscales.

<sup>243</sup> **Velde.F.R.**: "Government Equity and Money. John Law's System in 1720 France" Federal Reserve Bank of Chicago" May, 17, 2004. P 5

<sup>244</sup> **Op.Cité** P 10.

L'essentiel des prêts est consenti par les financiers internationaux notamment sur les places de Londres et d'Amsterdam. En 1710, ces assignations correspondent à la totalité des ressources fiscales attendues sur les trois années suivantes. De la même manière que les billets royaux, les assignations sont aussi l'objet d'une mesure arbitraire tant leur niveau est devenu élevé : cette dette flottante est convertie en rente sur l'Hôtel de Ville, libérant ainsi les ressources fiscales de l'Etat. C'est ce même mécanisme qui se renouvelle, avec les mêmes conclusions en 1715. Si l'on ajoute à l'ensemble de ces expédients, la mise en place de nouveaux impôts, on doit constater que l'expansion de l'espace politique va conditionner pendant toute la période, le sort des finances publiques.

L'affectation des ressources de la nation s'opère clairement au détriment du développement économique <sup>245</sup>. En 1715, à la mort du roi, les créanciers de l'Etat contrôlent d'ailleurs l'affectation des deux tiers des ressources fiscales.

L'issue d'un tel déséquilibre financier n'est pas douteuse et conduit à la banqueroute totale ou partielle qui est la forme traditionnelle de résolution des crises de finances publiques depuis l'époque médiévale. Au cœur de la situation française au début du XVIIIe siècle, se trouve posée la contradiction entre le développement d'une expansion maritime, coloniale ou commerciale et la poursuite d'une expansion militaire européenne de l'espace politique. Tenter de résoudre une telle contradiction revient à poser la question centrale qui sera celle de la Régence : Comment adapter le crédit public aux conditions nouvelles du développement économique ?

La première réponse de la Régence à cette situation reste dans le cadre des méthodes propres à l'époque de l'ancien régime comme à celle de l'ère médiévale. En décembre 1715, le Duc de Noailles, en charge des finances, décide la mise en œuvre d'une politique financière dont le premier aspect consiste en une série d'économies sur les dépenses militaires et le second, plus important, aboutit à la mise en œuvre du premier "visa". Cette mesure dispose que tous les billets et assignations sur le Trésor doivent être rapportés sous un mois pour en faire vérification puis liquidation ou réduction. Les papiers présentés sont classés selon leur origine, selon les modalités de leur paiement, leur présentation par le premier acquérant ou par des cessionnaires ...Selon l'ordre de classement, le papier est frappé d'un taux de réduction variant de zéro à quatre-cinquième.

Après cette conversion, les papiers deviennent billets d'Etat servant un taux uniformément fixé à 4%. A l'issue de cette banqueroute partielle, l'Etat se trouve ainsi libéré de 300 à 400 millions de livres sur les 1200 constituant la dette globale. Le manque de confiance frappe rapidement ces nouveaux billets qui perdent 80% de leur valeur entre décembre 1715 et mai 1716. Cet échec pousse Noailles vers une ultime tentative, d'ailleurs souvent associée à la technique du visa, et d'une forme purement répressive, la "Chambre de Justice". Celle-ci est officiellement instituée pour rechercher les malversations et traquer les "profits illicites". On peut en synthétiser la nature à travers la formule d'E.Faure <sup>246</sup> :

---

<sup>245</sup> « Tout craquait sous le poids d'un magnificence toujours plus difficile à soutenir » In Trintzius.René : « John Law et la naissance du dirigisme » Edition SFELT. Présence de l'histoire. Paris 1950. P 7.

**"L'attraction élémentaire d'un gain facile, au détriment de serviteurs dont on n'a plus besoin, se combine aisément avec l'avantage de procurer un dérivatif à la colère du peuple"**

De fait, une période de terreur financière s'ouvre alors, faite de délations, de perquisitions, de passe-droits... et de fuite des capitaux. En 1717, l'échec est patent. Selon le Duc de Noailles lui-même, l'Etat y gagne moins de 50 millions. Il paraît clair dès lors, que les méthodes traditionnelles d'apurement de la dette publique conduisent à la banqueroute sans régler les problèmes de déséquilibres financiers, mais en augmentant la défiance<sup>247</sup> des agents économiques à l'intérieur comme à l'extérieur. Aussi, à l'image des puissances européennes plus avancées en ce domaine<sup>248</sup>, les pouvoirs publics vont tenter la mise en œuvre d'une gestion nouvelle du crédit public. C'est le "système" de J.Law qui en sera l'illustration.

**3-2-2- La politique de J.Law : nouvelle gestion du crédit public et nouvelle fragilité financière :**

Dans ses publications, J.Law s'attache à démontrer que l'on peut mettre en circulation<sup>249</sup> :  
**"une espèce de monnaie nouvelle peut-être meilleure que l'or et l'argent"**

L'amélioration de la circulation fiduciaire qui doit en résulter, en abaissant les taux d'intérêt, serait un facteur d'enrichissement pour l'Etat, comme pour la nation.

On peut synthétiser l'enchaînement de sa pensée de la manière suivante : C'est la dette publique qui obère la croissance économique. Aussi pour relever le crédit de l'Etat, il est nécessaire de créer une institution publique de crédit. Tout d'abord une banque de dépôt, apte à centraliser les recettes de l'Etat, mais également une banque d'émission (sur le modèle de celle de Londres) créant des billets librement convertibles en numéraire<sup>250</sup>. Une telle émission aurait pour avantage de faciliter l'amortissement de la dette publique et ce faisant de permettre à l'Etat de se libérer de la tutelle, encombrante et coûteuse des titulaires de la rente<sup>251</sup>. De même, l'abondance monétaire, par les effets qu'elle aurait sur la croissance, stimulerait le retour à l'équilibre budgétaire, moyen élémentaire de retrouver l'indépendance de l'Etat par rapport à la haute finance.

<sup>246</sup> **Faure.E** : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF. Gallimard. 1980. P 112.

<sup>247</sup> Sur l'asymétrie d'information constitutive de la relation financière d'Ancien Régime. Cf. **Baskin.J.B. Mirani.P.J**: « A history of Corporate Finance » Cambridge University Press. 1997. Chapitre III.

<sup>248</sup> Cf. **Dickson.P.G.M**: Op.cité.

<sup>249</sup> **Harsin.P** : "La finance et l'Etat jusqu'au système de Law (1660-1726) in **Braudel.F et Labrousse.E** : "Histoire économique et sociale de la France" Tome 2. Paris. PUF. 1970. P 278.

<sup>250</sup> Sur la supériorité du billet sur le métal dans la pensée de Law. Cf **Velde.F.R**: P 25.

<sup>251</sup> En 1715, la dette du royaume est de 2,1 milliards de livres avec une charge annuelle de remboursement égale à 165 millions de livres alors que les recettes fiscales ordinaires atteignent 69 millions pour 146 millions de dépenses.

Ce projet de mise en place d'une banque d'émission s'inscrit dans une vision mercantiliste rénovée du développement économique. Celui-ci s'appuie sur une politique maritime, coloniale et également à l'intérieur du pays sur une réforme fiscale profonde permettant à la fois de libérer l'activité économique de ses entraves habituelles<sup>252</sup>, ainsi que d'améliorer le rendement du système d'imposition.

La forte opposition à laquelle se heurte le projet de J.Law, notamment de la part des rentiers très actifs dans les parlements<sup>253</sup>, mais aussi des fermiers généraux et plus généralement de la haute finance, ne permet pas la mise en place immédiate de son projet. Le 2 mai 1716, mis en échec dans sa volonté d'édifier une banque d'Etat, Law obtient, néanmoins, du Conseil des Finances l'autorisation d'ouvrir sa "Banque Générale", au capital de 6 millions de livres, représenté par 1200 actions de 1000 écus de cinq livres. Le quart du capital est appelé en numéraire et les trois quarts en billets d'Etat (c'est à dire 1125000 livres).

La première opération de la Banque générale est constituée par l'escompte des lettres de change, dont le taux fixé à 6%, puis 4%, est extrêmement bas (il approche en général, auprès de la haute finance, les 30%). On considère qu'en contrepartie de ces opérations ainsi qu'en contrepartie des dépôts d'espèces, la banque émet six millions de billets mensuellement.

La confiance dans le billet est importante, notamment parce que Law a souscrit, personnellement et publiquement, la plus grande partie du capital. Aussi, ce billet se répand rapidement, remplaçant même la lettre de change. C'est la raison pour laquelle un édit d'avril 1717 prescrit aux receveurs des impôts d'accepter des billets de banque en paiement des droits et de recevoir ceux-ci sans prélever d'escompte. Malgré la résistance des receveurs qui voient là une source de profit leur échapper, les caisses de la Recette Générale deviennent autant d'agences de la banque. Il semble également, si l'on en croit E.Faure<sup>254</sup>, que les opérations de change procurent à la banque d'importants profits. C'est du moins ce que prétend Buvat<sup>255</sup> :

***"Une personne de mes amis ayant 1800 louis à Marseille et cherchant à les faire parvenir à Paris, s'est rendue au bureau de la banque de M.Law(...)Les associés lui dire qu'il n'avait qu'à remettre ces deniers au directeur de la Monnaie du lieu et qu'ils lui donneraient ici les 1800 louis comptant. Ce qui donna lieu à mon ami de leur demander comment ils entendaient maintenir leur banque et y faire des***

<sup>252</sup> « Les rentiers se figurent peut-être former un corps nombreux dans l'Etat ; je leur déclare qu'ils ne sont pas en proportion d'un contre mil. Tous les maux causés par le système se réduisent donc à la diminution de la fortune des prestataires à gros intérêts et des rentiers ». In **Law.J** : « Histoire des finances pendant la régence ». in **Trintzius.R** . Op. Cité P 124.

<sup>253</sup> « Vous avez une réforme du papier monnaie. Cela voulait dire la suppression du système de rentes » In **Brian. Eric** : « Spéculation sur la vie humaine et crise financière à la fin du XVIIIe siècle » Document de Travail de l'INED n° 109. Durée de vie, histoire et calcul. 2002. P 7.

<sup>254</sup> **Faure.E** : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF. Gallimard. 1980. P 117.

<sup>255</sup> **Buvat.J** : "Gazette de la régence". 17 juillet 1716. P 93. in **Faure.E** : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF.

***profits ordinaires et raisonnables, sur quoi ils répondirent qu'ils n'entendaient rien gagner sur des remises de cette qualité-là qui ne leur coûtait rien et que leur profit viendrait aux escomptes des pays étrangers, chose que mon ami ne comprit pas bien."***

Law, à cette époque se définit dans une lettre au Régent comme **"le maître de tous les arbitrages en matière de changes "**<sup>256</sup>. Il est difficile de définir la nature du profit bancaire qui en résulte. Provient-il de la capacité à **"faire baisser ou hausser les changes suivant qu'il conviendra à l'intérêt de la France"?**<sup>257</sup> Il s'agirait alors d'une activité permettant de générer un **« profit spéculatif »**. Cependant, le cours des changes établis par Dutot montre plutôt une suite de tendance de moyen terme qui rend peu plausible ou en tout cas insuffisante cette explication. Quoiqu'il en soit, dès le début, l'utilisation des fonds, déposés en banque pour escompter et changer, comporte un risque évident, celui d'être exposé à un run auquel la Banque Générale ne pourrait faire face.

De plus, malgré la création de l'institution, l'essentiel des billets d'Etat circulent cependant encore. Aussi, lorsqu'en 1716, Antoine Crozat décide de remettre sa concession sur la Louisiane<sup>258</sup>, J.Law y voit une opportunité nouvelle de réduire la dette publique tout en parachevant son "système". Le 21 août 1717, il crée la Compagnie d'Occident, bénéficiant d'un privilège de vingt-cinq ans sur l'exploitation de cette colonie. Le capital initial, arrêté en décembre, est de 100 millions souscrits en billet d'Etat, à raison de 500 livres l'action.

La Compagnie rend ces billets au Trésor qui les annule et elle reçoit en échange des contrats de rente perpétuelle à 4%, payable au 1<sup>er</sup> janvier 1717. Les rentes sont garanties par une recette fiscale spécifique, à savoir la Ferme du contrôle des actes notariés. Dans le même temps, la Compagnie s'engage à verser à ses actionnaires un intérêt de 4%, mais seulement à partir de la seconde année. Il résulte de cette transaction, qu'en contrepartie d'une année d'intérêts, les actionnaires consolident leurs droits de porteurs. La Compagnie joue, ici, le rôle d'un assureur de liquidité. Les quatre millions de livres acquis par la Compagnie constituent un fonds de roulement initial, nécessaire à l'exploitation du privilège octroyé par l'Etat. L'hostilité du Parlement ralentit le mouvement de la souscription qui fut néanmoins couverte avant la fin de 1718.

Les titulaires de billets d'Etat ont donc absorbé les 200 000 actions dont la cotation n'était encore que de 250 Livres, inférieure au pair mais légèrement supérieure à celle des billets d'Etat toujours dépréciés des deux tiers. En mai 1718, Law se livre publiquement à la première opération d'achat à terme, en offrant une prime de 100 Livres par action<sup>259</sup>. Un an plus tard, l'action ayant atteint le pair, le bénéfice réalisé représente 150 Livres; non seulement la spéculation n'est plus interdite, mais elle est encouragée par

<sup>256</sup> **Faure.E** : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF. Gallimard. 1980. P 118.

<sup>257</sup> **Idem P 118.**

<sup>258</sup> **Tabatoni.P** : « J.Law, la monnaie et l'Etat ». Académie des Sciences Morales et Politiques. Conférence à l'IFAP. Mars 2000. P 7.

<sup>259</sup> C'est à dire portant l'action à terme à 350 Livres.

les autorités, lui assurant un succès particulièrement remarquable. Le dernier étage de la construction de Law, afin de résoudre le problème de la dette publique, intervient le 4 décembre 1718.

Au moment même où cette dette, quoiqu'en diminution reste problématique, la situation politique européenne s'obscurcit. L'alliance obligée entre le roi George d'Angleterre et le Régent Philippe d'Orléans contre les prétendants déclarés à leur trône respectifs, Jacques II d'Ecosse et Philippe d'Espagne, allait se conclure par une nouvelle guerre qu'il s'agissait de financer. Faire face aux dettes de l'Etat exige de s'assurer la distribution des ressources publiques et signifie une "étatisation" de la Banque Générale qui devint la "Banque Royale".

Cette transformation ne doit pas être interprétée sans précaution, comme une possibilité d'accroître la sécurité des opérations bancaires lorsque l'on connaît la perception qu'ont les contemporains de l'activité financière de l'Etat <sup>260</sup>. L'avantage essentiel de cette modification provient beaucoup plus certainement de la possibilité de remplacer les billets libellés en écus (c'est à dire en numéraire) par des billets libellés en livres (c'est à dire en unité de compte) tout en utilisant un mécanisme de garantie face aux diminutions (ce qui est difficile pour une banque privée). A l'origine, la Banque Royale se propose d'émettre les deux types de billets au gré des opérateurs. L'avantage du billet-écu est évident : sa possibilité d'être transformé directement en espèces métalliques. Cependant, ce signe monétaire n'est pas une monnaie invariable comme l'indique E.Faure <sup>261</sup> :

***"Ce n'est pas une monnaie vraiment invariable ; c'est une monnaie relativement invariable. Elle ne varie pas par rapport à l'écu, mais elle varie avec l'écu (...)  
L'avantage du billet-écu, c'est que l'on est garanti contre la dévaluation de la Livre, par contre, on n'est point protégé contre la réévaluation de la Livre. Si le souverain procède à une diminution (dévaluation des espèces), si l'écu vaut une Livre de moins, le billet-écu perd également une Livre."***

Or, après toutes les réévaluations précédentes de Desmaretz, le public s'attendait à une diminution des espèces ce qui a lieu, en effet, deux fois (à l'occasion de nouvelles émissions de billets-Livre). Par conséquent, l'émission de billets-Livre est un succès d'autant que le public était depuis longtemps habitué à compter en Livres-Tournois. Le billet-écu est même supprimé le 8 juillet 1719. Au contraire, l'émission de billets-Livre dépasse 59 millions entre le 5 janvier et le 1<sup>er</sup> avril <sup>262</sup>.

***"Tout le monde voulait donner son argent pour des billets de 1000 Livres-Tournois. On le jetait aux caissiers de la Banque, en les conjurant de le prendre; on les aurait forcé si on avait pu... on en renvoyait la moitié faute de temps pour recevoir l'argent qui venait de la Banque"***

<sup>260</sup> « La « royalisation » de la Banque était envisageable, à condition de ne pas la présenter comme une banque forcée (c'est-à-dire en situation de monopole) dont le parlement avait une terrible frayeur » In **Cellard.J** : « John Law et la régence » Plon 1996. P 138.

<sup>261</sup> **Idem**.P 175.

<sup>262</sup> **Dutot** : "Manuscrit de Douai" P 159 in **Faure.E** : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF. Gallimard. 1980. P 182.

Law réalise son projet de créer une monnaie échappant à toutes les variations du métal. Il modifie le statut de la Livre-Tournois qui devient, à ce moment, une monnaie complète et non plus seulement une unité de compte.

Dans sa conception, la monnaie doit s'appuyer sur un bien économiquement rentable (les titres de propriétés foncières ou mobilières). Il a cependant sous-estimé le fait que le contrôle de la création monétaire émancipé du métal, laissé au bon vouloir du prince et des nécessités de son espace politique, constitue une fragilité financière pouvant être un facteur de graves perturbations. D'autant que si le nouveau billet est exprimé en Livres-Tournois, son remboursement en espèces demeure toujours possible. La Banque Royale est donc promise à la transformation de la dette publique en billets, lesquels vont servir à leurs titulaires pour se procurer des actions de la Compagnie d'Occident. Aussi, les ressources contrôlées par cette Compagnie deviennent-elles un enjeu essentiel.

En premier lieu, Law réussit à constituer un monopole du commerce international et colonial. En effet, un édit de mai 1719 lui octroie le privilège des Compagnies des Indes Orientales, de Chine, d'Afrique, de Guinée et de Saint Domingue, qui, absorbées par la Compagnie d'Occident, constituent la Compagnie des Indes. Ce succès permet à J.Law d'augmenter le capital de la nouvelle Compagnie en favorisant les actionnaires de l'ancienne Compagnie d'Occident. Contre quatre actions d'Occident ("les mères") l'on obtient le droit de se procurer une action des Indes ("les filles"). La recherche des "mères" implique la hausse de leur cours qui, par retour, entretient celles des "filles".

De plus, le 25 juillet 1719, J.Law devenant Surintendant des Monnaies, obtient, au nom de la Compagnie, le privilège de la fabrication monétaire. Maître des espèces, il émet 50000 nouvelles actions dites "actions de monnaies" selon la technique précédemment utilisée. Les "actions de monnaie" devenant les "petites filles". Emises pour un nominal de 500 Livres et disponibles pour 1000 Livres, fin juillet, elles montent à 5000 en août pour atteindre 10 000 en octobre<sup>263</sup>.

Enfin, le troisième volet survient le 27 août 1719, lorsqu'un arrêt transfère le bail des fermes à la Compagnie des Indes, laquelle contrôle, dès lors, l'ensemble des recettes fiscales de l'Etat. Réorganisant la régie des Fermes, la Compagnie réalise un prêt de 1600 millions à 3% en faveur du Trésor qui permet la liquidation de l'ensemble des titres anciens de la dette de l'Etat. En contrepartie, elle est autorisée à émettre un emprunt auprès du public, auquel elle fournit des actions rentières à 3% (qui deviendront, in fine, des actions classiques de la Compagnie). En décembre 1719, les actions atteignent le cours de 12000 Livres. Comme le remarque P.Harsin<sup>264</sup> :

***"Cette opération revient, à tous les niveaux à un transfert de responsabilité; le rentier voit seulement une conversion de ses papiers publics à 4% en actions de la Compagnie dont il devient actionnaire; la Compagnie des Indes se substitue à l'Etat pour la gestion de sa dette."***

La grande innovation qui va donc conditionner la suite des événements, c'est que le

<sup>263</sup> **Trintzius.R** : op.cité P 91.

<sup>264</sup> **Harsin.P** : "La finance et l'Etat jusqu'au système de Law (1660-1726) in **Braudel.F et Labrousse.E** : "Histoire économique et sociale de la France" Tome 2. Paris. PUF. 1970. P 280.

rentier détenteur de titres publics devient, la plupart du temps, sans en être pleinement conscient, actionnaire d'un monopole commercial privé. Il troque ainsi, une fragilité financière traditionnelle, crainte mais connue contre une fragilité d'un type nouveau d'autant plus pernicieuse qu'il ne peut pas encore en percevoir les dangers<sup>265</sup>. Comme toutes les phases de fragilité financière propres à cet ordre productif, nous retrouvons, ici, le basculement de l'univers de la rente vers celui du marché naissant.

Au mois de décembre 1719, le "système" de Law est à son apogée, mais déjà son mécanisme laisse transparaître sa dualité et son ambiguïté. Cette dualité du système est traduite par l'ouvrage d'E.Faure<sup>266</sup>, dans l'opposition d'un "*plan sage*" et d'un "*plan fou*" laissant, selon cet auteur, transparaître les qualités spécifiques de J.Law, celles de l'économiste et celles du joueur. Il est probable que l'opposition des deux plans dépasse la personnalité même de Law. Nous allons essayer de montrer qu'elle s'insère dans le fonctionnement même de l'économie française d'Ancien Régime.

Le "*plan sage*" poursuivi jusqu'au 31 août 1719, peut se définir comme une tentative de transformer la dette détenue par le public en action rentière à 3%, émises par la Compagnie et garantie d'un remboursement au pair, grâce aux différents octrois de privilèges dont celui des Fermes est le plus important. On a déjà vu plus haut, pour quelles raisons cette technique favorise la hausse de la valeur des titres de la Compagnie. Dans ce premier cas, la fragilité financière reste de nature traditionnelle.

Par opposition au "*plan sage*", le "*plan fou*", qui sera le seul appliqué à partir du 13 septembre 1719, transforme le mécanisme précédent, en proposant au public, des actions classiques, et non plus rentières, dont le cours et le dividende sont susceptibles de varier, mais dont, au moment de l'opération, la valeur anticipée est en hausse tendancielle. Dans ce second cas, on entre dans le cadre d'une fragilité propre à un marché naissant. Les nouvelles actions sont émises au nominal de 5000 Livres et garantissent un dividende au taux nominal de 4%, la première année. La volonté avérée de Law consiste à porter le cours du titre à 10 000 Livres pour deux raisons essentielles.

Tout d'abord, sa volonté d'abaisser les taux d'intérêt à deux pour cent afin de favoriser l'activité économique garantissant une croissance des recettes fiscales qu'il contrôle à travers le bail des Fermes. Le fait de porter les actions au double de leur pair est considéré comme le moyen de verser un dividende au taux réel de 2%, lequel va jouer le rôle de taux directeur.

La seconde raison concerne, directement cette fois, la gestion de la dette. P.Harsin la synthétise ainsi<sup>267</sup> :

***"Les dettes de l'Etat sont donc converties en effets, sans valeur fixe, et plus le cours des actions monte, plus il se trouve de dettes absorbées dans une action".***

<sup>265</sup> « ...The debt conversion simply made explicit this stochastic nature by converting existing claims on a constant component into claims on the variable component » In **Velde.F.R.**: Op.cité P 52.

<sup>266</sup> **Faure.E** : Op.cité P 219-229.

<sup>267</sup> **Idem.** P 281.

Il résulte de cette analyse que la hausse du cours des actions de la Compagnie des Indes, loin d'être irrationnelle, répond à une contradiction propre à l'ordre productif du capitalisme marchand dans laquelle la dette publique permanente, issue d'un Etat en voie de transformation, ne peut se résoudre que par un acte prédateur au détriment des prêteurs.

La différence notable par rapport à l'économie médiévale tient à la nature du "prêteur" et aux formes du "prêt". Dans la crise anglaise de 1339 à 1346, l'espace politique utilise la haute finance constituée par les compagnies florentines: les remboursements de l'emprunt ne sont tout simplement pas honorés. Dans la crise de 1720, les prêteurs ne sont plus simplement la haute finance<sup>268</sup>, mais l'ensemble du public doté d'une capacité d'épargne, titulaire de rentes d'Etat et convaincu par les pouvoirs publics de céder les titres en contrepartie de l'obtention de valeurs dont le cours est susceptible de varier sur le marché dont l'institutionnalisation n'est pas le moins du monde assurée.

En définitive, c'est à travers le lent déclin du capitalisme marchand et la montée concomitante de certains éléments constitutifs du marché financier (ici, l'augmentation du nombre d'offreurs de capitaux) que le système de Law va pouvoir se construire.

Réaliser la hausse du cours des titres exige de mobiliser tous les offreurs de capitaux mis en concurrence pour l'obtention des plus-values. C'est la raison, par exemple, pour laquelle Law favorise le fractionnement du titre permettant la spéculation même avec de très faibles sommes, mais également, reporte les échéances ou incitera aux prêts bancaires sur les titres. De même, à partir du 30 décembre 1719, à côté du marché de gré à gré, qui s'est instauré sur les titres de la Compagnie, il mettra en place un bureau d'achat et de vente garantissant (ou du moins semblant le faire) la liquidité des titres en circulation<sup>269</sup>.

Régler les inévitables dysfonctionnements de l'espace politique propre à l'époque du capitalisme marchand, implique d'ouvrir partiellement les portes au marché, en favorisant la concurrence entre offreurs de capitaux. On peut considérer que c'est cette confrontation des besoins de l'espace politique et de cet embryon de marché financier qui va être la fragilité majeure dans cet épisode et induire le processus menant à la bulle de 1720 à Paris.

### **3-2-3- L'éclatement de la bulle et l'effondrement monétaire et financier**

Comme nous venons de le voir, la hausse du cours des titres, telle qu'elle est conçue par J.Law implique un climat spéculatif. Pour que se développe cet "agiotage", il est nécessaire qu'apparaisse un lieu accessible à un nombre élevé d'agents désireux d'échanger titres et billets.

La rue Quincampoix est le lieu de ce marché embryonnaire et très peu institutionnalisé. Dès la fin du mois d'août 1719, c'est à dire au début de la grande

<sup>268</sup> Sur ce changement de nature. Cf **Cellard.J** : Op Cité P 227 et 195-208.

<sup>269</sup> « » Il s'agissait de freiner la ruée des vendeurs car la banque avait déjà commencé de racheter les actions offertes et elle ne pouvait le faire sans imprimer des billets à tour de bras » In **Trintzius.R** : Op.Cité P 106.

spéculation, on peut s'y procurer tout le "papier" disponible <sup>270</sup> :

**"On y négocie pêle-mêle, les actions d'Occident, les actions de la société des Fermes, des billets d'Etat et même des papiers soustraits au visa et de ce fait proscrits".**

Les opérateurs se recrutent dans toutes les classes de la société ainsi qu'à l'étranger. Il en résulte un brassage social tout à fait nouveau pour une époque qui demeure celle de la "société d'ordre". Le spéculateur ne dispose pas la plupart du temps, des sommes mises en jeu. Il peut se les procurer "à la pendule" auprès des multiples bureaux apparus dans le quartier: l'emprunt pendant une demi-heure coûtait un demi-pour cent; une heure, un pour cent et ainsi de suite. L'existence d'un effet de levier anticipé est à l'origine de cette pratique qui stimule par-là même, la tendance haussière du marché. Celle-ci est représentée par des cotations non officielles, dont une partie a été conservée et dont nous nous servons pour proposer le graphique d'évolution des cours <sup>271</sup> .

Document XII Variation du cours des titres de la Compagnies entre janvier 1719 et octobre 1720

Janvier 19	Février 19	Juin 19	Juillet 19	Septembre 19	Octobre 19
300	350	300	3000	5000	8000
Décembre 19	Avril 20	Mai 20	Juin 20	Septembre 20	Octobre 20
12000	9000	8000	6000	2000	000

Tableau de Giraudeau (extraits) In Faure.E : op.cité P 681-687.

La cote est représentée par un pourcentage s'appliquant à un même multiplicande (la valeur nominale des premiers titres : 500 Livres). Le prix de la transaction s'obtient en multipliant le cours par 500. Jusqu'au début du mois d'octobre 1719, on assiste à une évolution générale différenciée selon les titres. Les "soumissions", c'est à dire de véritables options d'achat sur titres, connaissent une forte hausse qui s'accompagne d'un tassement de la valeur des "mères", "filles" et "petites-filles". Cette évolution contradictoire s'explique par le fait que les porteurs d'actions anciennes, les vendent au comptant. Ils en tirent des sommes inférieures au pair (5000 Livres pour les dernières émises). Grâce à ces sommes, ils peuvent acquérir plusieurs soumissions en espérant réaliser un bénéfice substantiel plus important que s'ils avaient conservé le titre initial. Le mécanisme peut être explicité de la manière suivante :

L'opérateur vend vingt actions à 90000 Livres au lieu de 100000, c'est à dire au-dessous du pair. Mais ces 90000 Livres lui donne le droit de souscrire 450000 Livres en actions futures (si l'on considère que l'achat d'une soumission de 20000 Livres ouvre un droit à l'action future de 100000 Livres). Les 360000 Livres restantes sont payables en neuf mois. Cependant, le spéculateur compte revendre ses soumissions avant même le premier paiement. En attendant ce délai, le cours des souscriptions doit monter afin de réaliser une plus-value supérieure à 10000 Livres (c'est à dire supérieure à sa perte

<sup>270</sup> Faure.E : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF. Gallimard. 1980. P 280.

<sup>271</sup> Tables de Giraudeau. In Faure.E : op.cité P 681-687.

initiale : 100000 - 90000). Cela est possible puisque à ce moment même, les anticipations sur les nouveaux titres sont très favorables et notamment beaucoup plus favorables que sur les anciennes.

On conçoit que ce mécanisme pousse le cours des titres à la hausse<sup>272</sup>, d'autant que soucieux d'éviter le creusement de trop fortes disparités entre anciennes et nouvelles actions, Law, fidèle à son objectif, ordonne à son caissier de racheter au comptant les anciennes actions sur le pied de 5000 Livres. Cette information suffit d'ailleurs, par elle-même, à consolider les anciens titres sans que la mesure ait besoin d'entrer en application.

A la fin du mois de novembre 1719, les plafonds fixés par Law sont atteints : les titres émis voient leur valeur parvenir à 10000 Livres, soit, pour les premiers titres vingt fois leur valeur nominale. Cependant, ce succès ne doit pas laisser ignorer une détérioration des changes, dès le milieu du mois de novembre. Celle-ci semble largement imputable à des "réalisations" effectuées par des spéculateurs anglais et hollandais et par le rapatriement corrélatif de leur gain sur leurs places nationales.

C'est cependant sur le plan monétaire que la situation demeure la plus délicate. En effet, la volonté de Law s'alimente d'une importante création monétaire de la part de la Banque Royale. Stair, l'ambassadeur anglais formule ainsi, les craintes du public<sup>273</sup> :

***"On commençait à avoir de l'inquiétude à cause de très grosses sommes que l'on tirait journellement de la Banque sans qu'aucune espèce y entrât".***

Le déséquilibre est d'autant plus insupportable que l'on se trouve en présence d'un public habitué à opérer ses transactions en espèces métalliques et pour lequel le billet comme signe monétaire est une nouveauté. La pénurie de métal, d'or surtout, provoque la première attaque contre la Banque, le 5 décembre 1719. Celle-ci aurait été initiée par un événement fameux quoique incertain: le Prince de Conti et le Duc de Bourbon auraient opéré des retraits d'or importants auprès de la Banque Royale. Le run sur la Banque qui suivit oblige Law à modifier sa politique, ce qu'il fait de manière inattendue.

Face à ce premier choc, on aurait pu penser que la politique de Law allait consister à attirer de nouveau le métal précieux. Il n'en est rien. C'est l'or qui est attaqué. Dans un premier temps, celui-ci est diminué, à échéances successives, avec préavis. Mais les clients s'étant fait délivrer du métal par la Banque Royale, pendant le run de décembre, ne peuvent pas le rapporter, ce qui les oblige à supporter la diminution des espèces. L'arrêt du 21 décembre accorde même une prime permanente de 5% à "l'argent de banque" par rapport à "l'argent courant" dans toutes les transactions. Enfin, l'or est exclu de tous les paiements inférieurs à 300 Livres, ce qui constitue une démonétisation partielle.

D'autre part, afin de préserver le billet, tous les créanciers sont, dès lors, en droit d'exiger des débiteurs, le paiement en billets (lesquels, nous venons de le voir "gagnent sur les espèces"). En définitive la "guerre contre l'or" raffermissant le billet, permet de

<sup>272</sup> « Or en septembre 1719, ce n'est pas du 150 ou du 200% qu'ont réalisé les souscripteurs de 1718 en billets royaux mais du 1000 et ce n'est pas fini... » In **Cellard, J** : Op Cité P 189.

<sup>273</sup> **Idem**, P 320

retrouver la confiance et l'objectif des 10000 Livres par action <sup>274</sup> peut être atteint grâce à la combinaison d'une volonté politique orientant à son profit, l'activité spéculative sur le marché émergent. Parvenu à ce niveau de cours souhaité, Law va s'acharner à le maintenir. La rue Quincampoix, le complice d'hier, devient dès lors un adversaire potentiel. Aussi, Law institue-t-il dès le mois de janvier, un bureau d'achat des titres à cours fixe et publié dans la "Gazette de France".

La rue Quincampoix poursuit, pendant cette période, une activité marginale se bornant à opérer des transactions sur des titres pour lesquels les cessionnaires, désirant avant tout préserver leur anonymat, acceptent de payer une prime de clandestinité. On assiste donc ici, à la limitation de la place du marché financier dont on avait utilisé les tendances haussières, quelques temps auparavant, pour en revenir à un système de transactions administrées. L'instrumentalisation d'un marché financier naissant par l'espace politique ne fait ici aucun doute. Cependant, les déséquilibres majeurs subsistant, la défiance s'installe durablement.

La banque continue donc de s'appauvrir en espèces et doit émettre une quantité plus abondante de billets. Une nouvelle fois, la loi de Gresham jouant, la mauvaise monnaie chasse la bonne et l'or est thésaurisé, parfois exporté, tandis que le billet de la Banque Royale circule, seul. Cette méfiance du public entraîne, pour la première fois, J.Law, dans une escalade répressive de saisies, de délation et d'escroqueries manifestes (une "augmentation" pour favoriser la circulation des espèces au profit de la Banque, suivi d'une "diminution").

De telles mesures s'accompagnent rarement d'un retour à la confiance et la Banque doit à nouveau, face à la vague baissière du mois de février, émettre 200 millions de papier-monnaie. Une création monétaire de cette envergure ne peut manquer d'avoir un effet négatif sur le cours du change par l'action des "réalisateurs" étrangers rapatriant leurs capitaux. Cette forte baisse de changes affaiblit, en retour, la confiance pour ce qui concerne les transactions intérieures, notamment sur les titres.

Prenant acte de l'aggravation de la situation monétaire et financière, Law s'engage dans une politique qui devait aboutir en définitive à sacrifier la monnaie de la Banque Royale pour sauver l'action de la Compagnie des Indes sans en maintenir la valeur optimal escomptée. En premier lieu, le 22 février 1719, il obtint la fusion de la Banque et de la Compagnie. Il fut également annoncé qu'on ne pourrait plus procéder à des émissions de billets sinon par arrêt du Conseil de Régence et de l'assemblée des actionnaires de la Banque. Cette dernière promesse -non tenue- cherchait à décrocher dans l'esprit du public, le papier-monnaie du papier-titre. Elle n'eut, comme conséquence, que de permettre la poursuite d'émission de papier... cette fois clandestinement.

En second lieu, l'attaque contre le métal se poursuit par l'opération de "proscription". Nul ne peut détenir plus de 500 Livres en métal sinon **"la confiscation sera ordonnée en entier au profit des dénonciateurs"** <sup>275</sup>. Enfin, l'or est démonétisé le 11 mars 1720

---

<sup>274</sup> Sur le phénomène de surréaction observée en rapportant les gains obtenus et anticipés des titres de la Compagnie et leurs cours. Cf **Velde.F.R.**: Op.cité P 45 à 52.

<sup>275</sup> **ibid.** p 352.

<sup>276</sup> . Dès le 5 mars, un bureau de conversion des actions est remis en place sur le modèle ancien, c'est à dire en servant un cours fixe. Quelques jours plus tard, toutes les transactions sont interdites rue Quincampoix.

Comme on le voit, la stratégie de Law s'articule autour de deux mécanismes. La Banque Royale rachète, grâce à des émissions successives de billets, tous les titres rapportés au bureau de conversion, à un taux fixe de 9000 Livres. On sacrifie donc clairement la monnaie à l'action. Cette "inflation clandestine" oblige à la mise en place d'un second mécanisme; il s'agit, désormais, de proscrire l'or pour imposer le billet comme principal signe monétaire, grâce à une politique faite de diminutions, de démonétisation et de saisies.

E.Faure exprime l'essence de cette politique de la manière suivante <sup>277</sup> :

***"Il est hors de doute que pour leur majeure partie, ces nouveaux billets sont destinés à ravalier les actions et qu'ainsi, ils vont dévaloriser cette monnaie fiduciaire que par l'autre branche de sa politique, Law parvient à revaloriser."***

Cette politique connaît un succès momentané. Le cours du titre est stabilisé au prix d'une émission sans cesse croissante de billets devenus les seuls signes monétaires officiellement reconnus. L'étude des correspondances administratives est intéressante à cet égard. Alors que dans les provinces de "l'intérieur" (Bretagne, Auvergne ou Champagne), les intendants des finances se plaignent de ne pouvoir répondre à la demande de billets, ceux de Strasbourg et surtout de Lille, font état d'un sentiment inverse.

C'est que les incidences des changes avec les territoires étrangers limitrophes, contrarient l'effet de la démonétisation des espèces : Dans ce cas, la dépréciation des changes français l'emporte. Nécessité faisait loi à l'intérieur, mais c'est ailleurs que le véritable sentiment des opérateurs s'exprime. Accroître plus encore les émissions de billets devient donc une solution de plus en plus impraticable.

L'arrêt du 21 mai 1720 constitue un retournement complet de la stratégie de Law. Jusque là, il s'était efforcé de soutenir les titres par la création monétaire et l'affaiblissement du métal. L'inflation qui en résultait, en corrodant la confiance empêchait la poursuite d'une telle démarche. A partir du 21 mai, il s'engage dans une politique clairement déflationniste <sup>278</sup> , tant sur les billets de la Banque Royale que sur les titres de la Compagnie des Indes. Quoique très mal reçu par l'opinion et entraînant pour Law une disgrâce momentanée, l'esprit de cet arrêt perdure jusqu'au mois d'octobre 1720, date à laquelle on peut considérer que le système a cessé d'exister. Law indique sa nouvelle stratégie de la manière suivante <sup>279</sup> :

<sup>276</sup> « Law frappait ses ennemis avec la dernière énergie et ses ennemis étaient maintenant tous les détenteurs d'or » In **Trintzius.R** : Op.Cité P 109.

<sup>277</sup> **Ibid.** p 386.

<sup>278</sup> « La valeur des billets de banque est réduite aux mêmes échéances et dans les mêmes proportions , c'est-à-dire de 20% de la valeur d'origine immédiatement ; puis au terme de six diminution, ils perdront la moitié de leur valeur » In **Cellard.J** : Op.Cité P 276-277.

***"Sa majesté a jugé que l'intérêt général de ses sujets demandait qu'on diminuât de prix les actions et la valeur numéraire des billets, pour les mettre en proportion avec les espèces et les autres biens"***

Il présente alors un échéancier d'où il résulte une régression, identique, programmée, pour la valeur des billets et des actions, de telle sorte que l'opération n'entraînait aucune perte de pouvoir d'achat de la part des titulaires d'action et de papier-monnaie. La nouvelle de l'arrêt produit pourtant un effet catastrophique. A l'étranger, le cours du change est même suspendu pendant quelques jours (jusqu'au 31 mai à Amsterdam). Dans le climat spéculatif de cette époque, la baisse de la valeur des titres et des billets est d'abord considérée dans son aspect nominal et cela d'autant plus qu'en ce qui concerne les billets, Law avait lui-même fondé son action publique en faveur des billets sur le fait que la monnaie émise par la Banque Royale ne pourrait être affectée par des diminutions censées ne frapper que les espèces.

La révocation de ces mesures, le 27 mai et la disgrâce momentanée de leur auteur ne changent rien, sur le fond, à la nouvelle orientation. Dès le 29 mai, augmentant les espèces et abandonnant les mesures de perquisition, Law poursuit sa politique déflationniste sur le billet, d'autant qu'un visa engagé par le Régent révèle le véritable montant de l'émission monétaire: 2,696 milliards alors que le plafond initial était prévu à 1 milliard de Livres. Plusieurs mesures sont donc prises. Les "*brûlements*" c'est à dire la destruction publique des billets sont organisés de manière spectaculaire. L'émission de nouveaux billets par la Banque, pour maintenir la circulation des biens est placée sous le contrôle du Prévôt des Marchands dans le but de donner une crédibilité nouvelle à l'institution, en la rendant plus indépendante de l'espace politique.

D'autre part toujours pour contenir la fuite devant le billet, Law innove en imposant aux négociants, titulaires de ces billets, le compte en banque<sup>280</sup> permettant les paiements par virements. Enfin et surtout, il engage la conversion des billets en rente d'Etat. C'est dans ce retournement stratégique que l'on peut entrevoir l'expression d'une victoire de l'économie d'Ancien Régime, entravant pour longtemps la monétarisation de l'économie française comme sa régulation par les marchés.

Suite à ce train de mesures, la Banque Royale est rouverte, le 12 juin, d'abord pour "couper les billets" c'est à dire transformer les billets de 10000 et 1000 Livres en billets de 100 et 10 Livres, sans que l'échange de billets contre des espèces soit envisagé. Les transactions sur les billets s'effectuent donc ailleurs, de gré à gré, avec une décote alarmante (50% au 1<sup>er</sup> juillet) qui exprime le désarroi des porteurs. Aussi, Law décide-t-il de permettre l'ouverture des transactions mais de manière parcimonieuse, puisqu'on ne change que 10 Livres par personne et un jour sur deux.

Cela suffit pourtant pour engendrer une nouvelle ruée. Le 17 juillet, la foule rassemblée devant la Banque, rue de Vivienne, se transforme en émeute avec comme conséquence, la suppression "jusqu'à nouvel ordre" du paiement des billets. Dès lors, il

<sup>279</sup> **Law, J.**: " Œuvres complètes" publiées par **P.Harsin** . Recueil Sirey. Paris. 1934 in **Faure, E.** : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF. Gallimard.1980. P 280.

<sup>280</sup> Sur les difficultés de sa mise en place. CF. **Trintzius, R.** : Op.Cité P 127.

ne reste plus qu'à envisager la démonétisation de ces billets, ce qui est décidé le 15 août 1720, avec la suppression définitive des cours le 1<sup>o</sup> octobre. Les billets non utilisés sont automatiquement transformés en actions rentières de la Compagnie<sup>281</sup>. Dans le même mouvement, le rétablissement des paiements en or et argent est prescrit. Cet abandon virtuel de la Banque permet à Law de se concentrer sur la Compagnie et la défense de ses titres.

Dés le mois de juin, il avait entrepris un premier plan destiné à limiter le nombre d'actions en circulation en abaissant leur cours comme il l'avait prévu dès le 21 mai. 300000 actions ayant été acquise par la Banque Royale, il suffit de les brûler. De plus, les 100000 actions au compte du Roi sont annulées. Il ne reste que 194000 actions en circulation. La Banque s'engage à les reprendre au taux réduit de 8000 Livres. Mais comme à partir du 27, la Banque cesse ses activités, la rue Quincampoix connaît une brève renaissance et l'agiotage reparait, cette fois, nettement orienté à la baisse.

Au 1<sup>er</sup> juin, les titres sont tombés au-dessous de 4000 Livres. Afin de les défendre, Law propose aux actionnaires, un dividende de 3% (au lieu de 2%) à partir de la création de nouvelles actions dont l'obtention exige des actionnaires un appoint de 3000 Livres par action détenue. Concrètement, ces 3000 Livres peuvent être fournies sous formes d'actions, à raison d'une valeur conventionnelle de 6000 Livres pour une action. Autrement dit, le fait de posséder trois actions donne le droit d'en recevoir deux de 12000 livres chacune. Si l'on achète les trois actions à 90000, on perd en capital (24000 contre 27000 Livres) mais on gagne en dividende (720 Livres contre 510).

Cette manœuvre de Law a un réel succès auprès d'un public d'actionnaires désemparés qui y voyait le retour à la garantie de la rente perpétuelle<sup>282</sup>, c'est à dire la limitation de la fragilité de marché. Cependant, la démonétisation issue de l'arrêt du 15 août, contamine la valeur des nouvelles actions, tant le lien billet - action est fort pour le public. Le cours de l'action s'effondre de 12000 à 6000 Livres, fin août.

L'ultime opération de Law, concernant les titres, est d'abandonner définitivement le lien billet - action pour proposer l'équivalence compte en banque - action. Les propriétaires d'actions doivent les échanger contre un compte de 2000 Livres. Même si la Livre représentée dans le compte bancaire semble plus solide (compte tenu de la déflation monétaire précédente), la manœuvre est comprise comme la volonté d'échanger des titres d'un nominal de 12000 contre 2000 Livres en compte bancaire. Une telle dépréciation du titre ne peut être que mal accueillie. Elle ouvre la voie à l'opération de liquidation. Le 24 octobre, un arrêt ordonne que les actions de la Compagnie soient déposées au bureau de celle-ci pour un délai de trois ans pendant lesquels serait versé un dividende de 3%.

Ce "blocage" des actions oblige les premiers actionnaires à déposer des actions qu'ils n'ont plus. Ils sont donc contraints de les racheter, ce que la Compagnie facilite en

<sup>281</sup> Idem P 133.

<sup>282</sup> « A cet égard, le Système s'analyse comme un combat douteux entre la rente improductive et le couple billet-action productif de richesses vives [...] ce couple l'emporte dans un premier temps. Dans un second temps, Law se trouve contraint à recréer de la rente pour éponger l'énorme excédent de valeur-papier qu'il a laissé se constituer » In Cellard.J : Op Cité P 308.

les vendant 13500 Livres (payable en billets cependant). Il s'agit donc maintenant de s'attaquer aux spéculateurs, c'est à dire, au marché émergent représenté par la rue Quincampoix. L'homme qui voulait abolir la rente, la reconstituait; celui qui avait célébré la spéculation, se voyait contraint de la réprimer.

Fin du billet, fin du commerce des actions, le "système" était bien mort. La fragilité généralisée, fruit du lien de deux institutions en transition, avait emporté le marché financier naissant.

### **3-2-4- Fragilité, Etat et marché : le bilan de la crise de 1720 :**

La bulle des actions de la Compagnie des Indes en 1720 à Paris se développe à partir de causes exogènes à l'espace économique. Elle résulte initialement des besoins de l'espace politique monarchique.

Mais alors qu'à l'époque médiévale, cette situation entraîne simplement une banqueroute totale ou partielle de l'Etat suivie d'un run sur les compagnies financières ou d'un emprisonnement des créanciers, ici, la conjonction d'un espace politique d'Ancien Régime et d'un espace économique apte à mettre en place les éléments d'un marché financier embryonnaire, produit une crise financière prenant la forme d'une bulle.

Il est cependant clair que la place du marché financier (la rue Quincampoix à Paris ou Exchange Alley à Londres) reste secondaire. Il semble même que celui-ci soit simplement prisonnier d'une stratégie dans laquelle il ne joue, du moins au départ, qu'un second rôle déterminé: faire monter les cours, rôle qu'il remplit efficacement jusqu'au mois de décembre 1719.

Par contre, dès la fin de 1719, la "*création*" va échapper à son démiurge. La rue Quincampoix amplifiera les effets désastreux de l'augmentation de la dette publique et la défiance dans la Banque et dans la Compagnie. La fragilité endogène à ce marché naissant va alors s'exprimer.

Tel est bien la structure de double contrainte et l'injonction paradoxale<sup>283</sup> auxquelles donne lieu l'expérience que Law mènera jusqu'à l'éclatement de la bulle financière: utiliser un marché en formation, en espérant le contrôler, pour réguler une économie d'Ancien Régime appuyée sur des réglementations corporatives et des monopoles semi-publics qui n'ont de cesse d'empêcher la constitution d'un tel espace si déstructurant pour eux: Le "système" est fondé sur cette ambiguïté insoutenable et pourtant nécessaire.

C'est en interdisant les transactions de la rue Quincampoix, c'est à dire le marché sous sa forme embryonnaire, que l'expérience se termine au profit d'un maintien de la domination de l'économie de rente. Pourtant, elle aura correspondu à un désendettement massif de l'Etat et de la nation, les rentiers étant les perdants de la bulle financière, comme ils l'étaient pendant les siècles passés dans les banqueroutes. Transformant leurs rentes en actions, ils supportèrent les risques induits par l'accumulation de la dette

---

<sup>283</sup> « Omnubilé par son plan, Lass a pensé pouvoir manœuvrer ce Système au sommet, tout en gardant une certaine autonomie par rapport à l'Etat. Mais il fut dans l'Etat et son instrument » In **Tabatoni.P** : « J.Law, la monnaie et l'Etat ». Académie des Sciences Morales et Politiques. Conférence à l'IFAP. Mars 2000.

publique.

D'une certaine manière, le marché financier naissant aura été instrumentalisé par la Régence pour résoudre le principal problème hérité de la monarchie précédente: celui du déséquilibre permanent des finances publiques.

Le désendettement qui s'en est suivi, a été à l'origine d'une phase de croissance économique<sup>284</sup> et non d'une récession comme on l'imagine trop souvent compte tenu de l'effondrement de la valeur des billets et des titres.

Le renforcement de l'économie d'Ancien Régime<sup>285</sup> qui en résulta, marginalisera, cependant, durablement l'idée même de marché financier<sup>286</sup>. La création de la bourse de Paris en 1724 doit se comprendre, en effet, non comme un prolongement de la rue Quincampoix, mais, bien au contraire comme son exact opposé. Un élément saillant suffit à le montrer : les opérations à terme y sont strictement interdites, jusqu'à la fin du siècle, en référence à leurs effets supposés lors de la bulle de 1720.

Pourtant, la forme prise par cette crise montre aussi l'avance inexorable de la formation du marché financier<sup>287</sup>. Contrairement aux crises précédemment étudiées (notamment celle d'Amsterdam en 1609) les éléments essentiels à l'institutionnalisation propre à ce marché sont apparus. L'existence d'un lieu de transactions, la normalisation des titres, le développement des opérations à terme, l'éclosion d'une presse financière et l'apparition d'une cotation semi-officielle, sont autant d'éléments qui plaident en faveur du développement, au moins potentiel, de ce marché.

Cependant, il faudra attendre le siècle suivant pour que ces marchés commencent à jouer un rôle autonome important, quoique encore non déterminant, dans le financement de l'activité.

## CONCLUSION: LA FRAGILITE FINANCIERE COMPLEXE DU CAPITALISME MARCHAND ET SA STRUCTURE DE DOUBLE-CONTRAINT

---

L'ordre productif du capitalisme marchand exprime, plus que tout autre, un processus paradoxal. Celui qui illustre la complémentarité et l'opposition de deux mondes. Le premier est le monde de la permanence qui ne se sait pas encore condamné, c'est celui du « *profit garanti* », de la rente. Le second affleure parce que l'évolution économique,

<sup>284</sup> Labrousse.E, Léon.P, Goubert.P : Histoire économique et sociale de la France. Tome II. P 294-299 et Faure.E : op.cité P 521-567.

<sup>285</sup> Tabatoni.P : Op. Cité P 10.

<sup>286</sup> « Les années de Law n'en reste pas moins beaucoup plus proche du Moyen-Age que du XX<sup>e</sup> siècle finissant » In Cellard.J : Op.Cité P 378.

<sup>287</sup> La crise anglaise de 1720 démontre aussi ce propos. Cf Carswell.J : « The South Sea Bubble » London. The Cresset Press. MCMLX. P 314.

sociale et culturelle le rendent nécessaire, non seulement à lui-même, mais aussi à ce premier monde de l'économie rentière.

La principale source de fragilité du capitalisme marchand est ici. La bourse est le lieu de cette ambiguïté nécessaire. Elle n'est pas un marché. Au contraire, elle répond aux besoins financiers des grandes compagnies de monopole. Elle est l'âme de l'économie de rente. Mais elle ne peut plus être que cela.

Entre l'espace politique toujours instable mais dominant auquel les compagnies doivent leur monopole et un public épargnant à conquérir si l'on veut répondre aux immenses exigences financières du commerce au loin, il faut savoir garantir la liquidité des actifs financiers.

Espérer préserver celle-ci ne peut se produire que si une liberté de transaction complète fondée sur des garanties légales est accordée aux porteurs de titres. Seul le marché répond à ces critères. Au risque du « **profit garanti** » -donc de leur existence même- les institutions rentières ne peuvent y consentir.

La double-contrainte financière illustre l'impossible union de la rente et du profit tout autant que, à ce moment historique, leur impossible séparation<sup>288</sup>.

Il faut ajouter le rôle que l'espace politique<sup>289</sup> joue dans cette partition. Ses difficultés de financement restent de même nature qu'à l'époque médiévale. Il peut cependant, lui aussi, orienter le paradoxe de l'espace économique à son profit en suscitant l'apparition d'un marché lorsque le besoin s'en fait sentir.

L'ensemble de ces éléments issus de la double-contrainte financière initiale offre des formes de fragilité financière diversifiées.

- Lorsque l'économie de rente reste capable de contraindre en son sein les normes de marché, celles-ci parviennent à s'exprimer de manière simplement limitée.

La crise de 1609 et l'action d'un personnage comme Issac Le Maire illustre bien la volonté de briser les institutions de la Compagnies des Indes et le système rentier pour développer le profit spéculatif. La crise reste cependant un run sur la Compagnie sans dépasser ce cadre.

La crise de 1636-37 exprime également cette capacité de l'économie rentière à comprimer le marché. Celui-ci se développe néanmoins en rupture avec les institutions traditionnelles. Dans ce cas également, les conséquences, quoique spectaculaires, ne dépassent pas le cadre d'une activité particulière liée au commerce des tulipes.

- Par contre, lorsque les institutions pourtant garantes du système rentier – ici l'espace politique- stimule l'émergence d'un marché, l'instabilité financière s'élargit. La crise

<sup>288</sup> On pourrait oser, ici, un parallèle historique avec l'économie centralement planifiée du XX<sup>e</sup> siècle. Si l'on admet que celle-ci correspond à la domination d'un caste bureaucratique extrayant une rente sur la société, on peut relire l'histoire des relations tourmentées entre plan et ouverture au marché du monde dit socialiste (communisme de guerre, NEP, planification stalinienne, dégel, ère Brejnev, perestroïka) à travers ce paradoxe.

<sup>289</sup> Car il appartient à l'économie de rente et doit pourtant agir en extériorité.

obligatoire de 1672 à Amsterdam ou les « **débordements** » de la rue Quincampoix en 1720 indiquent bien, derrière une forme nouvelle de fragilité propre à ces marchés naissants, le risque de désagrégation dont l'économie de rente est la cible.

## CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE DES FORMES VARIEES MAIS UNE MÊME NATURE DE LA FRAGILITE FINANCIERE

De l'ordre productif médiéval à la fin de celui du capitalisme marchand, les formes de la fragilité financière se sont profondément modifiées. Ces transformations progressives ont épousé les changements économiques, politiques et sociaux des époques considérées ici.

Au Moyen-Age, l'espace économique et financier, régulé de manière corporative, se protège des déséquilibres financiers par l'organisation hiérarchisée et rigide des foires de change.

C'est l'instabilité de l'espace politique qui implique l'activité économique dans la crise financière. Celle-ci prend, de manière inévitable, la forme de banqueroute d'Etat et de faillite des compagnies financières.

L'alliance inévitable du prince et de la haute finance, empreinte de connivences et d'affrontements, illustre le fait que l'équilibre habituel de l'espace économique ne peut subsister que s'il accepte de porter les risques inhérents aux soubresauts de l'espace politique.

Ne pouvant éviter de se soumettre à l'aléa du politique, les compagnies commerciales et financières parviennent à y trouver l'opportunité de poursuivre leur enrichissement.

Dés la fin de la Renaissance, le basculement géopolitique de l'Europe vers le Nord-Ouest, l'avènement du commerce au loin, le déclin des foires et la mise en place des premières bourses de marchandises vont modifier de manière décisive la condition des ruptures financières.

Au côté d'une organisation économique vivace, conservant la plus grande partie de ses traits médiévaux, va apparaître l'ébauche d'un marché financier émergent, toujours remis en cause, souvent instrument, jamais dominant, à aucun moment régulateur, mais toujours prêt à resurgir.

Dés lors, la fragilité financière connaît de nouvelles formes. Au sein de l'espace économique, coexistent, s'opposent et parfois s'interpénètrent, l'espace de la concurrence (celui du marché spéculatif) et l'espace du règlement (celui de l'organisation rentière). Dans le même temps, l'espace politique qui hésite entre soumission au prince et accession au titre de service public, interfère et modifie les relations précédentes.

Pourtant, derrière cette diversité des formes prises par la fragilité financière, on peut retrouver une même structure de double-contraite dans un environnement global qui change.

- Lorsque l'ordre productif ne laisse pas de place au marché, lorsque l'économie corporative et rentière domine, la structure de double-contraite dans laquelle est inscrite la fragilité financière, dépend de la relation complexe nouée entre l'espace politique et l'espace économique.

L'injonction paradoxale définit les décisions et les actes de la communauté des marchands-banquiers : elle ne peut pas reproduire son capital sans la réciprocité avec le prince. Mais elle ne saurait en garantir la valeur et la pérennité pour cette même raison.

- Lorsque l'économie accroît sa dimension et prend la forme du capitalisme marchand, la fragilité financière change de forme et devient plus complexe. Pourtant, c'est toujours une même structure de double-contraite qui la constitue. Simplement, elle engage, cette fois ci, l'espace économique lui-même.

Le système rentier – la bourse traditionnelle et les institutions politiques qui la légitiment – ne peut plus faire face aux nouvelles exigences financières qui lui sont imposées ; il ne peut plus répondre aux conséquences économiques et sociales de la croissance initiée au sortir de l'époque médiévale.

Dés lors, il va être, paradoxalement, contraint pour subsister, de recourir – ou au moins d'accepter- à la naissance de ce même marché à l'état balbutiant et propice à l'instabilité.

Les crises financières des ordres productifs antérieurs au capitalisme productif portent la marque de ce dispositif. Si certaines prennent encore les formes médiévales de la banqueroute, d'autres, dans lesquelles les forces de la concurrence sont déjà significatives, se développent en bulles financières.

Lorsque celles-ci apparaissent -rarement- sur un marché particulier, elles se développent comme des bulles endogènes à ce marché, mais toujours restreintes à celui-ci.

Au contraire, lorsqu'elles mettent en jeu l'espace de concurrence, celui du règlement et l'espace politique, les bulles qui en résultent, recèlent une forte propension à la généralisation par contagion.

Dans ce cas, l'espace politique intervient toujours. A la fois garant mais facteur d'instabilité pour l'espace économique, il ne peut guère s'en différencier complètement.

Cette analyse conduit cependant, à penser que les crises financières préalables à l'ordre du capitalisme productif ne prennent jamais la forme de bulles généralisées endogènes au seul espace économique (si on considère celui-ci abstraction faite des institutions étatiques<sup>290</sup>).

---

<sup>290</sup> Ce qui n'est pas vraiment envisageable sur le plan pratique pour une économie de rente. A ce propos, l'analyse de J.Stewart en est le meilleur exemple (Voir supra).

Celles-ci semblent propres au capitalisme productif à une certaine étape de son développement, lorsqu'il se définit -pour reprendre un thème cher à Polanyi-<sup>291</sup> comme :

**"un système économique commandé, régulé, et orienté par les seuls marchés; la tâche d'assurer l'ordre dans la production et la distribution des biens étant confiée à ce mécanisme autorégulateur".**

Sur le plan financier, cela implique des éléments déjà présents au début du XVIII<sup>e</sup> siècle, comme l'existence de titres cessibles, cotés, mais aussi d'une masse critique de porteurs et la généralisation des « **joint stock companies** » à l'ensemble de l'économie.

A partir de là, un véritable marché financier deviendra capable de se doter de ses propres règles, et pourra se développer en fournissant les bases nouvelles d'une organisation des transactions.

On peut probablement dater une telle innovation de la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle. La naissance du Stock Exchange de Londres organisant, sur une base très limitée<sup>292</sup>, pour la première fois, les transactions au comptant et à terme sur des valeurs industrielles et commerciales, semble être un moment important de ce basculement.

Quoiqu'il en soit, si l'on suit la démarche de W.C.Mitchell<sup>293</sup>, il semble avéré que jusqu'à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, les crises financières généralisées à l'ensemble de l'économie résultent de causes impliquant toutes les institutions.

Au contraire, les crises à caractère endogène au marché, en fait très rares, demeurent toujours restreintes à ce même marché parce que le maintien d'une domination – même chancelante- de l'économie de rente réduit la possibilité de processus de contagion.

Il faut attendre le XIX<sup>e</sup> siècle, pour voir des crises financières embrasser l'ensemble de l'économie et initier des dépressions industrielles généralisées. Curieusement, ce ne sera pas la fragilité de marché qui en sera l'origine, mais plutôt celle d'une institution de financement radicalement nouvelle : la banque d'émission et de crédit.

---

<sup>291</sup> **Polanyi.K** : "La grande transformation" Paris. Gallimard .1983. P 102.

<sup>292</sup> Cf infra. Deuxième partie. Chapitre I.

<sup>293</sup> **Mitchell.W.C**: "Business Cycles : the Problem and its Setting". New York. National Bureau of Economic Research Inc. 1927. P 80 - 81.



# DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE

## INTRODUCTION

A partir de la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, l'emprise bancaire, qui s'affirmera au XIX<sup>e</sup>, va se confirmer et s'étendre. Jusqu'ici, la banque était essentiellement « *banque de change* »<sup>294</sup> facilitant les règlements entre négociants. Au surplus, elle était dépendante des pouvoirs publics dont elle négociait la dette.

Les prêts aux agents privés jouaient encore un rôle négligeable. Ainsi, de 1724 à

<sup>294</sup> "The activity of payment was central to the early banks of deposits. That payment activities were so important to early banks suggests that bank's role as a payment intermediary between buyer and seller may rival their role as financial intermediary between saver and investor." In **Andrews.James, Roberds.Williams** : "Payment Intermediation and the Origins of Banking". Février 1990. Journal of Economic Literature. Classification Code: E58.G21.G28. P 2.

1755, alors que les pouvoirs publics versaient 400000 £ d'intérêt par an à la Banque d'Angleterre, l'escompte et les prêts privés ne correspondaient qu'à 5000£ à 20000 £ annuelles<sup>295</sup>.

Or, précisément, cette situation va évoluer<sup>296</sup> pendant la seconde moitié du XVIII<sup>e</sup> siècle, époque pendant laquelle le portefeuille d'effets privés s'accroît. Il y a véritablement banque, nous dit Braudel<sup>297</sup> :

**« ...lorsque le but principal assigné à l'organisme nouveau combine émission de billets et crédit commercial par escompte de traite ou dépôts et règlements commerciaux par versements et compensation »**

Dans le cas exemplaire de la Banque d'Angleterre, celle-ci se trouve, dès la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, progressivement en position de devenir une véritable banque d'escompte et d'émission<sup>298</sup>.

A deux siècles de distance, dans une autre région, le même phénomène se reproduit –la constitution d'un nouvel ordre productif- à travers l'émergence contemporaine du capitalisme en Asie du Sud-Est.

Comme l'émergence de la révolution industrielle au milieu du XVIII<sup>e</sup> siècle en Occident, celle-ci va, d'abord, procéder d'un développement du financement bancaire<sup>299</sup>.

Cette émergence doit être, en effet, comprise comme un phénomène distinct de la seule croissance. Elle implique d'abord la constitution d'un appareil productif national qui focalise progressivement toute l'activité économique du pays<sup>300</sup>.

Au XVIII<sup>e</sup> siècle, la tentative de passage d'une conception régaliennne de l'Etat à une conception de service public de la monnaie – quoique souvent en échec- favorise néanmoins ce processus tout en acclimatant les populations aux nouveaux moyens de

<sup>295</sup> « De plus, le marché des capitaux est très largement dominé au XVIII<sup>e</sup> siècle par un emprunteur privilégié, l'Etat ».in **Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L** : « A la recherche d'un âge d'or des marchés financiers ». Cahiers d'Economie Politique n°18. P 37. 1990.

<sup>296</sup> Dans le cas anglais.

<sup>297</sup> **Braudel.F, Labrousse.E** : « Histoire économique et sociale de la France. PUF. Paris. 1979. P 301.

<sup>298</sup> « Les revenus provenant de l'escompte et de prêts aux personnes privées ne se montaient qu'à 68000 £ pendant la décennie 1738-1747 ; ils atteignent 157000 £ durant la décennie 1788-1797. » in **Bichot.J** : « Huit siècles de monétarisations » Economica. 1984. P 135.

<sup>299</sup> En ce qui concerne l'Europe, cela correspond à l'émergence du capital manufacturier sous sa forme concurrentielle puis libérale. Cf. **Dockés.P** : op.cité P 86. L'unité de cette période pourrait être vue comme l'irruption de la rationalité en finalité et son corollaire le démantèlement des institutions protectrices de la société.

<sup>300</sup> Cette définition clairement restrictive de la notion d'émergence explique que l'analyse de la crise financière de l'Asie du Sud-Est trouve sa place dans cette réflexion, alors que les bouleversements financiers contemporains tels que ceux survenus en Russie ou en Argentine ne soient pas évoqués. L'insistance sur le caractère national de la révolution industrielle explique également les raisons pour lesquels l'existence d'un système international de financement ne sera évoqué que marginalement dans cette thèse.

paiement.

Au regard de l'essor de la production, l'économie requiert un volume de moyens de paiement sans commune mesure avec la période précédente. L'insuffisance de production de monnaie métallique et la limitation de la création de monnaie fiduciaire vont donner une place prépondérante au crédit bancaire <sup>301</sup>.

La question essentielle du financement de l'activité aurait pu se poser en terme de marchés financiers <sup>302</sup>. Cette solution aurait semblé d'autant plus réaliste que ceux-ci, sous une forme certes inachevée, préexistent comme nous l'avons souligné dans la partie précédente.

On peut donc s'interroger sur fait que c'est pourtant la banque qui va assurer le financement du capitalisme émergent.

Lorsqu'un agent économique dispose d'un bon crédit, il peut emprunter sans diminuer la liquidité du prêteur. Cette maxime bien connue de J.Hicks <sup>303</sup> permet d'amorcer la réflexion concernant le problème du financement au moment du processus d'émergence.

Alors qu'aux époques précédentes, le système économique s'appuyait sur une communauté marchande restreinte, la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle voit celle-ci s'élargir sur la base du développement économique.

Si la liquidité des créanciers dépend de la notoriété des débiteurs, ceux, sans grande notoriété, se trouvent exprimer un besoin auquel aucune institution existante ne peut répondre de manière satisfaisante <sup>304</sup>.

Comme nous allons le développer à propos du capitalisme émergent d'hier et d'aujourd'hui, l'avantage de la banque sur le marché apparaît en relation avec un contexte marqué par un accroissement des asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs.

Les entrepreneurs disposent d'une information privée sur la rentabilité et sur le risque des projets qu'ils souhaitent mettre en œuvre, mais ils ne disposent pas des moyens monétaires. En sens inverse, les prêteurs, disposants de ces ressources, n'ont pas un accès direct à cette information privée.

L'existence de ces asymétries d'information empêche une allocation optimale des ressources parce que le marché est entaché d'imperfection <sup>305</sup>. La banque, par sa capacité de sélection et de supervision va apparaître comme l'institution la plus

<sup>301</sup> **Sédillot René** : « Histoire des marchands et des marchés » Fayard. Paris. P 370. 1964.

<sup>302</sup> L'expérience a été, plusieurs fois, tentée aux XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècles.

<sup>303</sup> **Hicks.J.**: « A Suggestion for Simplifying the Theory of Money" *Economica*. 1935.

<sup>304</sup> « A bill drawn by one obscure man to another was hardly likely to circulate or to be discounted at a low rate" in **Ashton.T.S.**: "Economic Fluctuations in England, 1700-1800". Oxford. At The Clarendon Press. 1959. P 107.

<sup>305</sup> Nous en avons vu les conséquences dans l'ordre productif précédent. Cf infra Conclusion de la premièrepartie.

appropriée pour répondre à ce problème. Le marché financier ne dispose pas, à cette étape d'émergence, d'une telle capacité :

- Soit, dans le cas de la première émergence en Angleterre, parce que l'information sur les nouvelles entreprises, rendue publique par le marché, constitue une externalité préjudiciable à la croissance ;
- Soit, dans le cas des révolutions industrielles tardives du XIX<sup>e</sup> siècle (Allemagne et Japon) et de la fin du XX<sup>e</sup> (Asie du Sud-Est), parce que le marché n'est pas apte à créer une coordination optimale entre les agents et donc à susciter des externalités positives, ce qui limite là également la croissance.

**\* Nous nous efforcerons, dans le premier chapitre, en privilégiant une démarche appuyée sur la théorie des asymétries d'information, d'expliquer pour quelles raisons, le capitalisme émergent est toujours constitué, de manière dominante sur le plan du financement, d'un système de crédit fondé sur la banque.**

Le plein développement d'un système de financement fondé sur les marchés de capitaux ne pourra apparaître que plus tardivement, à partir du moment où celui-ci sera devenu apte à permettre aux agents de traiter de manière plus efficace leur problème d'asymétrie d'information.

Pour cela, l'action de l'Etat restera décisive en particulier sur le plan réglementaire. Cette activité légale des pouvoirs publics ne répond pas seulement à une recherche d'optimalité des procédures de financement mais largement à l'action des entreprises industrielles et des emprunteurs en général, soucieux d'éviter un accroissement de la puissance des banques susceptibles de dominer l'ensemble de l'appareil productif.

Elle est donc aussi la résultante d'actions visant à limiter le pouvoir des banques par celui du marché. On retrouve là aussi, l'ambiguïté des relations entre l'espace politique et l'espace financier sous ses différentes formes, celle du marché et celle de l'organisation.

Le fait que le capitalisme émergent se structure autour du financement par le crédit bancaire suggère que la fragilité financière majeure de cette époque pourrait être caractérisée par une fragilité bancaire d'intermédiation, qui est, à ce moment là, fondamentalement une fragilité bancaire côté passif. C'est une telle hypothèse que nous nous efforcerons de valider.

Cette démarche implique de montrer que la forme typique prise par la crise financière du capitalisme émergent, comme conséquence de cette fragilité spécifique, est celle de la panique bancaire. Les conditions formelles de celle-ci pourront être définies de la manière suivante :

**« Une panique bancaire se produit lorsque les détenteurs de dettes bancaires ou de nombreuses banques dans le système bancaire demande soudainement que des banques convertissent leurs titres de dettes en liquidité (au pair) dans une telle proportion que les banques suspendent la convertibilité de leurs dettes en liquidité ou (...) agissent collectivement pour éviter la suspension de convertibilité en émettant des certificats de prêts par l'intermédiaire d'une clearing house »<sup>306</sup>**

Nous formerons l'hypothèse que cette fragilité financière spécifique de nature

**bancaire caractérise toutes les phases d'émergence du capitalisme productif d'hier et d'aujourd'hui.**

\* Dans un second chapitre, nous étudierons l'émergence du capitalisme productif en Asie du Sud-Est à travers le prisme de la crise financière de 1997.

- Après avoir rappelé le rôle de la banque dans le cadre de la relation principal-agent nous nous efforcerons de démontrer que l'émergence de cet ordre productif en Asie du Sud-Est est marquée par un problème structurel d'asymétrie d'information induisant un haut niveau de hasard moral.
- Nous montrerons, sur le plan théorique, que celui-ci induit une fragilité bancaire tant du côté prêteurs que du côté emprunteurs.
- Enfin, après avoir discuté la validité d'autres sources éventuelles de fragilité, nous montrerons la place qu'a occupé celle-ci dans le mécanisme de contagion propre à la « crise asiatique » de 1997.

**\* Puis remontant dans l'histoire du capitalisme productif, dans un dernier chapitre, nous analyserons les conditions financières de l'émergence du capitalisme « classique » au XIX<sup>e</sup> siècle en nous centrant plus particulièrement sur le cas américain.**

- Après nous être efforcé de repérer les indices de cette fragilité, nous discuterons des outils théoriques les plus aptes à l'interpréter.
- Puis, en étudiant l'ensemble des phases de pré-paniques du système bancaire américain à cette époque, nous suggérerons la validité d'une analyse en terme d'asymétrie d'information.
- Enfin, nous mettront en évidence le rôle de la faiblesse de l'action collective en particulier en ce qui concerne l'action légale pour expliquer les conditions dans lesquelles se développe la structure propre de la fragilité financière du capitalisme classique.

**Finalement, nous concluons en suggérant que pour ces deux périodes d'émergence, il s'agit bien d'un même type de fragilité bancaire, structurée comme double-contrainte, qui fournit l'explication de l'instabilité financière de cet ordre productif en devenir.**

## **CHAPITRE I CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT ET NOUVEAU MODE DE FINANCEMENT DE**

<sup>306</sup> *«A banking panic occurs when banks debt holders at all or many banks in the banking system suddenly demand that banks convert their debts claims into cash (at par) to such an extent that the banks suspend convertibility of their debt into cash or,(...) act collectively to avoid suspension of convertibility by issuing clearing houses loans certificates" in Calomiris.C.W, Gorton.G: Op.Cité P 112.*

## L'ACTIVITE

La fin de l'ordre productif du capitalisme marchand et l'émergence d'un nouvel ordre celui du capitalisme manufacturier introduit en matière de financement une discontinuité inattendue au moins en ce qui concerne la capitalisme « *classique* » occidental.

Nous avons, en effet, pu constater combien l'une des difficultés primordiales de la bourse de commerce –à travers la naissance à la fois redoutée et pourtant recherchée d'un marché financier- s'inscrivait dans la dynamique de l'ordre productif précédent.

On aurait pu penser qu'une institutionnalisation de ce marché financier -inexistante auparavant- aurait permis à celui-ci de devenir le vecteur essentiel du mode de financement du capitalisme manufacturier.

Pourtant, celui-ci, sans disparaître, va jouer un rôle marginal en matière de financement des entreprises<sup>307</sup>, pour se cantonner à être une ressource contribuant à l'action du secteur public.

Par contre, la banque, dans sa fonction de crédit à l'économie, va prendre toute sa dimension dans les pays de révolution industrielle ancienne comme la Grande-Bretagne, dans les pays de révolution industrielle tardive comme l'Allemagne mais aussi dans les pays émergents contemporains comme ceux du Sud-Est Asiatique.

Expliciter les raisons d cette discontinuité et ainsi éclairer les causes de la domination du financement bancaire dans cette phase de développement du capitalisme productif va être au cœur de la réflexion de ce premier chapitre.

Pour ce faire nous analyserons la situation d'émergence dans trois situations (celles de la Grande-Bretagne, de l'Allemagne et de la Thaïlande) présentant des différences notables et qui pourtant adoptent de manière indiscutable un mode de financement essentiellement axé sur le crédit bancaire.

En adoptant une progression chronologique, nous proposons d'entreprendre la démarche suivante en émettant l'hypothèse que ce type de financement à dominante bancaire trouve sa source dans une structure d'information très fortement asymétrique en matière de relation financière:

Lorsque la révolution industrielle est précoce -c'est le cas de la Grande-Bretagne- la relation prêteurs-emprunteurs est entachée d'un important problème de hasard moral puisque le système d'information reste déficient. Cela induit un niveau élevé des coût d'agence que seule la compétence bancaire est susceptible de lever. Mais surtout, l'expérimentation serait rendue impossible si la relation prêteurs-emprunteurs était direct puisque dans ce cas, les signaux émis étant connaissance commune, cela reviendrait pour l'innovateur à supporter un problème de passager clandestin. En se substituant au marché, la banque instaure une relation bilatérale avec

---

<sup>307</sup> Quoique de manière partielle pour les principales d'entre elles.

l'emprunteur/innovateur lui permettant de mener à terme une expérimentation que le marché lui aurait interdit.

- Dans le cas des révolutions industrielles plus tardives -comme en Allemagne- notre analyse nous amènera à considérer que ce n'est plus l'expérimentation qui justifie l'intervention bancaire. C'est plutôt, ici, la faiblesse des externalités produites par un système productif encore embryonnaire qui induit une absence de complémentarité entre les firmes et pénalise ainsi l'incitation à investir. L'institution la plus apte à produire de la coordination va s'avérer être la banque qui dans le cadre de ses opérations de supervision va offrir des opportunités d'interactions que saisiront les firmes dans le cadre du processus de rattrapage.
- Enfin, dans le cas de l'émergence contemporaine -c'est le cas de la Thaïlande- nous montrerons que le financement bancaire répond à des exigences proches de celles des révolutions industrielles tardives du XIX<sup>e</sup> siècle. Il s'en différencie néanmoins par la place qu'occupe l'Etat dans ce processus puisque dans le cas de la Thaïlande -comme dans l'ensemble des pays de l'Asie du Sud-Est la forme de légitimité qui y est assumée s'avérera en matière financière en particulier assez largement éloignée de celle en vigueur en Allemagne au siècle dernier.

## 1- BANQUES SPECIALISEES ET REVOLUTION INDUSTRIELLE : LA SPECIFICITE ANGLAISE

---

La particularité du financement de l'activité industrielle en Grande-Bretagne tient dans un paradoxe mis en lumière par de nombreux historiens de l'économie parmi lesquels Postan<sup>308</sup>, Pollard<sup>309</sup> et Pressnell<sup>310</sup>.

Ainsi bien que la Grande-Bretagne ait mis en place entre 1688 et 1756 une véritable «révolution financière», il semble avéré que les instruments qui en résultèrent furent ignorés par les secteurs dominants la première révolution industrielle anglaise (textile, métallurgie, charbon, machine à vapeur).

Pourtant, les éléments constitutifs de cette révolution financière semblaient éminemment modernes. Outre la création de la «**Bank of England**» en 1694, c'est la conception même du financement de l'Etat qui se trouve bouleversée dès la Révolution de 1688.

<sup>308</sup> **Postan M.M.**: « Recent Trends in the Accumulation of Capital ». Economic History Review. 1st Series. 1935. P 1-12.

<sup>309</sup> **Pollard.S.**: « Fixed Capital in the Industrial Revolution ». Journal of Economic History 24.1963. P 299-314.

<sup>310</sup> « More fundamentally, it seems [...] that the saving classes of the community in the first half of the eighteenth century were primarily interested either in fixed-interest securities or in the purely speculative chances offered by government lotteries. The rudimentary state of contemporary business organisation precluded the offer to the investing public of many safe shares or debentures, and speculative ambitions were an impracticable source of long-term finance for business purposes. In consequence, investors tended to put their money into land or government securities. ». In Pressnell LS: « Country banking in the Industrial Revolution ». Oxford. 1960.

A cette époque, l'Etat commença à prendre sa dimension de service public et restructura une dette évoluant du court terme au moyen terme grâce au développement d'un marché financier calqué sur celui d'Amsterdam.

Outre les titres de la dette publique, ce nouveau marché permit les transactions et la spéculation sur les actions des grandes compagnies commerciales de monopole comme la « **South Sea Company** ».

Insistant sur l'absence de titres représentatifs de la propriété industrielle, P.G.M.Dickson en propose l'explication suivante<sup>311</sup> :

**« Plus fondamentalement, il semble que les classes épargnantes de la communauté dans la première moitié du XVIII<sup>e</sup> siècle étaient prioritairement intéressées soit par des rentes à taux fixe soit par les opérations purement spéculatives offertes par les loteries gouvernementales. Le caractère rudimentaire de l'organisation empêcha l'offre aux épargnants de titres sûrs et les ambitions spéculatives furent une source d'obstacles pour les besoins de financement de long terme des entreprises. En conséquence, les épargnants eurent tendance à placer leurs fonds dans le secteur foncier et les bons d'Etat ».**

S'il semble clair que « **l'esprit du capitalisme** » n'a pas encore totalement pénétré les consciences au début du XVIII<sup>e</sup> siècle, il demeure néanmoins difficile d'évoquer cet argument à la fin de ce même siècle. Pourtant, comme en atteste R.Floud et D.McCloskey<sup>312</sup>, l'absence de cotation des titres industriels reste la norme sur le marché financier londonien. Afin d'élucider le paradoxe, Pressnell, Postan et Pollard vont proposer une thèse devenue classique. Selon eux, les innovations financières ne sont pas nécessaires pour les premières entreprises constituant les industries motrices de la première Révolution Industrielle.

En effet, le coût du capital fixe requis, pour permettre l'innovation technologique apparaissant au milieu du XVIII<sup>e</sup> siècle, demeure très faible par rapport au coût impliqué par le capital circulant notamment les matières premières, les stocks et les crédits clients.

Contrairement à une idée reçue, les premières entreprises fonctionnent avec un capital fixe tout à fait restreint. Une des caractéristiques de la croissance en cette fin du siècle est, en effet, la relative simplicité des techniques productives.

Il semble, si l'on en croit F.Cochet et G.Henry<sup>313</sup>, que les fabriques les plus capitalisées n'ont qu'une fraction relativement faible de leurs actifs sous forme de capital fixe: 10 à 15% pour les brasseries, 15 à 35% pour les filatures. Plus tard seulement, avec l'avènement de la métallurgie, cette fraction dépassera les 50%. Pour E.J.Hobsbawm<sup>314</sup> également, la formation brut du capital fixe n'a jamais dépassé 7% du revenu national au début du XIX<sup>e</sup> siècle.

<sup>311</sup> **Dickson P.G.M.**: « The Financial Revolution in England ». Macmillan. Saint Martin's Press. New York. 1967. P 489.

<sup>312</sup> **Floud R, McCloskey D**: « The Economic History of Britain since 1700 ». Vol. I: 1700-1860. Cambridge University Press. 1994. P 151.

<sup>313</sup> **Cochet F, Henry G M**: « Les révolutions industrielles, processus historiques, développement économique » Ed Armand Colin. Paris. 1995. P 278.

Il faudra attendre 1830 et l'apparition de la machine à filer le coton pour qu'une industrie détienne la majorité de ses actifs sous forme de capital fixe. A ce moment là seulement, la formation brute de capital fixe excédera les 10%. Par conséquent, dans cette première période celle-ci pourra être facilement autofinancée par les profits, très élevés, retirés d'une activité en pleine croissance. En ce qui concerne le capital circulant, l'endettement de court terme étant suffisant, il sera obtenu grâce à l'activité des «Country Banks ». Celles-ci, alors qu'elles n'existaient pas en 1750, connaîtront grâce à cette activité, une rapide croissance dans la seconde partie du siècle, passant de 100 en 1775 à 600 en 1825.

De petite taille puisqu'elles disposaient d'un capital qui en moyenne ne dépassait pas 10000£, elles proposaient leur service dans trois domaines spécifiques. Tout d'abord, elles procuraient des facilités de paiement dans leurs régions respectives et de celles-ci vers Londres. Ensuite, elles recevaient d'épargnants locaux des dépôts qu'elles utilisaient pour acheter des « Inlands Bills » et pour fournir des crédits à court terme aux entrepreneurs locaux. Enfin, elles émettaient des «notes» utilisées localement comme moyen de paiement. Comme le résume Pressnell <sup>315</sup> :

**« Elles remplissaient la fonction d'intervention sur le plan local entre les épargnants (les propriétaires fonciers) et les investisseurs (les artisans et les manufacturiers) plus largement que pouvaient habituellement le faire des agents dotés d'un nombre limité de contacts comme les notaires et les avoués ».**

Après l'Acte de 1826, leur transformation en « **joint-stock bank** » permit un essor encore plus rapide ; elles dépassèrent le nombre de 1100 en 1838.

Au total, l'hypothèse des trois auteurs semble rendre compte de manière pertinente du rôle de la banque dans le financement des entreprises de la première révolution industrielle. Il reste cependant qu'elle n'explique pas totalement les raisons pour lesquelles le recours au marché financier ne s'est pas produit. La faiblesse quantitative du capital fixe dans les actifs de l'entreprise plaide peut-être en faveur d'une moindre place du marché financier. Il reste néanmoins essentiel d'en expliciter les fondements.

Le raisonnement vaut d'ailleurs pour le financement du capital circulant, celui-ci ne parvenant pas à faire l'objet d'une transaction de marché et nécessitant l'action régulière de la « **Country Bank** ». Cette question est d'autant plus cruciale que comme l'ont montré les recherches récentes, l'épargne abonde en ce début de révolution industrielle.

D'une certaine manière, P.Deane <sup>316</sup>, dans son ouvrage sur le rôle du capital dans la Révolution Industrielle pose ce problème en considérant que dans la mesure où la question du capital n'a jamais entraîné de difficultés rédhibitoires pour la croissance, il

<sup>314</sup> **Hobsbawn E J** : « Histoire économique et sociale de la Grande-Bretagne » Tome 2. De la révolution industrielle à nos jours. Ed du Seuil. Coll. "l'univers historique". Paris. 1968. P 68.

<sup>315</sup> « They provided a more general intermediation function in a local area between the savers (e.g. agricultural landlords) and investors (e.g. artisanal manufacturers ) than could typically be provided by individuals with a limited range of contacts, such as scriveners and attorneys».Op Cité. P 115.

<sup>316</sup> **Deane.P**: « The Role of Capital in the Industrial Revolution ». Exploration in Economic History. X, 2. P 364.

serait **« intéressant de savoir le mécanisme par lequel l'épargne a été divertie, attirée ou adaptée des secteurs traditionnels aux secteurs modernes »**.

Pour répondre à une telle question, il est nécessaire dans un premier temps de revenir sur la question centrale de l'Etat. La **« Glorious Revolution »** de 1688 introduisit un nouveau concept d'Etat : indépendant du Prince, il s'inscrivit à ce moment dans une démarche de service public. Deux traits, essentiels pour notre propos, émergent de cette évolution.

- En premier lieu, le vieux cadre réglementaire et interventionniste tend progressivement à s'estomper au profit d'un «laisser faire » de plus en plus affirmé.
- En second lieu, l'Etat devient le garant de la monnaie, celle-ci cessant d'être la chose du Prince.

**Pour montrer en quoi ces deux traits sont décisifs afin de comprendre la place que la banque va occuper dans le capitalisme émergent et ses crises financières, il est nécessaire d'en préciser les contours. Concernant le premier trait, Floud et McCloskey<sup>317</sup> interprètent ainsi le sens général de cette évolution :**

**« Après 1668, l'Etat anglais favorisa largement le développement des marchés en abrogeant les statuts restrictifs et en encourageant la justice à négliger l'application des éléments de la « common law » qui empêchaient les échanges privés et l'initiative. Entre 1688 et 1815, le laisser faire devint une idéologie de plus en plus attractive et une stratégie politique pour la croissance économique parce qu'une base viable dans la loi et les comportements favorables à une économie de marché était déjà en place avant la restauration ».**

Cependant, en analysant de plus près, il semble bien que les conditions de la croissance économique aient pu être freinées par l'incapacité de l'Etat hanovrien à procurer des conditions légales et réglementaires suffisantes pour promouvoir le marché et notamment le marché financier.

Les auteurs cités ci-dessus en indiquent divers exemples dont l'influence sur les modes de financement des entreprises ne peut être ignorée. Ainsi, la manière d'envisager le droit des contrats et les conditions juridiques de l'insolvabilité est symptomatique à cet égard.

Dans les époques précédentes, nous l'avons vu, les hommes d'affaires, en Angleterre comme ailleurs, préféraient n'utiliser que rarement les cours de justice royale au profit de juridictions corporatives : celles-ci traitaient des cas de fraudes, d'impayés et de rupture de contrats d'une manière moins onéreuse plus rapide et plus consensuelle.

Lorsque ce type de juridiction tomba progressivement en désuétude en liaison avec la naissance du marché sous sa forme moderne, l'Etat parvint mal à construire une

---

<sup>317</sup> « After 1668 the English state assisted in the development of markets largely by repealing restrictive statutes or by encouraging the courts to neglect the enforcement of those areas of the common law which had hindered private exchanges and initiatives. Between 1688 and 1815 laissez-faire proved to be increasingly attractive as an ideology and as a political strategy for economic growth because a viable basis in law and behavior for a market economy was already in place before the Restoration » Op. Cité. P 229.

légalité permettant le respect des droits de manière indiscutable tout en respectant une certaine efficacité du marché.

La loi sur les contrats qui en résulta diffère à l'évidence du droit contemporain. Ce dernier est en effet construit sur un réseau d'engagements mutuels permettant aux pénalités d'être mises en relation avec les anticipations non réalisées par les débiteurs.

Au contraire, les droits des contractants en cette fin de XVIII<sup>e</sup> siècle insiste toujours sur l'aspect déloyal et frauduleux des situations de défaut<sup>318</sup> :

**« Les lois anglaises continuèrent d'être basées sur l'hypothèse expliquée dans le préambule des statuts que l'insolvabilité et la faillite résultaient non pas de pertes ou d'inévitables revers de fortune mais plutôt d'une intention de frauder et d'empêcher le créancier de recevoir son dû ».**

C'est la raison pour laquelle la loi traite avec une telle brutalité les débiteurs défaillants. Nous retrouvons ici, le thème fameux d'Emile Durkheim opposant les sociétés traditionnelles de « **droit répressif** » et les sociétés modernes de « **droit restitutif** »<sup>319</sup>.

**On comprend qu'un tel cadre institutionnel freine et réduise l'extension des réseaux de dettes et du crédit. Il limite la prise de risque inhérente à la fonction d'entrepreneur dont la croissance économique dépend.**

Lorsque ces anciens mode de coordination des agents disparurent, ils ne furent pas remplacés par l'action de l'Etat ou l'apparition de marchés efficaces. Aussi, les transactions se déroulèrent-elles dans un contexte marqué par de fortes asymétries d'information.

On comprend, à partir de là, à quelle nécessité répond l'apparition et le développement d'une institution bancaire capable de contrôler et de produire de l'information, en un mot de « **réduire l'incertitude** ».

C'est dans un esprit analogue que nous pouvons aborder la question du marché financier. Dès le XVI<sup>e</sup> siècle, les sociétés par actions connurent, dans le domaine commercial, un fort développement. Cela permit aux agents économiques impliqués de diversifier leur portefeuille et d'allouer de manière plus efficace les fonds prêtables entre secteurs et entre régions. Cependant, comme nous l'avons souligné dans la partie précédente, l'absence d'institutionnalisation de marché financier en formation provoqua l'éclatement de la « South Sea Bubble » en 1720.

Le parlement anglais constitué de « **landowners** » hostiles à toute forme de propriété autre que directe et familiale décida par le Bubble Act (1720) puis le Barnard Act (1750) de mettre en place des obstacles légaux à la mise en œuvre d'un marché des titres plus étendu.

Au lieu de construire un cadre légal permettant de protéger les actionnaires et de

<sup>318</sup> « English laws continued to be based on an assumption, spelled out in preambles to the statutes, that insolvency and bankruptcy were caused « not so much by reasons of losses and unavoidable misfortunes » but rather by an « intend to defraud and hinder creditors of their just debts and duties to them due and owing » Op. Cité. P 231.

<sup>319</sup> **Durkheim.E** : "De la division du travail social" 1893. PUF. 1991.

renforcer les avantages des sociétés anonymes, le Parlement profita des épisodes spéculatifs pour ériger des barrières législatives à l'encontre de cette forme de propriété. Seuls quelques firmes incluant le secteur des transport, du commerce et des titres de la dette publique bénéficièrent du privilège propre aux « *incorporated firms* ».

Au total, jusqu'en 1825 peu d'entreprises purent obtenir ce privilège et celles qui passèrent outre à travers un type d'organisation, situées en dehors de la loi, ne purent développer leurs activités puisque aucune réglementation ne protégeait plus les actionnaires contre les éventuelles fraudes ou les erreurs de management. Longtemps ce type de régulation persista, si bien que <sup>320</sup> :

**« L'ensemble du système économique reposait sur un monceau de lois particulières qui ne fut pas mis en ordre avant l'extrême fin du XIX<sup>e</sup> siècle »**

**Le second trait de l'évolution concerne la gestion publique de la monnaie métallique. Celle-ci semble également pouvoir être évoquée pour rendre compte de l'importance de la banque dans le financement du capitalisme anglais émergent.**

Comme nous l'avons déjà vu, les hommes d'affaires anglais expriment le besoin de crédit et de moyens de paiement adaptés pour mettre en œuvre leur capital circulant et leur action commerciale. Leur demande pour des prêts de court terme et pour des liquidités tend évidemment à s'accroître avec le développement de la Révolution Industrielle. Pour faire face à ces besoins, ils utilisent divers types de papiers adaptés (bills of exchange, promissory, bank-notes, chèques...).

Le papier est essentiellement une promesse de paiement à la demande ou à une date spécifiée dans le futur avec un moyen d'échange socialement acceptable. En Europe continentale, ce type de moyen est connu et institutionnalisé depuis des siècles. Au contraire, en Grande-Bretagne les opérations concernant la légalité et la sécurité de ce type de transactions se développent beaucoup plus lentement et les « ***coutumes et pratiques*** » des commerçants ne s'introduisent que lentement dans la common law.

**Par exemple, comparé aux autres pays européens, les tribunaux ne reconnaissent que tardivement (à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle) les règles de la négociabilité des effets de commerce.**

Le problème essentiel repose donc sur la nécessité de sécuriser la conversion d'une promesse de payer entre deux hommes d'affaires de telle manière que les effets puissent circuler aussi librement que la liquidité.

De fait, l'acceptabilité et le statut légal du papier préoccupèrent les tribunaux jusqu'au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle sans que des solutions indiscutables soient trouvées et sans donner corps à un cadre légal dans lequel les intermédiaires financiers auraient pu se développer.

Les principes de laisser-faire alors en vigueur rendirent ainsi hasardeuses les transactions bilatérales portant sur le crédit. Cet exemple de « négligence » sur le plan légal doit être mis en relation avec un autre type de « négligence » portant sur la frappe des monnaies métalliques.

<sup>320</sup> « ...the whole system of business organisation rested upon a mound of case law which was not tidied up until the very end of the nineteenth century » Op. Cité. P 234.

Après la révolution de 1688, on le sait, la frappe des monnaies change de main. Ce bouleversement constitutionnel mit fin aux risques, maintes fois vérifiés, de l'arbitraire royal en matière monétaire. Mais la responsabilité parlementaire s'exerça dans une direction toute particulière qui ne fut pas favorable au décollage économique pourtant effectif pendant cette période. En effet, comme le remarque Floud et McCloskey<sup>321</sup> :

**« A aucun moment, durant la révolution industrielle, l'offre de métal, que ce soit du point de vue du volume ou que ce soit du point de vue du nombre de pièces, ne suffit pour répondre aux besoins sans cesse croissant du commerce et des paiements. Les doléances à l'encontre de la rareté des pièces particulièrement pour les commerce de détail et le paiement des salaires sont un thème constant des écrits monétaires du XVIII<sup>e</sup> siècle »**

Ce défaut de frappe n'est pas causé par un quelconque déficit de la balance extérieure puisque au contraire l'expansion du commerce colonial pouvait procurer à l'économie anglaise des réserves de métal suffisantes pour satisfaire la demande par une offre publique adéquate. Il semble plutôt que le mercantilisme propre à un pays commercial encore peu industrialisé ait donné le ton de cette politique monétaire. En tout état de cause, une telle situation ne pouvait que rendre de plus en plus incommode les transactions internes et la situation déflationniste rendre de plus en plus problématique les progrès de la croissance économique.

Le contexte risquait donc de devenir critique pour les entrepreneurs industriels. D'un côté, l'appareil légal garantissait mal les transactions bilatérales portant sur le crédit ; d'un autre côté, la puissance publique par sa politique restrictive limitait drastiquement la liquidité. C'est donc dans le cadre de cette double contrainte qu'allait devoir s'insérer l'action de la banque.

En développant ses propres instruments, elle allait suppléer les insuffisances de la loi et de la politique publique en matière monétaire et financière. Il est d'ailleurs clair qu'entre 1688 et le Bank Charter Act de 1844, l'Etat facilite cette évolution en s'abstenant d'intervenir dans ce domaine bancaire. Sous la forme d'un marché implicite, les banques permettent à l'Etat de satisfaire aux exigences de sa trésorerie.

En contrepartie, elles reçoivent des monopoles, des privilèges commerciaux dont bénéficient ensuite les grandes entreprises. Tout à fait librement les banques purent se créer, attirer des dépôts, émettre des billets et développer leurs affaires sans même avoir à se référer à un statut particulier si ce n'est celui de la Common Law portant sur les contrats et l'insolvabilité dont nous avons vu plus haut la nature.

Répondant au besoin de sécurité des épargnants, aux insuffisances institutionnelles et aux besoins spécifiques des industriels, ce régime de « **Free-Banking** » contrôlant partiellement la monnaie et le crédit à travers des intermédiaires financiers privés échappant à une régulation institutionnelle forte, permit de limiter la mauvaise allocation et même le gaspillage des ressources disponibles pour l'investissement.

---

<sup>321</sup> « At no time during the industrial revolution did the mint supply either the volume or the denominations of coins required to support the ever-expanding needs of trade and payments. Complaints about shortages of coin particularly for retail trade and wage payments are a constant theme of eighteenth-century writings on money ». Ibid. P 235.

L'analyse en terme historique éclaire donc les éléments permettant de justifier l'idée que le financement de la Révolution Industrielle s'est effectué grâce au développement d'un système bancaire appuyé sur des intermédiaires financiers locaux et sans recourir aux ressources qu'aurait pu consentir un marché financier pourtant présent à la même époque.

C'est la nature de la relation entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement qu'il faut donc interroger. En empruntant cette démarche, nous serons obligé de «revisiter » les résultats de l'approche historique.

C'est notamment le cas en ce qui concerne la thèse défendue par Pressnell, Postan et Pollard. Selon ces auteurs, on l'a vu, ce serait essentiellement la faiblesse de la part du capital fixe dans le capital des premières entreprises de Révolution Industrielle qui serait à l'origine de l'absence de relation entre financement industriel et marché financier.

Cependant, outre le fait que le capital circulant peut, sous certaines conditions, être lui-même financé sur le marché financier comme en atteste la pratique des grandes compagnies commerciales dans l'ordre productif du capitalisme marchand (sans parler des pratiques contemporaines), la présence d'un capital fixe non négligeable, quoique faible, pose bien la question d'un financement dont le marché financier aurait pu être le porteur.

**On ne peut en effet prétexter du faible ratio *capital fixe / capital variable* pour en induire l'idée que ce capital fixe ne doit pas être financé sur le marché des capitaux. Autrement dit, la corrélation constatée entre la croissance de ce ratio et l'apparition tardive d'un financement industriel par le marché pourrait bien impliquer des causalités différentes de celles qui ont été envisagées par les auteurs en particulier la mise en jeu de situations d'asymétries d'information.**

Pour cela, il faut revenir sur la situation du marché à partir de 1688 en Angleterre. Celui-ci, nous l'avons vu se caractérise par le plein développement d'un laisser-faire que ne régule véritablement aucune institution. La loi sur les conditions de l'insolvabilité est très incomplète, la législation concernant les contrats protège mal aussi bien le débiteur que le créancier. Quant à l'actionnaire, sa situation n'est à peu près pas prise en compte.

Si l'on ajoute à cela l'existence d'une politique déflationniste qui empêche l'adaptation du volume de liquidité aux besoins de financement de l'activité industrielle, il semble possible d'expliquer l'absence de financement du capital pendant la première Révolution Industrielle par le recours au marché d'une manière différente de celle des historiens.

Pour ce faire, une réflexion à partir du système d'information en vigueur en Angleterre à cette époque et une analyse des conséquences qui en découlent sur les pratiques financières semblent nécessaires. La nature de la relation entre le prêteur et l'emprunteur dépend dans une large mesure de la nature et de l'étendue de l'information disponible.

Dans ce cadre, la théorie des contrats peut être une ressource importante pour éclairer la situation du financement de la première industrialisation en Angleterre. En effet, la relation bilatérale prêteur - emprunteur se situe dans un contexte d'asymétries d'information relativement fort dont nous avons précisé les principaux éléments précédemment.

A partir de là, une analyse en terme de risque moral peut être proposée si l'on se trouve face à une situation où l'une des parties peut agir de façon à léser l'autre, puisque l'une est moins bien informée que l'autre et que les contrats proposés sont nécessairement incomplets.

Dés lors, le risque moral est source d'inefficience <sup>322</sup>. Tout d'abord, il rend plus difficile et aléatoire la réalisation de transactions mutuellement avantageuses par le fait même que celui qui encoure le risque ne possède pas une information suffisante sur son partenaire dont les choix réels ne l'entraînent pas nécessairement à profiter de cette situation.

De plus, le coût élevé des systèmes de surveillance <sup>323</sup> qui doivent être mis en œuvre sont sources de mauvaises allocations des ressources disponibles. Enfin, la partie susceptible de provoquer le risque (ici l'emprunteur) peut ne pas fournir l'effort adéquat puisque rien ne l'incite. Avant même l'acceptation du contrat, lorsque le système d'information est déficient, le risque est susceptible de se produire à partir du moment où les agents les plus porteurs de ce risque cherchent à passer des contrats qui leur seront favorables: il y a alors sélection adverse.

Dans un tel contexte, où le prêteur court le risque d'une non-exécution du contrat et où l'emprunteur peut prendre des risques inconsidérés, le marché financier n'offre que très peu d'opportunités de transactions. La banque peut alors se spécialiser dans la surveillance des risques. On peut la considérer comme en situation de délégation de surveillance de la part de tous les prêteurs auprès de tous les emprunteurs.

La thèse développée par Daron Acemoglu et Fabrizio Zilibotti <sup>324</sup> part bien de cette réalité pour rendre compte du fait que le capitalisme émergent s'accompagne toujours d'un financement externe bancaire initial ; le marché financier ne construisant ses liens avec le secteur industriel que dans un second temps.

Selon ces auteurs, prêter à un industriel pendant une phase de décollage économique est l'occasion de subir un risque moral. Face à cela il est inévitable de supporter des coûts d'agence (en particulier de surveillance) qui dépendent de la structure d'information résultant du stade de développement de l'économie et de la société considérées.

On sait que la réduction des coûts d'agence devient possible à partir du moment où cette structure d'information se modifie et en particulier dans le cas où existent suffisamment de signaux <sup>325</sup> permettant d'interpréter la situation réelle des entreprises industrielles. A partir du moment où les signaux émis viennent valider la croyance des

<sup>322</sup> Selon le critère de Pareto.

<sup>323</sup> Monitoring costs.

<sup>324</sup> **Acemoglu D, Zilibotti F** :« Agency Costs in the Process of Development ». Journal of Economic Literature. February 1996. P 39.

<sup>325</sup> Information ex post.

prêteurs, des contrats peuvent être souscrits.

Mais telle n'est pas la situation pendant une première Révolution Industrielle. Au contraire, dans une telle économie, le nombre des entreprises est tout à fait limité. En conséquence, celles-ci produisent peu d'externalités (c'est à dire de signaux permettant éventuellement de valider le choix des prêteurs).

Il en résulte une faiblesse de l'information ex post dont la conséquence est, bien entendu, le caractère très élevé des coûts d'agence. Le rôle des banques devient alors décisif puisqu'elles seules sont en mesure de répondre à cette défaillance du marché en recueillant l'information sur les entreprises en les surveillant et en produisant des incitations sur les entrepreneurs.

Cette analyse permet de répondre d'une manière différente au paradoxe mis en lumière par Pressnell, Posnan et Pollard. Ceux-ci, considérant la faiblesse du capital fixe des entreprises industrielles, en déduisaient l'impossibilité de liens de financement entre le marché des capitaux et les entreprises.

On peut proposer un autre type d'explication dans lequel la faiblesse du ratio *capital fixe / capital variable* n'est pas causale. Elle n'est que le signe d'un phénomène beaucoup plus important sur le plan des modalités de financement. Elle signifie la faiblesse du nombre d'entreprises industrielles et par-là même, le caractère ténu des externalités sur lesquelles peuvent s'appuyer les prêteurs pour valider leurs prises de décision.

Ce n'est plus alors la croissance du ratio capital fixe / capital circulant qui va expliquer ultérieurement l'apparition d'un marché financier incluant des titres industriels. C'est beaucoup plus le fait que le développement économique et, notamment le passage à une seconde phase de la Révolution Industrielle, signifie un accroissement du nombre des entreprises et de leurs interrelations c'est à dire un accroissement considérable des externalités.

C'est celui-ci qui permet aux prêteurs de s'engager dans une stratégie de placement sur le marché des capitaux. En effet, compte tenu du nombre des projets industriels, l'information devient de bien meilleure qualité ce qui signifie un affaiblissement suffisant des coûts d'information, de transaction et plus généralement des coûts d'agence pour envisager une relation prêteurs – emprunteurs plus directe.

Une telle analyse permet de comprendre également un second paradoxe. On le sait, contrairement à l'idée reçue, l'épargne est abondante au début de la Révolution Industrielle. Cependant, elle ne se place qu'épisodiquement en industrie, préférant la thésaurisation, les placements fonciers et l'achat de titres publics ou semi-publics qui place l'économie dans une situation d'équilibre sous-optimum. La même analyse permet de lever ce paradoxe tout en expliquant la désaffection à l'égard des valeurs ci-dessus citées au milieu du dix-neuvième siècle.

## 2- «BANKS FIRST, STOCK MARKETS LATER », UNE APPROCHE EN TERME D'ASYMETRIES D'INFORMATION

---

Le modèle d'Acemoglu – Zilibotti se construit à partir de la thématique du risque

**moral supporté par les agents dans les situations de production. Les coûts d'agence résultant de la présence de ce risque moral, sont fortement dépendants de la nature de la structure d'information. Plus celle-ci est déficiente, plus les coûts d'agence sont susceptibles de s'élever.**

Il en résulte qu'il est plus aisé de produire des incitations positives dans une structure économique qui développe des signaux suffisamment pertinents pour permettre d'orienter correctement les croyances des acteurs.

La densité de ces signaux provient, en règle générale, de la quantité de projets mis en œuvre par l'économie ainsi que du nombre d'entrepreneurs porteurs de ces projets. Aussi, plus le nombre de projets d'investissement est important, meilleure est l'information disponible.

Cela permet d'expliquer que dans les premiers stades de développement, correspondant aussi bien à ceux de la première Révolution Industrielle en Europe qu'à l'émergence du capitalisme en Asie<sup>326</sup>, le nombre de projets est nécessairement limité et qu'en conséquence la structure de l'information est inadaptée, impliquant par-là même un niveau élevé des coûts d'agence.

De plus, dès lors que l'information créée par un projet est une externalité pour les autres entrepreneurs, le marché demeure non efficient puisqu'il rend l'expérimentation presque impossible. En effet, une expérimentation dans de telles conditions revient à privatiser les coûts supportés par l'expérimentateur tout en socialisant ses gains.

Une telle analyse retrouve d'ailleurs les résultats de l'étude effectuée par Douglas North<sup>327</sup> à propos de la mise en place du mouvement des « **enclosures** » prélude à la Révolution Industrielle anglaise. A partir de là, un système bancaire capable d'expérimenter et de surveiller devient une nécessité pour impulser le financement de l'investissement des entreprises pendant les premiers âges du capitalisme.

## **2-1- Le cadre général du modèle :**

### **Ce modèle s'appuie sur trois caractères dominants :**

- La production requiert des efforts (notés e), sujets au risque moral, de la part des entrepreneurs.
- Des projets différents bénéficient de retours corrélés (en liaison avec les externalités créées).
- Le montant de l'épargne disponible induit le nombre de projets mis en œuvre.

Dans cette économie, l'information est un bien public parce que le prix de marché des titres des différentes entreprises peut être publiquement observé, révélant la performance de chaque projet.

Au contraire, dans le cas où la banque interviendrait, les projets entrepris ne

<sup>326</sup> Cf. infra. Chapitre II.

<sup>327</sup> **North.D.C, Thomas R.P:** « The Rise of the Western World ». Cambridge University Press. 1973.

dévoilent plus nécessairement l'information. Celle-ci n'est donc plus publiquement observée. En conséquence, la présence de la banque dans le processus de financement est la solution la mieux adaptée pour éviter le problème du « *free rider* ».

Ce choix résulte du fait que si le marché financier facilite l'agrégation des informations, il est mal équipé<sup>328</sup> pour les produire et les contrôler.

### 2-2- Les fondements du modèle :

**Les auteurs considèrent une économie à M agents avec deux périodes où la consommation s'effectue en seconde période. Les agents qui décident de devenir entrepreneurs doivent exercer un effort<sup>329</sup>. L'opération de production s'effectue à partir de deux secteurs : l'un n'utilise que le facteur travail et l'autre l'épargne et le travail des entrepreneurs.**

La production dans ce second secteur requiert un projet et un entrepreneur pour transformer l'épargne des travailleurs en output. La fonction de production pour ce secteur dépend de deux variables<sup>330</sup> :

- -Le niveau de l'effort supporté par l'entrepreneur (élevé ou faible).
- L'état de nature («bon » ou «mauvais »).

**Z étant une fonction de production, k le montant de capital, N le nombre d'entrepreneurs,  $\theta$ , une variable aléatoire dont la réalisation dépend de l'effort consenti et de l'état de nature constaté.**

correspond à une situation pour laquelle un haut niveau de retour est constaté. Ce tableau indique qu'un effort élevé accroît le rendement espéré des projets d'une double manière. Il réduit la probabilité de défaut dans les situations négatives et il accroît la probabilité de très hauts retours lorsque l'état de nature est favorable.

<sup>328</sup> Au moins dans les premiers temps de son développement.

<sup>329</sup> Dans une relation entre un mandant et un mandataire, le mandant fait appel à l'efficacité du mandataire en contrepartie du prêt octroyé et cherche donc à ce qu'il fournisse l'effort optimal qu'il est susceptible d'obtenir par une opération de « monitoring ».

<sup>330</sup> Le tableau suivant synthétise la distribution des probabilités conditionnelles de réalisations propre à ce modèle :

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

Etat de nature	Effort	Niveaux de production		
		0	$Zk^{\beta}$	$\tilde{0}Zk^{\beta}$
Bon Prob = p	Elevé	$(1-\pi)$	$\pi - \frac{1}{N}$	$\frac{1}{N}$
	Bas	$(1-\pi)$	$\pi$	0
Mauvais Prob = 1-p	Elevé	$(1-\pi)$	$\pi$	0
	Bas	1	0	0

*Document 1 : Distribution des probabilités conditionnelles de réalisation*

Source : Acemoglu.D, Zilibotti.F Op. Cité P 5.

Sur le marché financier, la réalisation de  $\square$  pour chaque firme pourra être publiquement observée et cette information pourra être utilisée pour former les croyances ultérieures à propos de l'état de nature.

De ce cadre, découlent deux informations essentielles :

- Tout d'abord lorsque le nombre de projets s'accroît -situation correspondant au processus d'émergence du capitalisme productif- l'information concernant l'état de nature sous-jacent, s'améliore.
- Ensuite, le degré de l'effort consenti, élevé ou faible, aura d'importantes conséquences pour ce qui est de la qualité de l'information.

**2-3- Le marché financier et l'équilibre décentralisé :**

**Au début de chaque période, on admet qu'un marché financier s'ouvre et fonctionne sans coûts de transaction. Chaque entrepreneur propose, sur ce marché un contrat déterminant le paiement associé à chaque titre, dans chaque état de nature publiquement observable. Les entrepreneurs choisissent leur degré d'effort après la signature de ce contrat.**

Comme il est possible de vendre les titres sur le marché après la réalisation de l'état de nature et avant le paiement des dividendes, tous les agents peuvent observer le prix de chaque action et à travers lui en inférer la réalisation de.

Le nombre de projets ouverts détermine la quantité d'information publiquement observable. Les contrats dépendent de deux types d'événements : le succès ou l'échec du projet et ce que l'information révèle de l'état de nature. A partir de là, le prix ex post (c'est à dire après la révélation de l'information) de chaque titre, pour chaque état de nature sera :

Où,  $D$  exprime le niveau critique d'épargne disponible pour la firme.  $k_j$  révèle le montant du capital et celui des coûts (ici salariaux).  $f(\cdot)$  représente la fonction de production.  $E$  exprime donc l'espérance de gain selon les états de nature.

**Au cours de l'analyse de cet équilibre décentralisé, le raisonnement d'Acemoglu – Zilibotti s'effectue dans le cadre d'un équilibre bayésien parfait. Comme on le sait, la règle de Bayes permet la mise en relation des croyances et des signaux. Elle indique comment va se modifier l'idée que l'on peut avoir de la réalisation d'un événement en tenant compte d'observations faites à propos de phénomènes en liaison avec cet événement.**

On passe ainsi de probabilités a priori (croyances) à des probabilités a posteriori (c'est à dire après observations). L'équilibre de Bayes se réalise quand les probabilités a priori et a posteriori sont égales. Les croyances des agents sont alors confirmées.

Le modèle procède à l'origine avec  $N$  entrepreneurs, en analysant le cas où projets sont ouverts avec des entrepreneurs exerçant, tous, un effort élevé. Il s'agit alors de déterminer le nombre de projets nécessaire pour que ce type d'effort soit entrepris.

L'ensemble des projets consiste en une proportion  $\alpha$  de projets appartenant à un sous-ensemble  $U_0$  et  $(1-\alpha)$  projets appartenant à  $U_1$ . Le problème de maximisation se pose de la manière suivante pour l'épargnant :

(2)

Où  $s_j$  est le montant de l'épargne investie dans le projet  $j$  ;  $\alpha_j$  étant la probabilité associée à l'état

Si l'on considère maintenant, une situation dans laquelle tous les entrepreneurs offrent le même contrat  $P(\alpha)$  sur le marché - induisant pour chacun un effort élevé - les investisseurs, quant à eux, décident d'investir un montant égal à  $K$  dans chacun des projets.

Le revenu  $\pi$  de l'entrepreneur est conditionné par deux types d'informations : le retour de son propre projet et la possibilité d'observation d'un retour élevé sur les projets. A partir de l'équation (1) et (2), l'utilité de chaque épargnant peut s'écrire:

Cette équation peut s'expliquer de la manière suivante :

Le retour élevé est seulement observé quand l'état sous-jacent est « bon » (probabilité  $p$ ) et que le projet à haut retour est ouvert (probabilité  $n$ ). En conséquence, la probabilité que ce projet soit observé est  $pn$ . Dans ce cas le revenu de l'entrepreneur est .

Alternativement, le taux de retour élevé peut ne pas être observé parce que l'état de nature est « mauvais » (probabilité  $[1-p]$ ) ou parce que l'état est « bon » mais le projet n'a pas été mis en œuvre (probabilité  $p[1-p]$ ). Dans ce cas le revenu de l'entrepreneur est .

Puisque tous les entrepreneurs exercent un effort élevé, dans les deux états de nature, projets réussissent et permettent d'obtenir des dividendes positifs, alors que échouent et ne paient pas de dividende. Enfin, il y a épargnants qui ont investi un montant égal dans projets.

Ce résultat permet de définir les contraintes qui fondent le choix de sa profession par

---

protégé en vertu de la loi du droit d'auteur.

l'entrepreneur puisque son utilité attendue doit être supérieure à  $V(n, K)$ .  $P(\square)$  et  $\square$  sont déterminés en maximisant (3).

Dans un équilibre où tous les entrepreneurs choisissent un effort élevé, chaque entrepreneur reçoit le revenu suivant :

Les épargnants obtiennent un retour égal à :

$B$  peut être interprété comme le coût moyen de l'entrepreneuriat supporté par les épargnants lorsque les projets ont échoué et que les prix du titre diminuent .

Enfin, l'utilité espérée obtenue par tous les agents se monte à :

(6)

représente le coût subi du fait que l'entrepreneur ne donne pas une parfaite assurance puisque n'est pas publiquement observable avec une probabilité  $(1 - pn)$ .

Lorsque  $n$  augmente, le rapport entre le nombre de projets et celui des entrepreneurs s'accroît, la probabilité précédente et les coûts associés tendent à diminuer. Enfin, le fait de choisir l'hypothèse d'effort élevé de la part des entrepreneurs permet d'éliminer les phénomènes d'incertitude agrégée annulant l'effet de l'information sur les coûts d'agence.

Considérant la question du nombre de projets, Acemoglu - Zilibotti partent de l'alternative suivante :

Soit  $A(M-N) \leq ND$ . Dans ce cas, tous les projets ne peuvent pas être ouverts ( $A$  correspond à la productivité du travail). L'expression précédente peut également s'écrire :

Puisque tous ne peuvent être ouverts, la contrainte de ressources devient . Comme l'épargne est, par convention, égale aux revenus salariaux de la période, il en résulte que  $A(M-N) = S$ , qui peut s'écrire :

En définitive :

Soit  $A(M-N) \leq ND$ . Dans ce cas, l'économie pourra ouvrir autant de projets que possible. Cela signifie donc que  $n = 1$  ou  $n = N$ . La contrainte de ressource étant  $NK = S$ , un maximum d'agents peut devenir entrepreneur et  $a(M-N) = W = S$ .

Par conséquent, le maximum de projets peut s'ouvrir lorsque les entrepreneurs adoptent un niveau d'effort élevé. D'autre part, plus le stock d'épargne s'accroît, plus ce nombre de projets peut augmenter. Ce niveau d'épargne détermine donc le nombre de projets mis en œuvre , ce qui permet d'indiquer le niveau d'information publiquement disponible et par suite quel est le coût nécessaire pour induire des incitations positives (les incitations étant fonction inverse de la quantité d'épargne prêtée).

Nous retrouvons donc ici, comme dans l'ensemble des situations d'émergence, l'idée selon laquelle la faiblesse de l'épargne disposée à se placer dans l'activité industrielle au premier moment d'un processus de « *take-off* » induit une faiblesse du nombre de projets mis en œuvre effectivement ( $n$  est « petit »).

Si l'on notela probabilité de découvrir ex post que l'état de nature a été bon compte tenu du fait que l'état actuel est bon. Alors . Autrement dit, le retour pour chaque

épargnant en cas d'effort élevé de l'entrepreneur est croissant avec le niveau d'information disponible.

Puisqu'un effort élevé permet des retours élevés, cela conduit chaque entrepreneur à offrir un contrat promettant ce type d'effort.

En supposant qu'un entrepreneur propose un contrat qui lui offre l'opportunité de choisir un faible effort parce que le taux de retour propre à ce projet serait plus faible que celui d'autres projets, chaque épargnant préférerait investir dans ces autres projets.

### 2-4- Inefficiency et expérimentation :

Après avoir établi les raisons pour lesquelles l'équilibre décentralisé implique de la part des entrepreneurs le choix d'un effort élevé, Acemoglu et Zilibotti considèrent que l'équilibre en résultant n'est pas nécessairement optimum puisque le choix d'un effort faible peut produire des informations différentes de celles obtenues en situation où l'effort est élevé.

C'est ce que montre le tableau précédent: pour le second niveau de production, le succès en cas d'effort « bas » implique en effet un état de nature favorable.

Cette éventualité pousse les auteurs à considérer le choix d'un effort « bas » comme une situation d'expérimentation puisque si ce faible effort n'entraîne qu'un retour limité, il permet néanmoins de découvrir le type de l'état de nature.

Examinant alors le choix d'un planificateur qui chercherait à maximiser la richesse d'un agent en supportant les mêmes contraintes informationnelles que précédemment, à savoir que ni l'état de nature, ni l'effort choisi par les entrepreneurs n'est directement observable, ils énoncent l'ensemble des contrats qui peuvent être proposés aux agents qui décident de devenir entrepreneur :

Soit l'épargne agrégée en situation d'effort élevé. Si  $r$ , le planificateur ne provoquera aucun effort dans  $r$  projets et un effort élevé dans  $r$  projets. Si  $r < DN$ , alors il induira un effort élevé dans les projets ouverts. Enfin, si  $r > DN$ , alors  $N$  projets seront ouverts.

Cela signifie que le planificateur choisit d'expérimenter lorsque l'épargne disponible est faible ; Autrement dit, investir dans des projets où un effort limité est conduit, est équivalent à une opération d'expérimentation puisque cela élève le niveau d'information et donc la probabilité de découvrir l'état de nature.

Nous savons déjà qu'une telle expérimentation n'est pas possible sur le marché financier puisque l'avantage informationnel qu'elle procure, induit un « *free rider problem* ». En effet, à partir du moment où l'information n'est pas restreinte<sup>331</sup>, aucun agent ne souhaite supporter le coût de l'expérimentation (en choisissant un retour faible) en révélant une information utile à toute la société. Ainsi, l'avantage du marché financier sur le plan de l'information agrégée se transforme bien en désavantage en ce qui concerne la production de cette information.

Dans ce contexte, les banques peuvent opérer en tant qu'organe de rétention de l'information et également comme productrices d'information ne pouvant pas être

---

<sup>331</sup> Ce qui aurait été le cas si l'entrepreneur des pays en émergence adoptent la voie du financement par le marché.

facilement transmises. En effet, si les établissements financiers sont mal adaptés sur le plan de l'agrégation de l'information par rapport au marché financier, ils seront très bien équipés pour éviter le problème du « *passager clandestin* » aux premières étapes de la Révolution Industrielle.

## 2-5- Les banques, leurs fonctions d'expérimentation et de supervision:

On comprend donc que la banque est considérée comme proposant une relation bilatérale exclusive, c'est à dire que chaque banque entre en relation avec des entrepreneurs auxquels elle fournit des fonds. L'information produite par ces entrepreneurs n'est observée par aucun agent sinon par la banque elle-même.

On conçoit aisément que si une entreprise se finance sur le marché, l'ensemble de l'économie pourra observer ses performances, alors qu'au contraire si elle se finance auprès d'une banque, l'économie aura seulement une information partielle sur ses résultats. Evidemment, le fonctionnement de la banque occasionne des coûts provenant de la recherche d'information ainsi que les coûts administratifs habituels.

Si la banque permet la mise en œuvre de projets, elle supporte un coût égal à Si cette banque est la seule possibilité d'intermédiation financière, l'équilibre peut être défini ainsi :

Alors :

comme seuil d'épargne nécessaire tel que si  $S <$  il existe un équilibre pour lequel une banque est active et participe à la réalisation des expérimentations.

Si  $S >$  il existe un équilibre sans expérimentation.

Il reste alors à déterminer les situations où l'intermédiation peut être mise en œuvre plus favorablement à travers la banque plutôt qu'à travers le marché.

Reprenant l'équation (6) en substituant  $D$  à  $K$  et  $s/DN$  à  $n$ , les auteurs vont exprimer les différentes valeurs de matérialisant le taux moyen de retour de l'épargne agrégée.

En situation d'équilibre décentralisé on obtient :

Si l'on considère un état de nature publiquement observable, alors :

La différence entre les deux résultats provient du fait que l'état de nature étant connu, sa probabilité est 1 au lieu de  $n$ .

Enfin, si l'on considère une situation dans laquelle l'effort est contractuel, c'est à dire que le revenu de l'entrepreneur est indépendant de  $n$  et donc du montant de l'épargne, alors :

Si l'on se tourne maintenant vers le financement des projets par la banque, on constate que l'état de nature est mieux connu puisque la banque expérimente, mais en même son intervention est coûteuse ( $C_e$ ). Le taux de retour sur l'épargne va être donné par<sup>332</sup> :

---

<sup>332</sup> Où  $\square$  est la probabilité que l'état de nature favorable soit révélé ?

L'ensemble des résultats présentant la banque dans sa fonction d'expérimentation peut être exprimé sous la forme du tableau (inversé) suivant<sup>333</sup> :

La courbe exprime que le taux de retour le plus favorable puisqu'un effort contractuel est consenti.

La courbe exprime un taux de retour moins favorable que la précédente puisqu'elle exprime l'hypothèse selon laquelle l'état de nature est publiquement observable dans une économie de marché de capitaux sans que l'on connaisse le niveau de l'effort consenti.

La courbe est encore moins favorable puisque l'état de nature lui-même n'est pas observé.

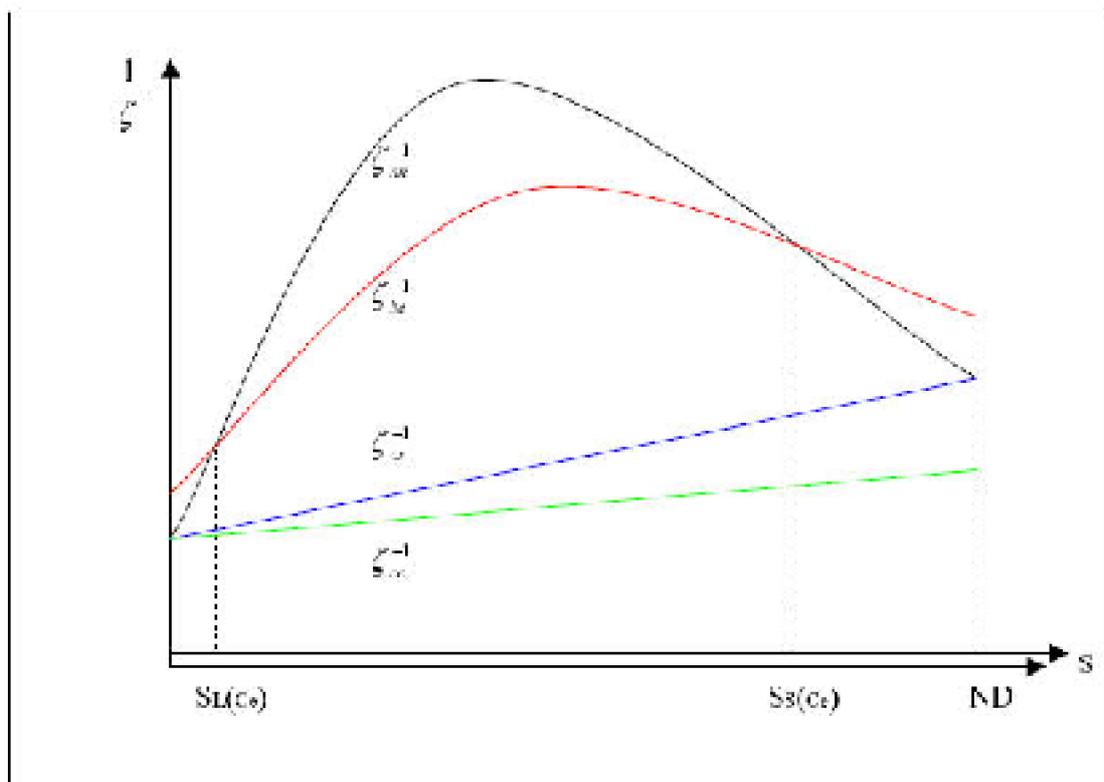
Enfin, la courbe exprime le retour sur l'épargne lorsque la banque agit en tant qu'expérimentateur.

La comparaison des deux dernières courbes permet de déterminer l'avantage relatif des deux modes d'intermédiation. Le mode d'intermédiation bancaire s'avère plus favorable dans un premier temps parce que les contrats d'agence peuvent utiliser plus d'information que ne le permettrait l'économie décentralisée.

Par contre, une fois le point où la banque trouve optimal d'abandonner son expérimentation, le marché financier devient la solution la plus avantageuse pour le financement des entreprises<sup>334</sup>. Le processus décrit ci-dessus rend bien compte de l'expérience anglaise de la fin du XVIIIe à la fin du XIXe siècle. Alors que la banque domine le financement de la première révolution industrielle, le Stock Exchange londonien prend le relais dans la seconde partie de cette période.

<sup>333</sup> Cf. infra document II.

<sup>334</sup> A partir du seuil d'épargne .



*Document II : Mode financement et expérimentation*

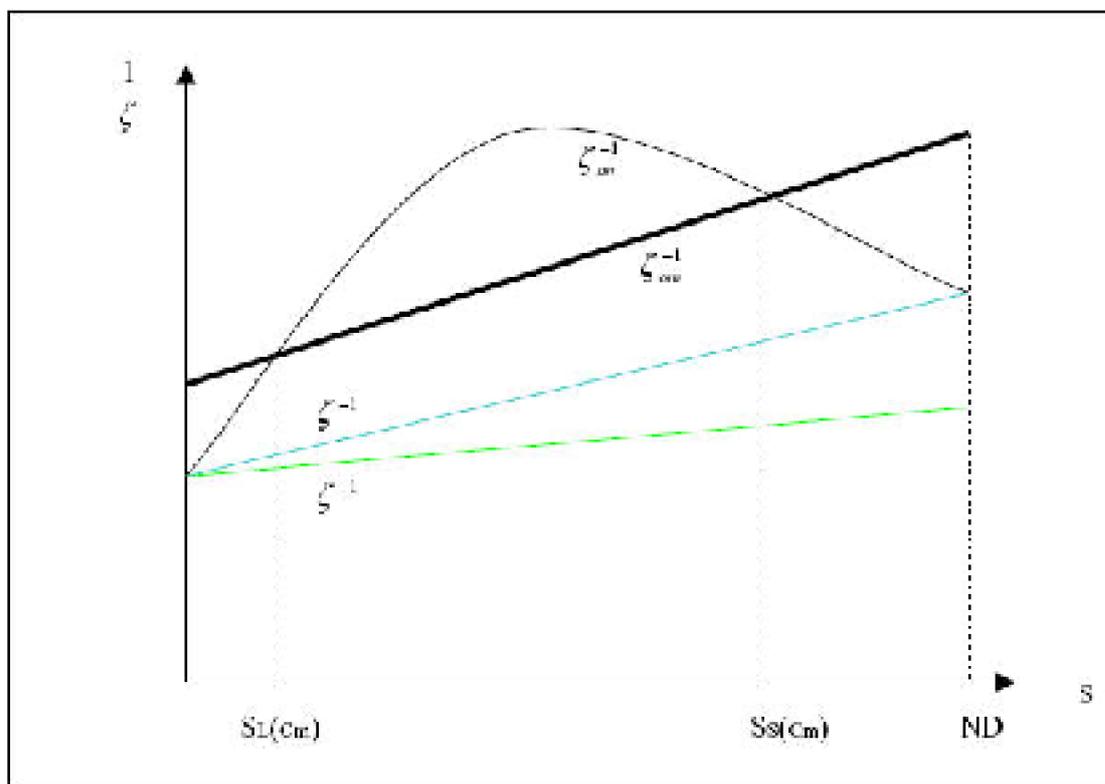
Source : Acemoglu.D, Zilibotti.F **Op. cité P 27.**

Comme on le sait, le rôle de la banque dans ce modèle ne se résume pas à la fonction d'expérimentateur, elle s'accompagne également d'une activité de supervision des efforts mis en œuvre par l'entreprise. Ce « **monitoring** », d'un coût  $C_m$ , induit donc les entreprises à adopter un niveau d'effort élevé. Dans ce cas, le taux de retour peut s'écrire :

Tant que le coût  $C_m$  reste inférieur à une valeur critique, l'intermédiation bancaire demeure la plus favorable. Le document III présentant la fonction de supervision bancaire, indique même la possibilité, pour le cas où le monitoring se trouverait très peu onéreux, que le marché ne soit jamais préféré. Dans le cas où  $C_m=0$ , en effet, est équivalent à .

En définitive, ce modèle s'efforce de rendre compte d'une évolution financière des entreprises au début du développement industriel anglais. Organe de supervision et d'expérimentation, la banque s'avère ainsi indissociable de la première expérience de

révolution industrielle.



*Document III : Mode de financement et supervision*

Source: Acemoglu.D, Zilibotti.F **Op. Cité P 29.**

Il faudra attendre la fin du XIX<sup>e</sup> siècle pour voir le marché financier commencer à s’y substituer partiellement. A la même époque, se produiront de nouvelles révolutions industrielles, sur le continent cette fois.

Plus tardives, elles intégreront d’emblée les nouvelles technologies productives mises en œuvre en Grande Bretagne. Par contre, elles n’imiteront pas l’utilisation du financement de marché propre à la Grande-Bretagne en cette fin de siècle.

Au contraire, l’accent sera mis sur l’utilisation du financement bancaire. Ce choix répondra cependant à des raisons fort différentes de celles que nous venons d’évoquer dans cette partie.

### 3- LE FINANCEMENT D'UNE REVOLUTION INDUSTRIELLE TARDIVE : L'EXEMPLE ALLEMAND

---

L'ascension économique de l'Allemagne s'effectue sur la période 1850 – 1914. Par rapport à la Grande – Bretagne ou même la France, il s'agit donc d'un développement tardif. De 1850 à 1873, l'Allemagne connaît un cycle d'expansion seulement stoppé par la crise de 1873.

A partir de 1887, un accroissement de la production sans précédent, à peine ralenti par les crises cycliques de 1901 et 1907 amènera ce pays à être en 1914 la première puissance économique européenne. Le retard et la rapidité de ce processus d'industrialisation se sont accompagnés de spécificités structurelles essentielles.

Tout d'abord, l'industrie allemande se caractérise d'emblée par une forte concentration qui s'achève pour l'essentiel au début du XX<sup>e</sup> siècle.

Sur le plan vertical, elle permet la création de vastes sociétés par actions, les Konzern, formés d'entreprises d'une même branche liées par des participations financières. C'est notamment le cas dans la métallurgie (*Krupp, Thyssen, Stinnes*). Sur le plan horizontal, la concentration se développe de manière plus disparate. Elle prend parfois la forme de l'absorption comme dans la chimie ou l'électricité (Siemens), mais elle résulte le plus souvent d'une dynamique d'accords et d'associations qui se partagent le marché.

Il en résulte des cartels qui fixent les prix et réglementent la production : c'est le cas dans l'industrie minière (*Kohlen Syndicat*) et métallurgique (*Stahlwerkswehband*). Cette concentration industrielle exceptionnelle est certainement le prix à payer pour effectuer un réel processus de rattrapage. Celui-ci n'aurait pas pu être cependant, envisagé sans la présence d'une structure de financement de l'activité adaptée au contexte particulier de l'Allemagne de la deuxième partie du XIX<sup>e</sup> siècle.

Dans ce domaine, la participation des grandes banques par actions au financement du boom d'accumulation industrielle reste fondamentale. Validant l'analyse de Gerschenkron<sup>335</sup>, elles offrent des capitaux substituables à une épargne privée encore insuffisante<sup>336</sup>. La banque universelle allemande accroît cette emprise sur le système de financement de l'activité grâce au très haut degré de concentration qui la caractérise. La plus grande partie du marché est rapidement dominée par les « quatre D »<sup>337</sup>.

Celles-ci détiennent la moitié du capital bancaire et connaissent une croissance très rapide pendant la phase de décollage allemand comme en atteste le tableau suivant<sup>338</sup> :

#### Document IV : Evolution du capital des banques allemandes entre 1890 et 1914

<sup>335</sup> **Gerschenkron.A:** « Economic Backwardness in Historical Perspective. Harvard University Press. 1962.

<sup>336</sup> Du moins quant à sa disponibilité sur le plan industriel.

<sup>337</sup> Darmstädter Bank , Deutsche Bank, Dresdner Bank, Diskonto Gesellschaft.

Banques (Capital en millions de Marks)	1890	1900	1914
Deutsche Bank	75	150	250
Dresdner Bank	48	110	200
Darmstädter Bank	60	105	160
Diskonto Gesellschaft	60	115	300

Source : Piétri N : p 565

Cette situation favorise évidemment l'approfondissement du processus de concentration bancaire durant la période. Ainsi, dans la décennie des années 80, la Diskonto Gesellschaft prend le contrôle de 28 rivales, alors qu'au même moment, la Dresdner Bank s'empare de 41 établissements bancaires.

Ce pouvoir des grandes banques sur le marché explique en grande partie la spécificité de leur intervention dans le financement de la grande industrie allemande. C'est en effet par l'instauration de nouveaux liens entre banques et industries que la constitution des grandes entreprises devient possible.

L'émission d'actions au profit des entreprises industrielles constitue dès le début du processus de croissance économique allemande une des opérations principales des banques. Il faut pour cela, que les firmes adoptent la forme juridique de la société par actions et qu'elles abandonnent en faveur de cette dernière les formes anciennes de la société de personnes et de la commandite par actions qui avaient dominé jusqu'à 1870.

Le montant du capital versé de toutes les sociétés par actions qui atteint 1200 millions de Marks en 1873 est multiplié par 10 en 1913<sup>339</sup>. Toutes les branches de l'industrie comportent des sociétés par actions. Cette forme juridique de propriétés offre aux banques la possibilité d'un contrôle sur la direction des entreprises industrielles. Lénine, quoique analysant cette situation comme un signe de putréfaction du capitalisme plutôt que comme un élément d'émergence, en donne la description suivante<sup>340</sup> :

**« ...quand ces opérations prennent une extension formidable, il en résulte qu'une poignée de monopolistes se subordonne les opérations commerciales et industrielles de la société capitaliste tout entière ; elle peut grâce aux liaisons bancaires, grâce aux comptes courants et à d'autres opérations financières, connaître tout d'abord exactement la situation de tels ou tels capitalistes, puis les contrôler, agir sur eux en élargissant ou en restreignant le crédit... »**

D'autre part, l'institution d'un Conseil de Surveillance (*Aufsichtsrat*) joue le rôle d'un organe consultatif lors des opérations d'assainissement et de concentration qui ont lieu à

<sup>338</sup> **Piétri N** : Evolution économique de l'Allemagne du milieu du XIX<sup>e</sup> siècle à 1914. Regard sur l'histoire. Société d'Édition d'Enseignement Supérieur. 88, Bd Saint Germain. Paris 1982. p 565.

<sup>339</sup> Idem. P 368.

<sup>340</sup> **Lenine.V** : « L'impérialisme stade suprême du capitalisme » ; Œuvres choisies. Tome I P 682-683. Moscou. Edition du Progrès. 1968.

l'instigation des représentants de la banque. Ce conseil permet la mise en œuvre de fonction de représentation et de contrôle. En donnant des directives au Comité de Direction, il est en mesure de faire adopter ou d'influencer largement les résolutions et stratégies concernant les investissements.

Le Conseil de Surveillance joue en outre un rôle essentiel auprès des firmes représentées en son sein dans la mesure où il facilite la collecte de l'information et par conséquent les relations d'affaires. A ce titre, par exemple, c'est le système bancaire qui, outre ces propres prises de participation directes dans le capital de l'entreprise, se charge du placement des titres auprès des différents souscripteurs.

En ce sens, la fonction de coordination de l'activité industrielle par le secteur bancaire, sur laquelle nous aurons à revenir, semble bien établie. Enfin, il faut noter que cette fonction de contrôle présente pour les banques une importance particulière puisque, principales actionnaires ou créancières, elles ne peuvent être indifférentes aux destinées de l'entreprise industrielle.

Au surplus, cet ensemble d'éléments justifie la forte présence de la banque universelle dans le fonctionnement même de la firme industrielle. En 1914, la Deutsche Bank est présente dans 186 sociétés et certains banquiers cumulent jusqu'à 44 sièges de conseillers<sup>341</sup>. Mais la grande innovation de la banque allemande semble être d'avoir accepté, à travers l'opération de crédit, la mise en place d'un processus de transformation des ressources à vue et à court terme en crédit à moyen et long terme<sup>342</sup>.

**« ...stratégie que tout banquier anglais (et français) considérait alors, et pour de nombreuses années, comme une pure hérésie financière tant les risques paraissaient élevés »**

Les emprunts à long terme sont rarement émis par la firme elle-même. Ils sont, la plupart du temps, souscrits parmi les clients d'une ou plusieurs banques. Toutefois, la part du capital prêté à long terme tend à se réduire par rapport à l'ensemble des ressources empruntées au cours du processus de développement du capitalisme productif allemand. Le recours aux crédits à court terme s'accroît pour une double raison.

S'il est d'abord nécessaire de financer un investissement fixe, il faut ensuite répondre à l'accroissement de la taille du fond de roulement consécutif à l'extension de la dimension de la firme industrielle. Ce besoin sera satisfait par une technique originale, celle des crédits en compte courant indéfiniment renouvelés.

Dans ce système de financement très flexible, les opérations de dépôts et de retraits sont laissées au libre choix du détenteur du compte sous contrainte qu'il ne dépasse pas les limites de plafonnement de son crédit, lequel est garanti par une hypothèque sur la propriété immobilière.

L'avantage essentiel sur lequel nous devons revenir également ultérieurement, c'est qu'une telle méthode de financement permet non seulement le processus de

<sup>341</sup> Ibid. P 369.

<sup>342</sup> **Gourlaouen J.P, Perraudau Y:** « Economie, problèmes monétaires et financiers » Tome II. Edition Vuibert. Paris. Paris. P 163.

transformation mais, élément fondamental, qu'elle contribue surtout à allouer des crédits à long terme aux taux des prêts à court terme.

Les industries lourdes, en particulier, bénéficient de conditions plus avantageuses que celle du marché libre mais aussi de celle offerte par les banques de dimensions plus modestes. Au total, les « **Aktienkreditbanken** » jouent un rôle important dans le financement de l'industrialisation germanique et l'élaboration d'un modèle bancaire allemand.

Elles exercent la fonction de maison d'émission en ce qui concerne les titres (actions et obligations) des firmes industrielles. Elles sont le « **catalyseur** » du processus d'industrialisation dans la mesure où l'accroissement du total de leurs actifs dépassa la croissance du stock de capital au cours de cette période.

Il en est de même d'ailleurs de l'extension de leur crédit en compte courant plus rapide que la croissance de l'ensemble du produit national. Elles se révèlent être enfin, par leur rôle éminent dans les Conseils de Surveillance des sociétés anonymes, les instigatrices à l'origine du mouvement de cartellisation si nécessaire au type d'industrialisation tardive qu'a connu ce pays<sup>343</sup>.

Il est nécessaire d'ajouter que la politique bancaire vis à vis du processus d'industrialisation privilégie une stratégie de diversification propice à l'étalement des risques. Celle-ci est confortée par la présence d'une banque centrale (la Reichbank) dont le rôle face aux aléas conjoncturels restera toujours important. Celle-ci, créée en 1847 en Prusse, devient en 1875 la banque centrale de l'empire. Sa première tâche est d'organiser le contrôle de l'émission monétaire ce qu'elle fait sans interdire cette émission pour les trente-trois banques qui disposent de ce droit mais en le rendant suffisamment onéreux pour qu'il cesse d'être attractif<sup>344</sup>.

Dans le même temps, cette banque centrale accroît ses provisions afin de transférer plus aisément les droits d'émission vers ses propres comptes. Compte tenu de la situation économique allemande et des besoins impérieux de financement de l'appareil productif, ces choix de la banque centrale engendrent rapidement une modification notable de la stratégie des grandes banques privées<sup>345</sup>.

***“Alors, les banques d’émission commencèrent à bénéficier de cette provision. L’émission ainsi régulée n’offrait que peu de chance de profit et elle était exclue de certaines activités commerciales très lucratives. L’achat et la vente de titre à travers la banque était déjà commune : elle devint une pratique régulière en Allemagne »***

Le point culminant de l'influence directe de la banque sur l'industrie semble avoir été atteint à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle. Jusque dans les années 80 de ce siècle, H.Bechtel<sup>346</sup> peut

<sup>343</sup> Puisque, vecteur central du processus de coordination de l'activité.

<sup>344</sup> « Economic Development of France and Germany, 1815-1914 » Cambridge University Press. 1966. P 391.

<sup>345</sup> « At once, the other banks of issue began to take advantage of this provision. Issue regulated as theirs was had no great chance of profit and they were excluded from certain very lucrative lines of trade. The buying and selling of securities through banks was already common: eventually it became the regular practice in Germany” **Idem**, P 392.

conclure ainsi son analyse du financement de la révolution industrielle allemande :

**„La bourse de Berlin fut moins un libre marché du capital qu'un lieu de collecte et de compensation pour les banques d'affaires „**

A partir du début du XX<sup>e</sup> siècle seulement, les relations de dépendance entre les banques et la grande industrie se modifient. Si l'influence des banques reste prépondérante dans les activités les plus anciennes (la mine par exemple) il semble avéré que celle-ci a décliné dans les secteurs plus modernes de l'industrie comme le montre l'autonomisation prise par l'industrie chimique<sup>347</sup> et la mise en place de rapports plus directs entre les firmes industrielles et le marché financier.

Ainsi, quoique de manière beaucoup moins nette qu'en Grande-Bretagne, le marché financier devient alors un acteur important du financement de la croissance allemande. Il reste que le processus de « **rattrapage** » propre à l'industrialisation de ce pays se distingue du cas anglais. Il en découle pour l'Allemagne une analyse de la nature du financement bancaire sensiblement différente de celle propre à la Grande-Bretagne.

## 4 - LA BANQUE UNIVERSELLE COMME INSTANCE DE RESOLUTION DES DEFAUTS DE COORDINATION

---

### 4-1- Un cadre de réflexion adapté aux conditions du «rattrapage »

Le succès de la Révolution Industrielle anglaise a suivi un chemin bien spécifique. L'Angleterre, comme «**atelier du monde** », comme première puissance à effectuer sa Révolution Industrielle, était un « **leader technologique** » et non pas une nation en situation de rattrapage.

Dans un tel contexte, le problème central concernant le financement de son économie demeurait celui de la nécessité de diversifier les risques et pour cela la nécessité de mener des « **expérimentations** » conjointement à ses opérations de supervision. Un système bancaire spécialisé, adapté aux conditions spécifiques de ces entreprises pionnières, répondait bien à ces exigences.

A la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, la situation allemande est assez différente. Nous sommes ici, en présence d'une Révolution Industrielle tardive (puisqu'elle apparaît un siècle après les premières étapes anglaises) dont la spécificité des problèmes de développement et de financement sont d'une autre dimension.

Il semble, si l'on se réfère à l'analyse menée précédemment, que les difficultés de coordination de l'activité économique soient au centre du processus de croissance. Il résulte de cette dernière remarque que la fonction de supervision sera ici plus importante

<sup>346</sup> „Die Berliner Börse war nun weniger ein freier Kapitalmarkt als vielmehr ein Sammel- und Abrechnungsplatz für Bankgeschäft“ in **Bechtel H**: « Wirtschaftsgeschichte Deutschlands im 19 und 20 Jahrhundert ». Verlag Georg D W Callwey. München. 1956. P 329.

<sup>347</sup> **Piétrri N** : « Evolution économique de l'Allemagne du milieu du XIXe siècle à 1914 ». Regard sur l'histoire. Société d'Edition d'Enseignement Supérieur. 88 , Bd Saint Germain . Paris 1982. P 376.

que la fonction d'expérimentation.

La nature des recherches propre à la littérature basée sur les équilibres multiples s'inscrit dans cette démarche. L'investissement dans la production industrielle n'est profitable que dans le cas où cet investissement est entrepris simultanément par de nombreuses firmes parce que cela occasionne une masse critique d'externalités propice au démarrage de la croissance.

En premier lieu, ces externalités<sup>348</sup> peuvent provenir de la demande additionnelle issue des autres entreprises (« *pecuniary externality* »)<sup>349</sup>, mais aussi accompagner les progrès de l'innovation (« *technological externality* »)<sup>350</sup>.

L'aspect essentiel de cette analyse s'appuie donc sur l'idée d'une complémentarité forte, c'est à dire d'interdépendances positives entre les acteurs du système économique pour lesquels les variables financières vont jouer un rôle moteur dans le processus de croissance.

#### 4-2- Le cadre du modèle de M. Da Rin et T. Hellmann, équilibres multiples et besoin de coordination

Les hypothèses du modèle<sup>351</sup> admettent l'existence de deux types de technologies disponibles pour les entreprises l'une « traditionnelle » et l'autre « industrielle ». L'adoption d'une technologie « industrielle » requiert un investissement d'un montant  $F$  en première période pour réaliser une production en seconde période.

Chacune des  $Q$  entreprises est dotée de fonds propres à hauteur de  $F_0 < F$ . Elle doit donc emprunter  $F_b = F - F_0$ . Si l'on note  $i$  le taux d'intérêt, la firme doit rembourser  $(1+i) \cdot F_b$  en seconde période.

Si la firme  $q$  décide d'investir, alors  $I_q = 1$  et  $I_q = 0$  dans le cas inverse. Soit  $K = \{I_q\}_q$  l'ensemble des décisions d'investissement et  $[K]$  le nombre de firmes qui investissent, le taux de profit est donné par  $f(K)$ .

Lorsqu'une firme investit, le profit ne dépend pas seulement de son propre investissement mais également de l'investissement des autres firmes<sup>352</sup>. Cette caractéristique vérifiée pour toute période de croissance, est particulièrement importante pour les pays effectuant une révolution industrielle tardive que l'on peut assimiler à une période de rattrapage. Formellement, cela signifie que  $f(K)$  est une fonction croissante de  $[K]$ .

<sup>348</sup> **Scitovsky Tibor:** « Two Concept of External Economies » The Journal of Political Economy. April 1954.

<sup>349</sup> **Matsuyama.K:** « » Making Monopolistic Competition More Useful ». Working Pare E-92-18. Hoover Institution. Stanford University. 1992.

<sup>350</sup> **Helpman.H, Krugman.P:** « Market structure and Foreign Trade ». MIT University Press. Cambridge. 1985.

<sup>351</sup> **Da Rin M, Hellman.T:** « Banks as Catalysts for Industrialisation ». Journal of Economic Literature. August 1995. P 37.

<sup>352</sup> Le modèle se situe donc dans le cadre d'une croissance endogène.

Nous admettrons, dans un premier temps, que, dans la relation entre la banque et l'entreprise il existe seulement un contrat portant sur le crédit. Cette hypothèse sera assouplie dans un second temps. Soit  $r$  le taux de profit sans risque et  $i$  le taux d'actualisation, la valeur présente du profit de la firme  $q$  est donnée par :

Dans ce cas, la décision d'investir est largement dépendante du niveau atteint par le taux d'intérêt. Celui-ci est déterminé à son tour sur un marché dont la structure est similaire au modèle du duopole de Stackelberg dans lequel un « meneur » est supposé connaître la fonction de réaction de son concurrent le « suiveur ».

Dans cet esprit, on admettra donc qu'il existe un ensemble  $z$  de petites banques dont chacune finance une firme et une banque « leader » qui finance  $(Q - z)$  firmes. Initialement, la banque « leader » propose des prêts aux entreprises. Les autres banques observent cette offre et agissent en conséquence. A partir de là, les firmes décident leur investissement.

Si l'on examine le cas où le marché est parfaitement compétitif, c'est à dire celui où n'existe pas de banque « leader » alors  $z = Q$  et le taux d'intérêt débiteur devient égal au taux d'intérêt créditeur ( $i = r$ ).

Si l'on se réfère aux hypothèses proposées en (1) le raisonnement conduit à l'idée que lorsque qu'un grand nombre d'entreprises investissent (ici  $Q$ ), l'existence de complémentarités incite l'ensemble des firmes à investir.

Au contraire lorsque seules quelques firmes (ici une) investissent, alors il n'est plus profitable pour d'autres d'investir. Il existe donc deux équilibres possibles. Dans le premier, BE<sup>353</sup>, la croyance dominante parmi les acteurs considère qu'aucune entreprise ne cherche à investir et donc à entrer dans un processus d'industrialisation.

Dans le second cas, IE<sup>354</sup>, la croyance que de nombreuses firmes vont investir, incite l'ensemble des firmes à investir elles-mêmes. La coordination entre les croyances est spontanée. Cela signifie que si la situation BE doit se modifier, il est nécessaire que les croyances soient remises en cause.

Briser ces croyances requiert pour les agents la certitude que BE ne peut pas être un équilibre plus longtemps. En effet, si une information publique peut induire une coordination de la part des acteurs, il n'y a pas de raison qu'ils veuillent le faire tant que la situation initiale correspond à un possible équilibre.

La question, clairement posée dans le cas exemplaire de l'émergence économique allemande, devient alors celle de savoir quelle institution économique peut produire ce type de coordination.

La banque semble une institution adaptée à cette situation pour trois raisons majeures. D'abord, la disponibilité de moyens de financement par la banque influence la décision d'investir des firmes. De plus, la banque procurant des fonds à plusieurs entreprises, permet leur interaction et offre l'opportunité d'une coordination. Enfin, la

<sup>353</sup> Backward Equilibrium.

<sup>354</sup> Industrialization Equilibrium

banque est elle-même intéressée par le processus d'industrialisation, dans la mesure où ses profits s'accroissent avec elle.

#### 4-3- La coordination par une banque dominante :

A partir du moment où une banque « *leader* » interagit avec chacune des entreprises, comme dans le cas typique du Konzern allemand, du Zaibatsu japonais ou du Chaebol coréen, elle va se comporter comme un catalyseur de la croissance économique puisqu'elle permet la coordination à travers son action en éliminant l'état réalisable BE et en favorisant l'apparition de l'état IE. Cependant, à travers le processus qui incite une « *masse critique* » d'entreprises à investir et modifier leurs croyances, la banque subit des coûts sur l'ensemble de ses prêts.

Aussi, deux conditions doivent être satisfaites pour que la banque s'engage dans une action de coordination :

- Elle doit pouvoir obtenir des moyens suffisants pour financer cette « masse critique » d'entreprises.
- Elle doit disposer d'un pouvoir suffisant en matière de transaction financière pour réussir à obtenir des gains supérieurs aux coûts de la coordination.

Soit  $M$  la masse critique avec  $1 < M < Q$ , alors  $\pi(M, r) < F_0$  et  $\pi(M + 1, r) > F_0$ . Soit le profit de la banque où est le profit réalisé avec les prêts aux  $M$  firmes et le profit réalisé sur les autres prêts. La coordination par la banque « leader » est coûteuse :  $< 0$  ; il doit exister une valeur critique telle que la banque « leader » ait intérêt à mettre en œuvre une action de coordination<sup>355</sup>.

Afin de démontrer cette hypothèse, les auteurs du modèle développent la démarche suivante. Les firmes, étant identiques, empruntent le même montant. Le contrat diffère seulement sur le niveau du taux d'intérêt. La banque « leader » offre un ensemble de contrats de prêt  $\{i_q\}$  aux firmes  $q$  de 1 à  $M$  qui satisfait à  $\pi(i_q) = F_0$ .

Le taux d'intérêt est choisi de telle manière que si chaque entreprise avant l'entreprise  $q$ , investit, alors  $q$  investira.

Si la première firme investit toujours sans se préoccuper de la décision des autres, la seconde connaissant cela, investira également, ainsi que les suivantes jusqu'à  $M$ . Dès lors que  $M$  firmes ont investi, les dernières trouvent intérêt – par définition - à le faire également. La banque « leader » provoque donc bien un processus d'industrialisation.

Si l'on considère maintenant, un autre type de contrat  $\{i'_{q'}\}$  offert à l'entreprise  $q'$ <sup>356</sup>. On sait que  $\{i_q\}$  est tel que toutes les firmes avec  $q < q'$  investissent toujours puisque les pertes subies en matière d'intérêt sont compensées en profit du fait de l'accroissement des externalités consécutif à l'augmentation du nombre de firmes qui investissent. La firme  $q'$  investira si d'autres firmes avec  $q > q'$  le font, sinon le taux d'intérêt supporté

<sup>355</sup> correspond au nombre de « petites banques » au delà duquel la banque leader n'agit plus.

<sup>356</sup> Pour lequel le taux d'intérêt est supérieur à celui du contrat  $\{i_q\}$ .

serait trop élevé. Cette situation implique la possibilité d'équilibres multiples :

- Si toutes les firmes avec  $q > q'$  s'attendent à ce que les firmes  $q'$  n'investissent pas, elles n'investiront pas non plus, ce qui correspond à une situation de croyance négative auto-entretenu.
- Si, au contraire, toutes les firmes avec  $q > q'$  attendent que  $q'$  investissent, alors elles investissent. Cette croyance positive auto-entretenu permet à l'industrialisation de se produire.

Il s'ensuit que  $\{iq\}$  est l'ensemble optimum de contrats que la banque doit offrir pour que s'opère la coordination. Cependant, puisque  $\pi(M,r) < F_0$ ,  $iq < r$ , pour tout  $q = \{1, \dots, M\}$ , la banque ne crée pas de profit sur ces prêts et subit une perte sur au moins l'un d'entre eux.

La seconde condition indique qu'il doit donc exister une valeur critique concernant le nombre de « petites banques » telle que la banque « leader » ait intérêt à mettre en œuvre une action de coordination. La banque « leader » offre un contrat  $\{iq\}$  dès lors qu'elle trouve intérêt à le faire. Formellement cela signifie :

et comme, alors. La valeur de  $z$  est déterminée par le marché. Le taux d'intérêt  $iz$  demandé aux firmes en dehors de la masse critique est le même quel que soit le prêteur. Il est déterminé par la condition  $\pi(Q, iz) = F_0$ .

Comme par hypothèse,  $\pi(Q,r) > F_0$  alors  $iz > r$  et  $\pi = (iz - r)(Q - M - z)F_b = (Q - M - z)[f(Q) - (1+r)F]$ , il en résulte que la banque leader n'offrira  $\{iq\}$  que sous la condition :

Plus le nombre de « petites banques » est élevé, plus la compétition est forte, moins la banque « leader » est amenée à accepter les opérations de financement. On comprend ainsi pour quelles raisons la limitation du nombre de banque et par conséquent la concentration bancaire apparaît comme une donnée fréquente des phases d'émergence tardive du capitalisme productif comme ce fut le cas en Allemagne et au Japon<sup>357</sup>.

#### **4-4- De l'octroi du crédit à la prise de participation dans le capital : la réduction des coûts de coordination :**

Jusqu'à présent, l'analyse a simplement porté sur un système bancaire finançant les entreprises avec des contrats de dettes standards.

Or, on peut montrer que les coûts de coordination peuvent être réduits et même supprimés pour peu que la banque « leader » propose des contrats de financement plus élaborés. Dans le premier cas, on peut considérer que la banque « leader » participe au capital de la firme qu'elle finance à partir d'une mise  $\tilde{\pi}$

$\tilde{\pi}$  est alors une fonction décroissante de  $\pi$ . En effet, si la banque finance une firme  $q$  en détenant une participation  $\tilde{\pi}$  dans son capital, en plus du prêt, le profit de la firme (si  $K$  firmes investissent) est donné par :

$$\tilde{\pi} [K, i, \pi, \tilde{\pi}] = \tilde{\pi} [f(K) - (1+i)F_b]$$

<sup>357</sup> Comme c'est le cas dans la période contemporaine, nous allons le voir, en Asie du Sud-Est.

Celui de la banque correspond à :

$$. \quad \square \square \square f(K) - (1-i)F_b + (1+i)F_b.$$

Comme dans le cas du contrat de dette, la banque doit offrir un ensemble de contrats  $\{i_q, \square\}$  qui incite les firmes <sup>358</sup> à investir. Autrement dit, on a pour tout  $q=1, \dots, M$  :

$$. \quad \square q, i_q \square \square \tilde{F}.$$

On remarque que :

$$. \quad \square \tilde{i} \square (1-i_q)F_b = \square \tilde{i} \square f(q) - F_0.$$

Il en résulte que le profit net de la banque « leader » peut s'écrire :

$$. \quad \square \square f(q) - F_0 + \square \square \square f(Q) - f(q)].$$

Le premier terme (négatif) représente la perte que la banque subit en finançant les entreprises constituant la masse critique. Le second terme (positif) représente le profit qu'elle reçoit en contrepartie de sa participation au capital des firmes débitrices lorsque la valeur des entreprises s'accroît du fait du changement des croyances qui passent d'un état pessimiste ( $K=q$ ) à un état optimiste ( $K=Q$ ).

Il apparaît clairement que plus  $\square$  est grand, plus le second terme est important. Ainsi, quand une banque peut financer une entreprise à travers une prise de participation dans le capital, elle peut bénéficier des profits procurés par l'équilibre I.E. Cela réduit le coût de la masse critique et rend la coordination plus facile.

Ainsi, le caractère tardif de la Révolution Industrielle en Allemagne <sup>359</sup> impose à ce pays, un financement de l'investissement sur une base uniquement bancaire pour des raisons spécifiques.

Il est clair que les conditions diffèrent, en effet, quelque peu de celles que l'on a pu rencontrer un siècle plus tôt en Grande-Bretagne. Si dans ce dernier cas, la banque joue un rôle essentiel dans le domaine de l'expérimentation au profit des entreprises, cette fonction est beaucoup moins significative pour des révolutions industrielles tardives.

Il ne s'agit plus alors d'expérimenter en dehors du marché financier, mais bien plutôt à travers le financement bancaire, de développer des complémentarités et des interdépendances positives entre les différents secteurs de l'appareil productif. Il est cependant évident que, dans l'un et l'autre cas, le marché est mal équipé pour répondre de manière optimum aux spécificités du financement de l'activité.

Il semble bien qu'à l'occasion du décollage contemporain des économies d'Asie du Sud-Est, les mêmes éléments puissent être mis en lumière. Dans ce cas également, la finance de marché reste, dans un premier temps du moins, absente. Lorsqu'elle se développe, elle ne garde qu'une place secondaire par rapport au financement bancaire.

Il demeure cependant, que le rôle de la puissance publique dans ce dernier type de financement du « **take-off** » occupe le premier plan, en particulier lorsqu'on le compare

<sup>358</sup> Appartenant à la masse critique.

<sup>359</sup> Mais aussi en Belgique, aux Pays-Bas ou bien en Italie du Nord.

aux expériences historiques précédentes.

## 5- CROISSANCE ECONOMIQUE ET FINANCEMENT DU « MIRACLE ASIATIQUE »

### 5-1- Nature de la « Révolution Industrielle » en Asie du Sud-Est

Depuis l'ère Meiji, débutant en 1868, aucun pays n'a connu de processus de décollage économique. Il faut attendre les années 60 du XX<sup>e</sup> siècle pour que ce processus se renouvelle. D'abord à travers l'ascension économique des « tigres » : Hongkong, Singapour, Taiwan et la Corée du Sud, puis à partir des années 80, avec l'apparition d'une seconde vague, celle des « Dragons », économies pauvres et largement peuplées de l'Asie du Sud-Est.

De manière inattendue, ce décollage s'est effectué avec une rapidité inconnue lors des autres expériences historiques antérieures. Dans son ouvrage « **Pourquoi les crises reviennent toujours** »<sup>360</sup>, P.Krugman note que lorsque l'Angleterre s'est transformée en pays industriel, son taux de croissance annuel s'élevait de 1.3% l'an entre 1801 et 1851. De 1870 à 1913, les Etats-Unis, en phase de décollage, dégagèrent un taux de croissance annuel du PIB égal à 2.2%.

Par contraste, la croissance d'un pays comme la Corée du Sud s'élève de 7% l'an du début de la phase de décollage en 1963 jusqu'à 1997, date de la crise financière sur laquelle nous reviendrons.

On connaît la controverse à laquelle l'auteur a participé et qui doit être rappelée ici puisqu'elle aura une incidence non négligeable concernant la réflexion sur la nature de la fragilité financière propre à cette région et à cette époque. S'appuyant sur les études de Lawrence Lau et Alwyn Young<sup>361</sup>, P.Krugman propose une interprétation critique du phénomène de décollage asiatique.

Se refusant à isoler la contribution de chaque facteur de production à la croissance asiatique, ces chercheurs en ont mesuré l'efficacité générale à travers le concept de productivité globale des facteurs qui rapporte le volume de la production à l'ensemble des dépenses relatives aux facteurs de production, consommation intermédiaire, travail et capital. Or, il s'avère que la productivité globale des facteurs était stagnante pour la période considérée.

#### Document V : Taux de croissance annuel de la productivité globale des facteurs pendant la décennie 80.

Hongkong	Taiwan	Thaïlande	Corée du Sud	Indonésie	Malaisie	Singapour
2%	0.8%	0.1%	-0.2%	-1.2%	-1.8%	-3.5%

<sup>360</sup> **Krugman P.** : « Pourquoi les crises reviennent toujours ». Ed du Seuil. Paris. avril 2000. P 213.

<sup>361</sup> **Young. A.** : « The tyranny of Numbers: Confronting the statistical realities of the East Asian Growth Experience ». Quarterly Journal of Economics. 110. August 1995. P680.

**Source** : Banque mondiale : « Le miracle de l'Asie orientale » 1993.

Puisque aujourd'hui l'ensemble de ces données se révèle exact, il reste à expliquer le mécanisme permettant l'existence d'un niveau de croissance de haute conjoncture couplé à la stagnation de la productivité globale des facteurs. La seule explication plausible consiste à admettre le fait qu'à l'origine du processus de croissance asiatique se trouve l'utilisation extensive des facteurs de production. A partir de là, du fait de l'existence des rendements décroissants, l'expansion ne pouvait être maintenue durablement qu'en imposant à l'économie un taux d'investissement très élevé et qui, au surplus, aurait dû être croissant

**Document VI : Investissement pour neuf pays d'Asie du sud-est, l'Allemagne et les Etats-Unis entre 1988 et 1996**<sup>362</sup>

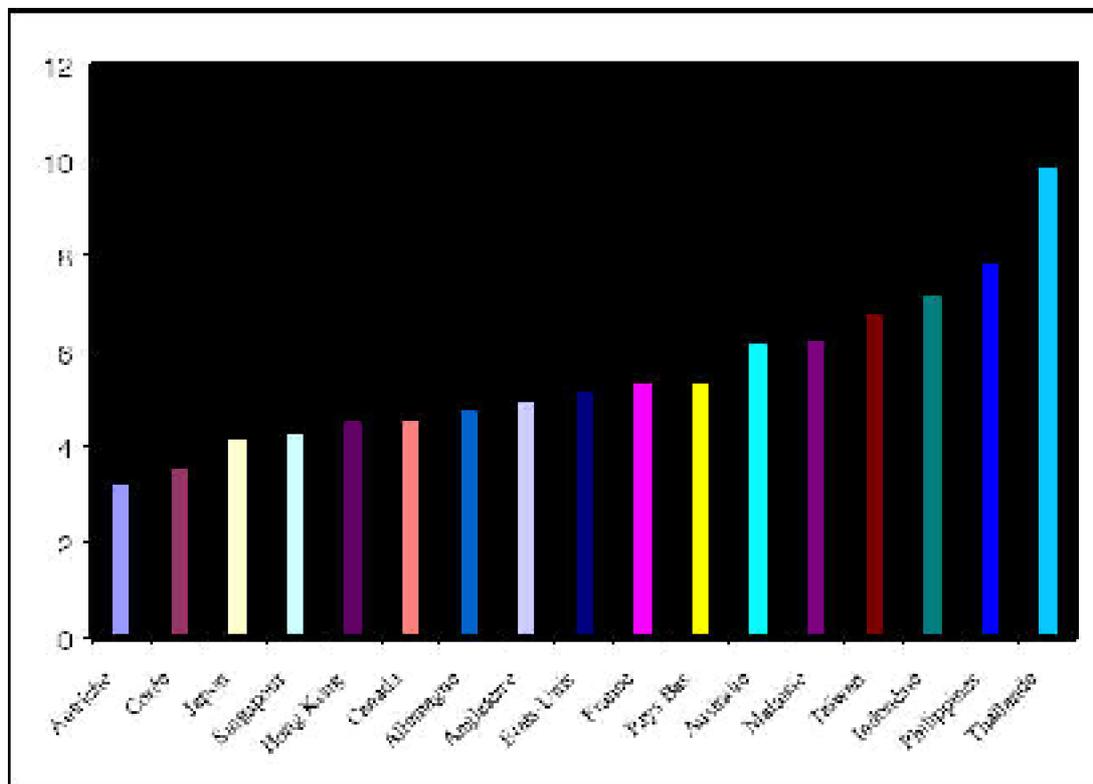
Pays	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	88-96
HongKong	14,3	16.6	8.3	7.6	7.2	19.8	7.6	5.8	9.3	8.3
Indonésie	nc	nc	nc	12.4	13.4	8.6	15.8	13.8	11.8	12.7
Japon	11.6	14.2	8.3	4.6	7.6	6.8	7.3	7.5	7.1	8.0
Corée	15.6	13.8	13.2	19.6	11.6	11.2	12.21	12.4	13.7	13.6
Malaisie	8.6	7.6	8.9	9.6	11.3	13.4	15.2	14.6	16.1	10.7
Philippines	nc	nc	nc	9.1	8.9	7.8	13.5	14.1	14.5	10.8
Singapour	7.8	7.6	7.4	8.8	9.6	11.3	13.4	12.5	13.5	10.4
Thaïlande	10.4	12.9	12.3	15.0	14.9	15.0	14.7	14.5	5.8	13.8
Taiwan	nc	nc	nc	14.3	8.2	8.4	8.7	11.2	8.6	8.7
Etats-Unis	3.8	4.1	3.0	-1.4	4.0	2.6	6.4	3.7	3.8	3.4
Allemagne	4.9	4.8	4.2	5.0	0.9	-3.8	2.1	1.3	4.6	2.5

**Claessens.S, Djankov.S, Lang.L:** « East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade”. World Bank. October 1998. Table 5. P 8.

L'importance d'un tel taux d'investissement, quel que soit son mode de financement résulte d'un retour sur investissement lui-même extrêmement élevé. Claessens, Djankov, Lang valident cette hypothèse en proposant une comparaison internationale de ce retour sur investissement<sup>363</sup> :

<sup>362</sup> **Claessens.S, Djankov.S, Lang.L:** « East Asian Corporates : Growth, Financing and Risks over the Last Decade”. World Bank. October 1998. Table 5. P 8.

<sup>363</sup> Idem. P5.



Document VII : Comparaison Internationale des ROA (en pourcentage par pays)

**Source** :World scope 1997.

Il apparaît clairement qu'en règle générale, les pays ayant effectué leur décollage pendant les années 80 présentent un retour sur investissement particulièrement élevé sur la période considérée. Au contraire, pour les autres NPIA (hormis Taiwan) ayant accompli leur décollage antérieurement, les performances en matière de ROA<sup>364</sup> semblent être sensiblement inférieures.

L'hypothèse des rendements décroissants dans le cadre d'une croissance extensive semble donc pouvoir rendre compte de manière convaincante de ce type de situation. Bien entendu, le haut niveau d'investissement et de retour sur capital ne peuvent se concevoir qu'en relation avec un exceptionnel potentiel de croissance rendu par le tableau suivant<sup>365</sup> :

<sup>364</sup> Return on assets.

### Document VIII : Taux de croissance annuel des ventes pour neuf pays d'Asie, l'Allemagne et les Etats-Unis

Pays	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	88-96
HongKong	10.1	11.6	10.2	12.4	9.8	9.4	9.7	11.8	9.2
Indonésie	nc	nc	nc	10.7	12.1	12.4	9.4	8.3	10.6
Japon	7.4	8.2	8.4	8.3	8.8	8.5	7.2	4.3	7.7
Corée	8.4	8.7	8.2	8.3	7.6	7.3	7.2	8.6	8.2
Malaisie	9.7	12.3	11.8	12.7	13.1	12.6	11.7	11.9	11.9
Philippines	nc	nc	nc	8.4	6.7	7.6	10.6	12.2	8.2
Singapour	8.4	8.6	8.1	9.4	11.6	11.8	10.2	7.7	8.7
Thaïlande	11.6	10.3	10.8	9.6	8.3	10.1	10.7	5.7	9.7
Taiwan	nc	nc	nc	7.1	11.3	10.3	9.7	8.4	9.3
Etats-Unis	4.3	3.4	-1.8	4.3	2.8	6.9	4.1	4.3	3.7
Allemagne	5.0	4.4	5.1	1.1	-4.2	2.3	1.3	4.7	2.6

Source : Claessens.S, Djankov.S, Lang.L : Id p 7.

### 5-2- La place du financement bancaire en Asie du Sud-Est

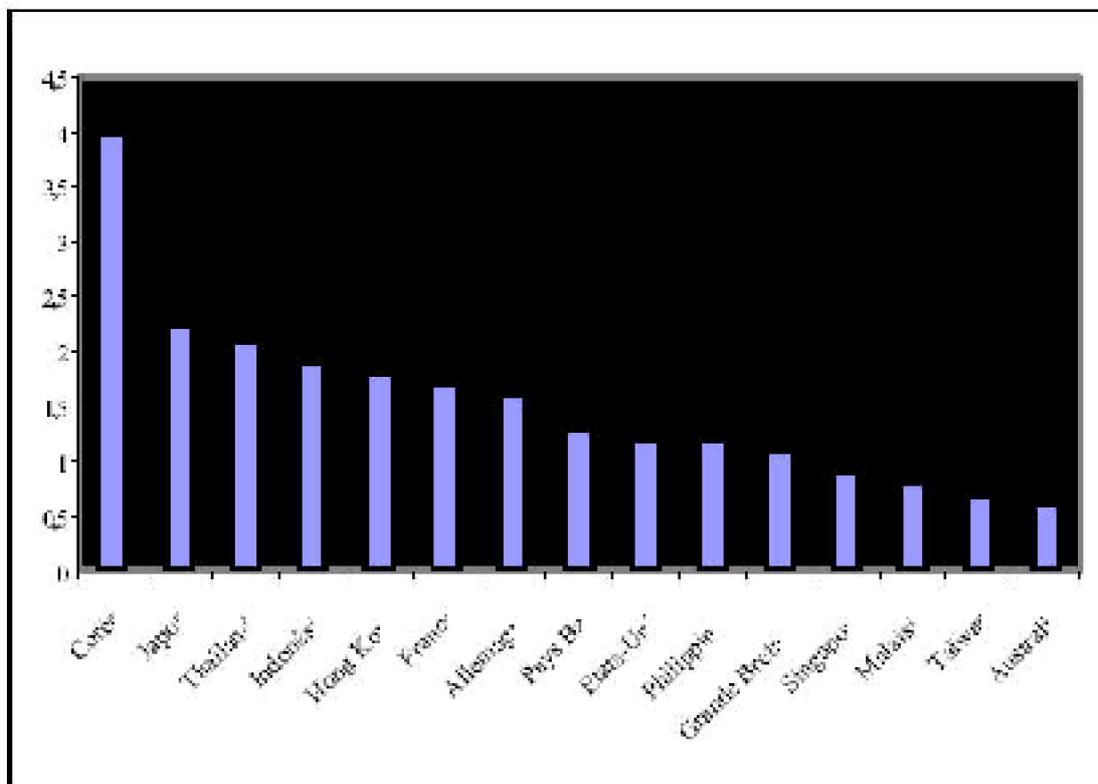
Si l'on considère que le taux d'investissement réalisé par les pays ayant connu leur décollage, pendant les années 80, excède systématiquement le taux de retour sur investissement, il s'ensuit que la structure du passif des entreprises doit faire place à un financement externe de grande dimension compte tenu des limitations en matière d'autofinancement propre à ce modèle.

C'est la raison pour laquelle un taux d'endettement élevé, défini ici comme le rapport entre la dette et le capital propre, a toujours été une des caractéristiques du « modèle asiatique » ainsi que le montre, sur la période 1988-1996, les données empiriques suivantes :

Hormis, Hongkong dont la situation géopolitique est particulière, les trois pays émergents possédant les taux de croissance les plus élevés (Indonésie, Thaïlande, Corée) sont aussi ceux dont le taux d'endettement est le plus fort <sup>366</sup>.

<sup>365</sup> Id. P 7.

<sup>366</sup> Ibidem. P10.



*Document VIII : Comparaison Internationale du Niveau d'Endettement*

**Source :** Alba P, Claessens S, Djankov Figure 2 (extraits)

Pour ce qui est de la structure de la dette en terme de maturité la situation est très homogène puisque comparativement à la plupart des pays développés, la part de la dette à long terme est particulièrement faible dans l'ensemble des pays émergents d'Asie.

Le modèle basé sur un taux d'endettement élevé est le résultat direct d'une activité initiale d'intermédiation bancaire de l'épargne des ménages dont on peut estimer qu'il correspond au tiers du PIB pour l'ensemble des pays concernés<sup>367</sup>.

La poursuite du développement économique s'appuyant sur des taux de croissance élevés va impliquer de la part des banques, une capacité reconnue à permettre un haut niveau d'endettement des firmes. La situation des pays émergents n'est d'ailleurs pas toujours similaire à cet égard.

<sup>367</sup> **Pomerleano.M:** « The East Asia Crisis and Corporate Finances: The Untold Story ». JEL. P 35.

Certains pays, en premier lieu la Thaïlande, l'Indonésie et la Corée ont suivi pleinement ce modèle de financement bancaire. D'autres comme Hongkong, la Malaisie et Taiwan ont choisi une stratégie de financement sensiblement différente. Ceux-ci s'efforcent d'équilibrer leur système financier en développant un marché financier d'actions et d'obligations.

Quoiqu'il en soit, l'endettement des entreprises et l'intervention bancaire semblent bien rester, ici aussi, le segment essentiel du modèle de financement que nous avons déjà observé lors des premières Révolutions Industrielles.

Pour le cas asiatique également, l'importance du système bancaire dans le modèle de financement des entreprises peut s'expliquer d'une manière semblable à celle que nous avons déjà évoquée dans le cas anglais et surtout allemand.

Lors du décollage économique, alors que l'économie est encore fort peu développée, les prêteurs sont susceptibles, plus qu'à d'autres époques, de subir une situation de risque moral. Les coûts d'agence qui en résultent, compte tenu de la nature du système d'information, impliquent la présence de banques, seul moyen de répondre à cette défaillance du marché.

Elles sont les seules institutions capables de collecter l'information, en surveillant les entreprises tout en produisant des incitations positives sur les entrepreneurs. Mais en même temps, compte tenu à la fois du caractère récent de ce décollage et de son exceptionnelle puissance, le rôle de coordination de l'activité économique va être au centre de l'activité bancaire.

La complémentarité des secteurs bancaires privés et publics qui en résulte est, par conséquent, une des caractéristiques dominantes du modèle de financement propre aux marchés asiatiques émergents. C'est dans un tel dispositif que l'appareil d'Etat va jouer un rôle spécifique.

### **5-3- Un exemple : Le financement des firmes thaïlandaises pendant la phase de décollage**

L'environnement économique que nous avons observé lors des Révolutions Industrielles du XVIII<sup>e</sup> et du XIX<sup>e</sup> siècles se retrouve ici, dans la seconde partie du vingtième siècle, avec la même conséquence : Des structures de financement centrées sur la banque selon un même processus.

Les pays à faible croissance et faible revenu par tête sont caractérisés au départ par la domination d'une finance informelle: le prêt pour des investissements de petites dimensions est assuré par des réseaux de relations sociales et par le contrôle d'un groupe de pairs. Dès lors que l'économie se développe, certains de ces réseaux se formalisent en associations de prêts de voisinage puis en banques locales.

Ce processus, permettant une structuration plus grande de l'intermédiation, est souvent accéléré à l'occasion de nouvelles périodes de croissance liées à de nouvelles opportunités commerciales ou industrielles. Durant toute cette période, l'intermédiation financière est assurée par la banque. Le marché des capitaux ne joue qu'un rôle mineur puisque les systèmes légaux et réputationnels ne sont pas encore clairement établis.

Le cadre du financement se reflète dans le cycle de vie de l'entreprise. Celle-ci démarre en général comme une affaire familiale utilisant des ressources financières propres et une épargne de proximité. A partir d'un certain niveau de résultats, la firme étendant son réseau relationnel devient capable d'attirer des fonds venus d'un cercle plus large d'intermédiaires financiers et notamment des banques.

Ce n'est qu'à partir du moment où l'entreprise acquiert la capacité d'émettre une information fiable que la transparence de l'économie s'affermi et que l'application des contrats devient juridiquement plus sûre. L'entreprise peut alors envisager un financement par le marché.

Avec ses spécificités, la situation financière des années 80 et du début des années 90 se trouve largement en deçà de cette dernière période dans le cas de la Thaïlande. Ce pays peut donc être caractérisé comme disposant d'un système de financement clairement centré sur la banque.

Cinq caractéristiques essentielles permettent d'en comprendre la raison. En premier lieu, les principales entreprises thaï sont organisées sous la forme du conglomérat dont Alba, Claessens, Djankov nous propose l'organigramme suivant <sup>368</sup>.

Plusieurs particularités émergent de ce type d'organisation économique. Selon La Porta R, Lopez de Silanes F, Shleifer A, Vishny W <sup>369</sup>, 47% des firmes thaï sont contrôlées par au moins leurs trois principaux apporteurs de capitaux.

Cette concentration de la propriété industrielle et commerciale peut se comprendre comme le moyen essentiel de résoudre les problèmes d'agence puisque les principaux détenteurs du capital sont à même de contrôler la firme et de limiter l'inefficacité du management.

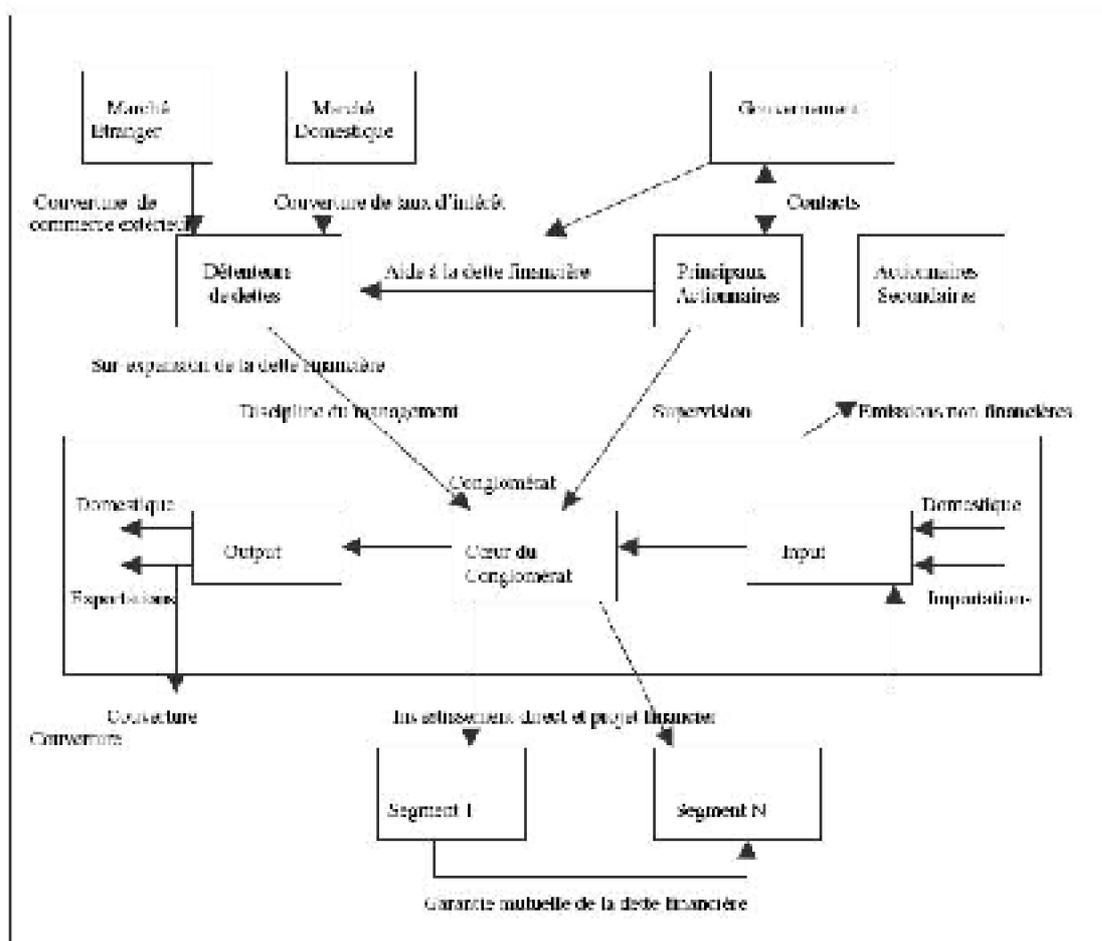
Dans un pays où l'application des lois financières est faible, les groupes dominant l'entreprise peuvent également obtenir un accès privilégié aux sphères du pouvoir politique afin d'obtenir des crédits plus aisément, tout en exerçant leur forte capacité à disposer de l'ensemble des ressources stratégiques. Empiriquement, on peut constater d'ailleurs cette corrélation entre concentration et profit <sup>370</sup>.

---

<sup>368</sup> Cf. Infra document X. In **Alba P, Claessens S, Djankov**: « Thailand's corporate financing and governance structures: impact on firm's competitiveness. World Bank. Conference on Thailand's dynamic sector competitiveness. UNNC. Bangkok. 20-21 May 1998.

<sup>369</sup> **La Porta R, Lopez de Silanes F, Shleifer A, Vishny W**: « Law and Finance ». Journal of Political Economy. 1998.

<sup>370</sup> **Alba P, Claessens S, Djankov**: « Thailand's corporate financing and governance structures: impact on firm's competitiveness. World Bank. Conference on Thailand's dynamic sector competitiveness. UNNC. Bangkok. 20-21 May 1998. P 17.



Document X :Le cadre organisationnel d'un conglomérat Thai

**Source :** Alba P, Claessens S, Djankov Figure 1, page 12.

Les résultats de cette étude, construite à partir des données du « **Stock Exchange of Thailand** », examinent la corrélation existant entre le niveau de profitabilité pour l'année 1992 et la concentration des entreprises pour cette même année. On constate une corrélation positive pour cette année de référence <sup>371</sup>.

**Document XI : Concentration de la Propriété et Profitabilité**

<sup>371</sup> Par contre, la régression de la « profitabilité 96 » sur la « concentration 92 » est négative pour 1996. Ce résultat suggère, comme nous le verrons dans le chapitre suivant, une dégradation de la performance des firmes concentrées. Cela pourra être mis en relation avec l'espérance des entrepreneurs d'accroître leur activité au delà des niveaux d'efficience souhaitables.

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME  
MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

---

	Profit 92	Profit 96
Concentration de la propriété 92	0.202 (0.084)	-0.063 (-0.090)
Variables muettes de secteurs incluses	Oui	Oui
Variables muettes de taille incluses	Oui	Oui
Observations	236	236
R <sup>2</sup>	0.176	0.163

**Source :** Alba P, Claessens S, Djankov Table 4, page 17.

Un tel dispositif s'explique par la jeunesse relative du mouvement d'industrialisation thaï ; les premières compagnies non bancaires émergent dans les années 40 et 50. La plupart des fondateurs sont encore vivants<sup>372</sup> et jouent parfois encore un rôle dans l'activité au jour le jour de l'entreprise, leurs enfants disposant des fonctions de management.

Les entreprises recrutent rarement leurs directions, ce qui limite les aspirations de tous les employés n'appartenant pas à la famille dominante. Les liens familiaux sont renforcés par la pratique visant à créer de nouvelles entreprises en s'alliant avec d'autres familles de même niveau.

Le procédé, encourageant la création de « *barrière à l'entrée* », accroît par conséquent l'influence familiale dans le secteur de l'entreprise. La rationalité d'un tel gouvernement d'entreprise s'explique par les traits saillants de toute économie en développement.

Le cadre juridique, s'il existe formellement (et même de manière avancée) ne s'accompagne que d'une très faible capacité d'application du fait de la faiblesse de l'appareil judiciaire, ainsi que le montre le tableau suivant dans lequel on peut voir que si le cadre légal disponible est plus étendu en Asie du Sud-Est qu'en Amérique Latine, il en est exactement à l'inverse pour ce qui concerne son application<sup>373</sup>.

**Document XII : Niveau de Protection des Investisseurs en Asie et en Amérique Latine**

<sup>372</sup> Dans la période précédant la crise de 1997.

<sup>373</sup> Idem. P 15.

Pays	Protection de l'investisseur.	Protection du créancier	Application de la loi	Pays	Protection de l'investisseur.	Protection du créancier	Application de la loi
Inde	2	4	6.1	Argentine	4	1	5.6
Indonésie	2	4	4.4	Brésil	4	1	6.5
Malaisie	4	4	7.7	Chili	4	2	6.8
Pakistan	5	4	4.3	Colombie	1	0	5.7
Philippines	4	0	4.1	Mexique	0	0	6.0
Sri Lanka	2	3	5.0	Venezuela	1	Nc	6.2
Thaïlande	3	3	5.9	Moyenne	2.2	0.8	6.1
Moyenne	3.1	3.1	5.4				

**Source :** Alba P, Claessens S, Djankov Table 3, page 15.

Au surplus, quoique appuyées sur le Bankruptcy Act de 1940, les lois sur les banqueroutes rendent très difficiles pour les créanciers d'obtenir justice à l'encontre des emprunteurs. Après 12 ans de préparation laborieuse, les droits du créancier ont pourtant été reconnus en 1998. Cependant, les obstacles essentiels subsistent.

Sous l'ancienne loi dont les principaux attendus sont encore en vigueur, la seule solution pour que le créancier puisse obtenir satisfaction était d'en appeler aux tribunaux. Ils devaient obtenir l'approbation du juge avant d'engager la procédure de recouvrement de la dette par la réalisation des collatéraux. (procédure en général fort longue).

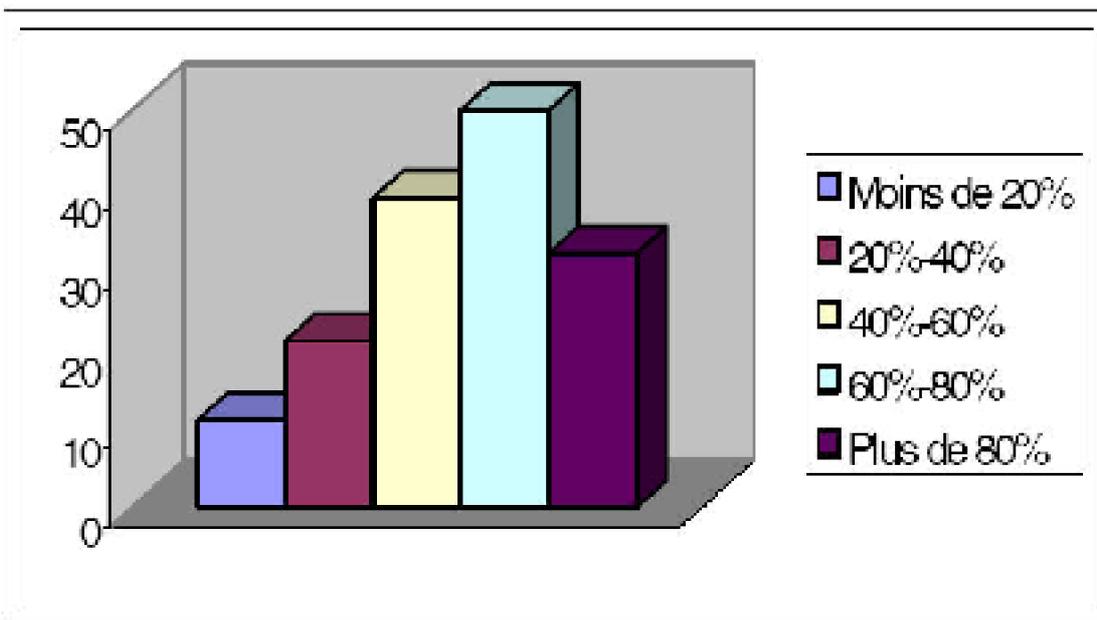
Ensuite, l'exécution du jugement nécessitait une seconde approbation des juridictions. La procédure s'étendait en moyenne sur cinq ans. La situation était plus difficile pour un créancier étranger puisque celui-ci devait apporter la preuve que son pays garantissait des droits équivalents à un éventuel créancier thaï (ce qui est dans la pratique impossible à déterminer)<sup>374</sup>.

Un tel environnement ne saurait évidemment que procurer de faibles incitations à s'introduire sur le marché financier compte tenu du faible niveau de garantie et de la forte probabilité de manquer de transparence.

On comprend que dans ce cadre la relation financière privilégiée par les entreprises et par les prêteurs soit l'intermédiation bancaire. L'alliance entre les groupes dominants la banque favorise d'ailleurs le recours à ce type de mécanisme comme le montre le tableau suivant<sup>375</sup> :

<sup>374</sup> **Delhaise P.H** : « The Implosion of the Banking and Finance Systems ». John Wiley & sons (Asia) Pte Ltd. 1998. Singapour p97-98

<sup>375</sup> **Alba P, Claessens S, Djankov**: « Thailand's corporate financing and governance structures: impact on firm's competitiveness. World Bank. Conference on Thailand's dynamic sector competitiveness. UNNC. Bangkok. 20-21 May 1998. P 19.



Document XIII : Concentration de la Propriété et Changement en matière d'endettement entre 1992 et 1996

**Source :** Alba P, Claessens S, Djankov Figure 3, page 19. L'axe vertical représente le changement en matière d'endettement de 1992 à 1996 (en %). L'axe horizontal représente la situation des cinq principales concentrations de la propriété.

Dans sa fonction d'intermédiation, le système financier thaï dispose de deux types de ressources, l'épargne domestique et l'emprunt étranger dont le montant pour la première partie des années 90 est représenté par les données suivantes <sup>376</sup> :

Document XIV : Evolution des types de ressources du système financier thaï de 1991 à 1995

	1991	1992	1993	1994	1994	1995
Taux d'épargne domestique (%PIB)	31.1	31.3	32.5	33.6	34.2	38.4
Dettes par rapport à l'étranger (%PIB)	36.99	36.2	37.1	43.1	42.4	54

**Source:** Thomson Bank Watch Inc. 1998.

Le marché financier thaï peut être décrit comme « *assez peu profond* ». Le marché des titres est pour des raisons déjà évoquées, très modestes aussi bien dans le domaine des actions que des obligations de long terme.

<sup>376</sup> Delhaise. op. cité. P 86

Le secteur bancaire quant à lui est réduit à une quinzaine de banques et un nombre croissant de compagnies financières. Pour ce qui est des banques proprement dites, leurs activités s'exercent en liaison étroite avec la banque centrale (*Bank of Thailand*) notamment depuis la crise bancaire du début des années 80.

Face à ces sérieuses difficultés bancaires, la Banque centrale a en effet adopté une attitude franchement interventionniste, n'hésitant pas permettre à l'une des banques nationalisées (*Krung Thai Bank*) d'absorber la principale banque privée en cessation de paiements (*Sayam Bank*).

D'autre part, avec le plein soutien de la puissance publique, les banques privées ont été autorisées à mettre en place une démarche dite de « réhabilitation » qui, sur la base d'un « camouflage »<sup>377</sup> de leur compte, a permis, grâce à la croissance économique postérieure, de retrouver un haut niveau de profitabilité bancaire<sup>378</sup>.

Document XV : Retour Moyen sur Actif des Banques Commerciales (R.O.A.A %) <sup>379</sup> :

R.O.A.A	88	89	90	91	92	93	94	95	96
(*)	0.9	0.64	0.94	0.96	1.29	1.52	1.63	1.73	1.06

ROAA : Profit courant après impôts / Actif total moyen pour l'année courante et les dernières années.

L'orientation du crédit, de l'épargne domestique vers le financement de la dette par l'étranger a signifié au début des années 90, la mise en place de structures institutionnelles nouvelles.

Alors que jusqu'à cette période, les institutions financières étrangères n'étaient pas les bienvenues, à partir de ces années, la mise en place du « **Bangkok International Banking Facilities** »<sup>380</sup> a eu pour fonction d'internationaliser la dette thaï. A travers cette institution, les autorités thaï s'engagèrent auprès des banques étrangères à accepter celles-ci (après une phase d'adaptation destinée à tester la banque candidate) sur le marché local du crédit.

Depuis les années 70, les emprunteurs thaïs pouvaient sous certaines conditions se tourner vers des prêteurs internationaux : ce type d'emprunts était nommé « **out-in** », le passif était « **off shore** » et l'actif, domestique. Cependant, l'immense majorité des bilans est resté, avant la création du B.I.B.F, eux-mêmes, domestiques.

Avec le B.I.B.F, l'ensemble des banques thaï a adopté la règle « **out-in** » avec le soutien des autorités qui y ont vu un moyen de limiter la puissance financière de Hongkong sur la région. Si le lien des banques avec les pouvoirs publics est sous-jacent,

<sup>377</sup> op cité. P 82.

<sup>378</sup> op cité. Table 41. P82.

<sup>379</sup> R.O.A.A = After tax profit in current / Average of the total assets in current and last years.

<sup>380</sup> B.I.B.F.

celui des compagnies financières est direct. Il illustre clairement la situation de transition vers la croissance propre aux pays en situation de décollage. En effet, les sociétés financières, quoique jouant également un rôle dans l'intermédiation (internationale dans ce cas précis), ne sont pas des banques ordinaires. Elles n'ont en général que fort peu de déposants, voire la plupart du temps, elles n'en ont aucun.

De plus, en opposition aux banques d'affaires des pays développés, elles ne disposent pas de capacités d'expertise technique et financière particulières. Elles n'ont d'utilité ni en matière d'expérimentation ni dans le domaine du monitoring.

Leur fonction est tout à fait différente et renvoie à la nature de l'intervention du champ politique sur l'économique dans la phase de décollage : des liens familiaux, clanique ou simplement de clientèle entre ces sociétés et l'appareil d'Etat.

Au même titre que la mise en place d'un « peg » Baht – Dollar par la Banque of Thailand, la nature de ces sociétés financières joue, dans le cadre des anticipations des agents, un rôle de réducteur d'incertitude en matière d'investissements internationaux désireux d'intervenir sur le marché asiatique. P.Krugman exprime cette situation institutionnelle de la manière suivante<sup>381</sup> :

**« Qu'étaient exactement ces sociétés financières ? (...) La réponse résidait fondamentalement dans les relations politiques- souvent en effet, le propriétaire de la société financière était un parent d'un des membres du gouvernement. Et donc l'affirmation selon laquelle les décisions touchant au montant des emprunts et des investissements résultaient de jugements du secteur privé, par nature imprévisibles, sonnait complètement faux. Il est vrai que les prêts aux sociétés financières n'étaient pas soumis à des garanties formelles comparables à celles des sociétés de crédit américaines. Mais les banques étrangères qui prêtaient de l'argent à la société financière du neveu d'un ministre peuvent être excusées de croire qu'elles bénéficieraient d'une protection renforcée (...). Et il se pourrait que les créanciers étrangers aient eu raison ; dans près de neuf cas sur dix, les créanciers étrangers des sociétés financières ont en effet été tirés d'affaire par le gouvernement thaï lorsque la crise éclata. »**

## CONCLUSION : LES FORMES DE FINANCEMENT DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT

---

L'ensemble des pays ayant connu une période d'industrialisation rapide à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle dispose d'un système de banques universelles finançant la majorité des firmes à travers des prêts et des prises de participation dans le capital. Ces banques qui préexistent à l'industrialisation, vont s'efforcer durant toute cette période de conserver une situation oligopolistique sur le marché grâce à différents types de régulation et à l'utilisation de barrières légales à l'entrée.

Motivées par le profit, elles vont activement promouvoir l'investissement dans l'industrie en s'engageant dans la coordination du financement du capital. L'absence de banques disposant de cette taille critique et manquant de capacités de contrôle du

<sup>381</sup> Krugman. Op cité. P 116-117.

marché, se trouve probablement, pour partie à l'origine de l'impossibilité de réaliser les conditions de mise en œuvre du processus de coordination. C'est ce qui semble être le cas dans l'expérience russe et espagnole précédant la première guerre mondiale et l'échec de leur tentative de développement à cette époque.

Au contraire, dans le cas allemand (mais aussi belge et italien) la nature des banques universelles leur permet de mieux réduire les coûts de coordination qu'elles auraient pu le faire si elles n'avaient disposé que d'une stratégie de crédit standard. La banque est donc une institution économique capable de susciter, d'orienter et de contrôler les externalités afin de résoudre de manière optimum les difficultés de coordination de l'activité.

Un tel dispositif diffère donc quelque peu de la situation des premières phases d'industrialisation comme celle de l'Angleterre où, comme nous l'avons vu avec Acemoglu et Zilibotti, il s'agit beaucoup plus de résoudre les problèmes d'expérimentation et de diversification des risques que d'organiser le cadre propre à une supervision efficace. Le modèle anglais fragmenté et spécialisé s'est avéré efficace pour mener à bien le financement d'un tel processus d'industrialisation. Il n'en reste pas moins unique.

En revanche, les mécanismes de développement d'un capitalisme productif émergent en Asie, tels que nous venons de les analyser, semblent pouvoir être rapprochés de l'expérience allemande. Dans le cas le plus ancien, celui du Japon, la mise en œuvre des processus de coordination s'effectue de manière originale à travers la structure du Zaibatsu, conglomérat qui intègre en son sein même la complémentarité financement bancaire - industrialisation.

Avec des particularités nationales, cette expérience se répète pour ce qui concerne les phases plus récentes en Asie. En Corée du Sud, par exemple, le gouvernement Park nationalise l'ensemble du système bancaire et l'instrumentalise au compte de sa politique économique notamment en dirigeant sa politique de crédit subventionné vers les secteurs industriels stratégiques.

De même, dans le cas de la Thaïlande, la faiblesse du financement de marché s'accompagne d'une interpénétration complexe du système bancaire public, du système bancaire privé, des compagnies financières avec l'appareil d'Etat. Comme pour la période initiale de développement de la Corée du Sud pendant les années 60 et 70, le problème de la coordination reste au cœur du processus de croissance accélérée que connaît la Thaïlande.

Là aussi, cette coordination est assurée par l'intermédiaire du financement bancaire. Son caractère particulier résulte essentiellement d'une intervention de l'Etat beaucoup plus directe que dans le cas de l'expérience des Révolutions Industrielles de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle. C'est précisément cette particularité qui fait problème car la nature de ces Etats diffère largement en ce qui concerne la nature de leur système légal.

Pour reprendre les critères fondamentaux de la sociologie politique proposés par Max Weber, il semble que si l'on peut caractériser l'Etat bismarckien à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle en Allemagne, de modèle de « **légitimité bureaucratique** », il n'en est pas de même en ce qui concerne les pays d'Asie du Sud-Est.

Dans ce cas, la « légitimité traditionnelle » semble être un élément essentiel à

prendre en compte dans l'analyse des stratégies publiques, notamment en matière de financement de l'activité. Le degré de fragilité financière qui en résultera, trouvera ici l'une de ses justifications majeures.

Quoiqu'il en soit, il nous semble possible ici de valider notre hypothèse et considérer que le rôle de la banque va devenir déterminant dès lors que le capitalisme marchand laisse la place à un nouvel ordre productif.

Fortement marqué par les normes concurrentielles et la présence d'entreprises « pionnières », celui-ci s'oppose au précédent, construit sur l'économie de rente, c'est-à-dire sur l'existence du monopole des compagnies.

Dans ce cas préindustriel donc faiblement concurrentiel, ni le problème de l'expérimentation, ni celui de la réduction des défauts de coordination ne se posaient avec la même acuité et en tout état de cause, la compagnie de monopole savait y pourvoir. L'activité d'une banque<sup>382</sup>, telle celle qui va dominer la phase d'émergence du capital productif, n'était pas encore à l'ordre du jour.

## **CHAPITRE II LA FRAGILITE BANCAIRE COMME FORME DOMINANTE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME EMERGENT CONTEMPORAIN**

D'une part, le caractère dominant de l'intermédiation de crédit dans le financement du capitalisme émergent d'Asie du Sud-Est suggère l'existence d'une fragilité financière de nature bancaire.

D'autre part, la forme prise par la crise financière de 1997 s'apparentant à un processus de panique laisse à penser que nous sommes en présence d'une fragilité bancaire côté passif.

Afin de valider cette hypothèse, nous proposons de développer notre réflexion de la manière suivante :

- Plaçant l'analyse du financement bancaire dans le cadre d'une intermédiation d'information nous chercherons à montrer que l'institution bancaire dispose d'outils efficaces pour répondre aux problèmes découlant d'une relation financière principal-agent.
- Tout en demeurant dans le cadre de cette relation, nous réfléchirons, ensuite, sur les conditions de fonctionnement du système bancaire des pays émergents et nous mettrons en évidence que le dispositif légal de l'action publique peut induire, sous certaines conditions qu'il faudra expliciter, un niveau d'asymétrie d'information dont résultera un problème de hasard moral obscurcissant tous les aspects de la relation

---

<sup>382</sup> Celle-ci peut même être comprise comme une concurrence potentielle à l'encontre des compagnies. On comprend alors que dans cette période le financement de marché pourtant porteur de tous les risques, lui soit néanmoins préféré.

financière.

- Nous en évaluerons les effets sur l'ensemble de la relation prêteurs-emprunteurs. Tout d'abord, pour ce qui concerne la relation prêteurs-intermédiaires financiers nous expliquerons en quoi le caractère asymétrique de l'information provoque un processus de surinvestissement de la part des prêteurs. Puis, de la même manière, en analysant la relation institutions financières-emprunteurs, nous nous efforcerons d'explicitier les racines du phénomène de surendettement des firmes tel qu'il est apparu notamment pendant la crise de 1997.
- A partir de là, il apparaîtra que le phénomène du hasard moral est le fondement essentiel de la fragilité bancaire du capitalisme émergent contemporain. Cependant, nous discuterons, à la lumière de cette analyse, les hypothèses alternatives. En particulier, l'idée que la libéralisation de l'économie propose une explication plus convaincante ; mais aussi que la crise monétaire pourrait être le vecteur principal de la fragilité puis de la crise bancaire qui en résulte.
- Enfin, après avoir montré la place de la fragilité bancaire dans le processus de contagion qui a marqué la crise de 1997, nous concluons en démontrant en quoi il est possible d'interpréter la fragilité bancaire du capitalisme émergent comme une double-contrainte

## 1 - L'INTERMEDIATION BANCAIRE COMME CADRE D'UNE RELATION PRINCIPAL - AGENT

---

**Au cœur de l'intermédiation bancaire se joue la question centrale de l'aversion pour le risque. C'est bien parce que le prêteur n'est pas en mesure, lui-même, d'analyser le taux d'effort et de prise de risque de l'emprunteur que la fonction d'intermédiation prend tout son sens.**

Cette relation peut se comprendre, mais cela n'est pas limitatif, dans un système bancaire hiérarchisé à l'intérieur duquel l'Etat et la banque centrale fournissent un ensemble de garanties assurantielles explicites ou implicites.

Il est possible d'analyser ce dispositif dans le cadre d'une relation principal-agent offrant certaines particularités. Traditionnellement, dans le cadre de la théorie de l'assurance, cette relation peut être formalisée de la manière suivante <sup>383</sup> :

Dans un premier temps, l'agent est adverse au risque <sup>384</sup> et ce risque ne dépend pas de son comportement. Dans ce cas, aucun problème d'incitation ne se pose. On suppose alors que l'agent dispose d'une richesse initiale  $w$  et qu'il existe une probabilité  $p$  pour qu'il subisse une perte d'un montant  $L$ .

L'agent peut donc se procurer un contrat lui assurant  $q$  unités monétaires <sup>385</sup> si

<sup>383</sup> **Hal R Varian** : « Analyse Microéconomique » De Boeck Université. Collection Balises. Ouvertures Economiques. Bruxelles . 1995. P 183.

<sup>384</sup> Sa fonction d'utilité est donc concave.

l'éventualité de la perte se réalise. La somme d'argent qu'il s'engage à payer pour un contrat assurant une telle couverture est  $\alpha q$  où  $\alpha$  représente la prime à payer par \$ assuré.

Le contrat d'assurance souscrit résulte de la maximisation de l'espérance d'utilité de l'agent qui prend la forme suivante :

$$\text{Max pu}(w - L - \alpha q + q) + (1 - p)u(w - \alpha q)$$

(1)

En dérivant par rapport à  $q$  et en annulant la dérivée <sup>386</sup>, on obtient :

$$pu'(w - L + q^* (1 - \alpha)) - (1 - p)u'(w - \alpha q^*) = 0$$

(2)

C'est à dire que :

(3)

Si l'événement se produit, la compagnie d'assurance reçoit  $(\alpha q - q)\$$ . Si l'événement ne se produit pas, elle reçoit  $\alpha q \$$ . Le profit espéré par la compagnie est donc :

$$(1 - p) \alpha q - p(1 - \alpha)q$$

En supposant que la concurrence sur le marché de l'assurance se traduise par l'annulation des profits, on obtient :

$$-p(1 - \alpha)q + (1 - p)\alpha q = 0 \text{ soit } \alpha = p$$

En insérant cette égalité dans (3), on trouve :

$$u'[w - L + (1 - \alpha)q^*] = u'(w - \alpha q^*)$$

En situation d'aversion stricte pour le risque <sup>387</sup>, on a alors :

$$w - L + (1 - \alpha)q^* = w - \alpha q^* \text{ soit } L = q^*$$

Ce résultat signifie que l'agent est parfaitement assuré contre la perte  $L$ . Un tel état dépend, bien entendu, de l'hypothèse liminaire selon laquelle l'agent ne peut agir sur la probabilité de la perte.

Dans le cas inverse, essentiel pour notre analyse, l'action de l'agent peut affecter la probabilité de perte <sup>388</sup>. Il s'ensuit que les compagnies d'assurance se doivent de ne proposer qu'une assurance partielle incitant l'agent à l'effort et à la prudence. Dans ce contexte, marqué par des « **comportements cachés** » c'est à dire dans lequel existent des asymétries d'information, la relation principal-agent se trouve entachée d'un problème

<sup>385</sup> Nommées par la suite \$.

<sup>386</sup> Pour former l'ensemble d'acceptation.

<sup>387</sup> C'est à dire pour  $u''(w) < 0$ .

<sup>388</sup> C'est le cas lors d'une relation binaire prêteur-emprunteur, cela reste le cas en présence d'un système bancaire même lorsque celui-ci est hiérarchisé.

de «hasard moral » puisque les détenteurs d'une police d'assurance peuvent être amenés à manquer de prudence.

L'analyse précédente doit alors être modifiée de la manière suivante: On suppose l'existence de nombreux agents identiques s'assurant contre un risque déterminé. En cas de réalisation du risque, l'agent subit un préjudice  $L$ . L'état de nature 1 correspond à cette réalisation, l'état de nature 2 au cas inverse. Soit  $\pi_1$  la probabilité de réalisation du risque dans l'hypothèse où l'agent adopte un comportement prudent et  $\pi_2$  la probabilité de réalisation du risque quand l'agent adopte un comportement à risque. Soit  $c$ , le coût correspondant à l'adoption d'un comportement prudent,  $w$  la richesse de l'agent et  $S_i$  le montant de la prime d'assurance versée par l'agent dans l'état de nature  $i$ . Le problème d'incitation se pose donc de la manière suivante :

Sous la contrainte de participation de l'agent <sup>389</sup> :

Ainsi que sous la contrainte de compatibilité du mécanisme d'incitation :

En l'absence de problème d'incitation, dans le cas où le risque est indépendant du comportement de l'agent (et sous l'hypothèse que les profits espérés tombent à zéro en raison de la concurrence sur le marché de l'assurance) la solution optimale est <sup>390</sup> :

$$S_2 = S_1 + L$$

En d'autres termes, le principal assure complètement l'agent. Par contre, si la probabilité de perte dépend du comportement de l'agent, l'assurance complète n'est plus une solution optimale. En général, la compagnie d'assurance propose alors des contrats d'assurance incitatifs permettant d'orienter le comportement de l'agent vers une prudence accrue. Dans ce cadre, la demande d'assurance se trouve donc rationnée.

Au-delà de la simple relation prêteurs-emprunteurs, on peut, bien entendu, interpréter de la même manière l'interaction Etat – système bancaire comme une relation principal-agent. En effet, il est clair qu'elle peut se situer dans le cadre d'un problème de hasard moral puisque l'établissement d'un contrat d'assurance complet et non pas partiel (autrement dit l'existence réelle ou supposée d'un prêteur en dernier ressort s'accompagnant d'une faiblesse des mesures contraignantes à l'égard des banques) est susceptible d'inférer chez le banquier des comportements imprudents.

L'absence de contrats optimaux et la croyance en l'action du prêteur en dernier ressort incite l'ensemble des agents bancaires à se comporter d'une manière dangereuse du point de vue de l'équilibre financier pour des raisons exactement similaires à celles qui motivent les emprunteurs. Il est, en effet, possible pour la banque d'utiliser les fonds prêtables nationaux et étrangers disponibles pour satisfaire largement les emprunteurs sans que la qualité de l'effort consenti et la validité des projets mis en œuvre soient des critères suffisamment pris en compte dans le cadre de l'action d'intermédiation. Nous allons voir, à travers une étude empirique, que les modes de financement du capital dans les phases d'émergence du capitalisme productif attestent effectivement de la

<sup>389</sup> correspond à l'utilité en cas de non-participation de l'agent.

<sup>390</sup> Puisque  $S_2 - S_1 = L$

prééminence de ce dispositif.

## 2- LE SYSTEME DE FINANCEMENT DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT EN ASIE DU SUD-EST, SOURCE D'ASYMETRIES D'INFORMATION ET VECTEUR DE «HASARD MORAL »

---

L'analyse des conditions de fonctionnement concret du système bancaire propre aux pays asiatiques émergents prouve l'importance du problème du hasard moral dans les relations financières. Sur le plan sociologique et si l'on suit la tradition wéberienne, la naissance du capitalisme relève largement d'une rupture particulièrement nette dans le domaine des formes de rationalité. Le passage d'une rationalité « *en valeur* » à une rationalité « *en finalité* » est le propre de cette émergence.

Non que la rationalité « *en finalité* » marquant le capitalisme atteigne à la pureté de son concept même dans les pays les plus anciennement marqués par cette forme de développement économique, mais le caractère propre de cette rationalité est devenu assez puissant pour donner sens, à la fois aux relations économiques entre les hommes et aux formes de domination qui y correspondent.

Les pays d'occident se caractérisent, en la matière, à la fois par la prééminence de l'individualisme sociétal sur la conscience d'appartenance communautaire ainsi que, sur le plan du pouvoir politique, par la mise en place d'une organisation bureaucratique se concevant comme rationnelle, en adoptant un système de règles impersonnelles et un régime de séparation des pouvoirs.

L'avènement de ce processus d'institutionnalisation a occupé une vaste époque historique dans les pays occidentaux. Tel n'est pas le cas dans l'ensemble des pays émergents.

Au contraire, dans ce cas, les rationalités traditionnelles dominant et infléchissent, de manière décisive, l'ensemble des relations économiques ainsi que les relations de pouvoir: le système de financement hiérarchisé qui en résulte ne saurait donc être, quant à son contenu sinon quant à sa forme, identique à celui des vieilles nations capitalistes.

Le cadre des économies d'Asie du Sud-Est est fondamentalement marqué par les liens personnels plus encore qu'institutionnels structurant le monde de l'entreprise, de l'Etat et de la banque.

Cette « collusion » est, nous l'avons vu précédemment, nécessaire à la mise en œuvre du développement économique et notamment à son financement. Philippe Delhaise en exprime ainsi la particularité <sup>391</sup> :

***“En Asie, les prêts ne s'effectuent pas en fonction de la solidité du projet ou de l'état du bilan mais plutôt sur la personnalité de l'emprunteur et la nature des***

---

<sup>391</sup> « Money lenders in Asia do not lend on the strength of a project or a balance sheet but rather on the basis of who the borrower is and what collateral is offered. *Keeping that in mind, it is not surprising to see the close relationship between banks, state and the mayor companies* » in **Delhaise.F.P.**: « *Asia in Crisis, the Implosion of the Banking and Finance Systems* ». John Wiley and Sons. Singapore. 1998. P 25.

**collatéraux. Gardant cela à l'esprit, il n'est pas surprenant de constater la relation étroite qui unit banques, Etat et entreprises »**

Elle est cependant, en même temps, porteuse des risques inhérents aux situations de hasard moral. L'analyse de la situation du système bancaire asiatique à l'aube des années 90 en atteste largement.

En général, jusqu'à l'irruption de la crise de 1997, l'ensemble des banques asiatiques semblait parfaitement solvable. La réalité était, pourtant, déjà bien différente. Une grande partie d'entre elles étaient en fait, virtuellement, en situation de banqueroute.

La question de la transparence bancaire est essentielle en matière de financement. Lorsqu'un porteur de fonds entre en relation avec un établissement financier, celui-ci doit lui procurer une information fiable sur ses capacités à restituer les fonds initialement engagés.

En effet, alors qu'une entreprise industrielle contracte des emprunts dont le montant correspond fréquemment à deux fois son capital propre, la banque, de manière tout aussi fréquente, emprunte ou accepte des dépôts dont le montant dépasse quinze à vingt fois son capital. Aussi, la nécessité pour la banque de proposer une information particulièrement claire est un devoir impérieux. L'existence d'un corps de règles, adapté et rigoureux, est un outil efficace dans cette démarche.

Si l'on peut estimer que la transparence bancaire est devenue de bonne qualité dans les pays de l'OCDE, il paraît évident que dans les pays à capitalisme productif émergent et notamment dans ceux d'Asie du Sud-Est, la situation est beaucoup plus préoccupante en ce domaine.

Ainsi en attestent, par exemple, les résultats du modèle de « **Capital Information Services** », la principale agence de notation asiatique en 1993<sup>392</sup>.

	P & L	Détails sur:		Autres	Autres Actifs	Total
		Engagements	Actifs			
Thaïlande	94	93	144	96	15	442
Malaisie	87	90	110	96	40	425
Indonésie	75	118	107	72	29	401
Taiwan	90	100	84	80	45	399
Philippines	67	74	77	96	21	335
Cote du Sud	54	101	94	24	56	329
HongKong	9	19	27	8	31	94
Chine	13	18	7	0	0	38
Score Max. Possible	200	210	350	120	120	1000

Document I : Niveau de divulgation de l'information par les banques asiatiques

**Source** . Capital Information Services<sup>393</sup>

Cette absence de transparence peut s'évaluer à travers l'analyse de quatre

<sup>392</sup> *Idem*. P 48.

<sup>393</sup> Appliqué aux Etats-Unis, ce modèle donne un score compris entre 900 et 970 sur 1000.

principaux indicateurs : les ratios de capital, la qualité des actifs, le niveau des profits et la liquidité des bilans <sup>394</sup> .

Sur le plan technique, les ratios de capital indiquent la solvabilité de l'établissement bancaire. Ils mesurent l'écart entre ses disponibilités et l'actif. En pratique, plusieurs types de ratios sont mis en œuvre. Les plus anciens comparent les éléments du bilan pour évaluer l'effet de levier <sup>395</sup> ou le niveau de prise de risque <sup>396</sup> .

Leur caractère obsolète résulte du fait que les nouvelles conditions d'intermédiation impliquent, pour la banque moderne, l'acceptation d'importantes prises de risque en dehors de son portefeuille de prêts.

Cependant, compte tenu du manque de transparence bancaire sur lequel nous reviendrons, l'analyse financière doit poursuivre son utilisation de tels instruments malgré leur obsolescence.

Le Comité de Bâle a mis en œuvre une amélioration du calcul des ratios de solvabilité à partir de 1988 <sup>397</sup> . Le principal changement consiste dans le fait que la valeur de chaque élément de l'actif doit être ajustée pour prendre en compte le risque supporté par l'institution bancaire et notamment celui concernant les risques hors-bilan.

Au dénominateur (portant sur les éléments de l'actif), les nouveaux ratios indiquent les différentes pondérations accordées en fonction du niveau atteint par le risque. Au numérateur (portant sur les éléments du passif), une nouvelle différenciation est introduite pour séparer des autres postes, les fonds qui ne sont pas destinés à demeurer dans les comptes <sup>398</sup> . En souhaitant traiter toutes les institutions bancaires de manière similaire, le Comité de Bâle poursuivait évidemment sa volonté d'uniformiser les conditions institutionnelles du marché du capital.

Les fonds propres sont considérés comme le moyen essentiel pour amortir les fluctuations de la valeur de l'actif. En effet, les engagements de la banque vis à vis des créanciers et des déposants restent prédictibles. Ceux-ci ne peuvent obtenir plus que leur dû.

Au contraire, la valeur de l'actif bancaire peut se dégrader. Le ratio de capital propre représente alors la proportion maximum de risques d'actif que la banque peut subir avant qu'une action corrective de la part des régulateurs ne soit entreprise.

Le choix du niveau de 8% pour ce ratio découle d'un consensus parmi les pays de l'OCDE. Ce niveau correspond probablement aux situations que les banques des pays

<sup>394</sup> **ibid** . P 261-262.

<sup>395</sup> « Leverage ».

<sup>396</sup> « Total Equity / Loans ».

<sup>397</sup> **Centre d'information sur l'épargne et le crédit** : « Le ratio Cooke : une discipline difficile mais salutaire ». Bulletin mensuel n° 156.Décembre 1992.

<sup>398</sup> « Tiers 2 composants ».

membres de l'organisation (en particulier les Etats-Unis) peuvent rencontrer.

Cependant, le ratio de capital propre peut aussi être dicté par les conditions en vigueur sur le marché bancaire. En effet, il existe un lien particulièrement solide entre le niveau atteint par trois ratios : le ratio de capital propre (BIS ratio ou ratio Cooke), le ratio de retour sur capital propre<sup>399</sup> et le ratio de retour sur actif<sup>400</sup>.

Une banque dont l'actif est équivalent à dix fois son capital dispose d'un R.O.E équivalent à dix fois son R.O.A. Si l'on se réfère à sa définition, la même relation arithmétique existe avec le ratio de capital propre.

Le R.O.A est largement fixé par les conditions propres au marché du capital. Dans ces conditions, le R.O.E devrait être également en adéquation avec les conditions précédentes. Dans les faits, la plupart du temps, le R.O.E est plus faible, or dans des situations de croissance forte, la mise en œuvre des opérations bancaires s'accélère. Il en résulte la nécessité pour celles-ci de lever des capitaux propres. Aussi, la présentation d'un ROE attractif devient essentielle pour mener à bien cette activité.

Pour y parvenir, les banques d'Asie du Sud-Est vont utiliser trois méthodes, toutes potentiellement dangereuses : accroître le risque sur certains actifs, développer des opérations de spéculation générant des profits non liés aux opérations de prêts et enfin, masquer les actifs non performants.

- Le second indicateur, la qualité de l'actif, est l'élément le plus important pour déterminer la capacité de crédit d'un établissement bancaire. Il affecte directement les décisions concernant les provisions induisant le niveau atteint par les profits. En retour, les flux de profit influencent les ratios de capital et donc le degré de solvabilité de l'établissement bancaire.

Les principaux facteurs agissant sur la qualité de l'actif correspondent à son degré de diversification, son degré d'exposition aux chocs réels ou monétaires, la taille et la durée des prêts, la croissance du portefeuille de prêts et la mise en œuvre d'une politique de financement. P.Delhaise exprime, de manière synthétique, le contexte relatif à un bon niveau de qualité de l'actif<sup>401</sup> :

***«Une banque dotée d'une bonne culture en matière de crédit, opérant sur un marché institutionnalisé, protégée par des lois sur les opérations commerciales et la faillite doit normalement disposer de la meilleure sécurité possible en matière de qualité des actifs »***

<sup>399</sup> R.O.E: « Return on Equity ». Il correspond au rapport entre le profit hors taxe de l'année courante sur la moyenne du capital de l'année courante et des dernières années.

<sup>400</sup> R.O.A: « Return on Assets ». Il correspond au rapport entre le profit hors taxe et la moyenne de l'actif de l'année courante et des dernières années.

<sup>401</sup> « A bank endowed with a good credit culture operating in a mature market, protected by a safe commercial and bankruptcy laws, will normally enjoy the safest possible asset quality." in **Delhaise.F.P:** « *Asia in crisis, the implosion of the banking and finance systems* ». John Wiley and Sons. Singapore. 1998. P 58.

De ce point de vue, les banques asiatiques ne répondent généralement pas à l'ensemble de ces conditions. Les relations interpersonnelles l'emportent sur la notion de prêt reflétant les capacités de l'emprunteur à générer un cash-flow suffisant. Il en résulte que la condition de diversification de l'actif se heurte fréquemment au fait que certains emprunteurs usant de plusieurs dizaines de raisons sociales peuvent concentrer une part importante des prêts octroyés par un établissement bancaire sans qu'aucune mesure de régulation interne ou externe puisse être mise en œuvre.

Concernant la catégorie des prêts non performants, les définitions sont beaucoup moins strictes que dans les pays occidentaux. Leur classement en trois catégories (sous-standard, douteux et mauvais) demeure très imprécise et nombreux sont les mauvais prêts qui sont maintenus dans ce classement longtemps avant d'être juridiquement qualifiés de délictueux.

La restructuration des prêts non performants par allongement des durées et limitation des taux d'intérêt restent souvent masquée. Ceci permettant à des débiteurs douteux de recevoir des liquidités afin de servir leurs remboursements initiaux.

De plus, l'information délivrée par les banques asiatiques s'avère pauvre et partielle. En particulier aucun détail n'est donné en ce qui concerne les provisions spécifiques sur les pertes et profits ainsi que sur le montant des recouvrements. Avec de si faibles indications, il est souvent impossible d'utiliser rationnellement les ratios adéquats pour évaluer la qualité des actifs bancaires. De ce point de vue encore, il est possible d'opposer les pays capitalistes parvenus à maturité aux économies émergentes.

La raison la plus importante permettant d'expliquer l'imperfection de l'information en ce qui concerne les provisions tient au fait, qu'en général, ces provisions absorbent les trois quarts des profits bancaires. Or, la croissance très rapide de ces économies provoque un besoin toujours croissant de capital propre. Un niveau trop élevé du provisionnement, en laissant apparaître un profit bancaire insuffisant irait à l'encontre de cette stratégie.

**Il faut ajouter à cela le rôle de l'Etat en matière fiscale. Celui-ci, en tant que force motrice du processus de croissance, trouve dans le secteur bancaire des ressources fiscales essentielles. Aussi, répugne-t-il généralement à inciter les banques à s'engager dans la voie du développement de leur politique de provisionnement. Celle-ci peut, d'autre part, sembler, dans une certaine mesure, peu utile dès lors que la puissance publique s'engage implicitement à jouer son rôle de prêteur en dernier ressort.**

Il résulte de cet ensemble d'éléments que les banques asiatiques tendent généralement à sous-estimer systématiquement leurs besoins de provisionnement.

Pour ce qui concerne le troisième indicateur, les ratios de profit, la majorité des agences de notation les considèrent comme le critère le plus adapté pour évaluer la situation du secteur bancaire. En effet, il est difficile pour un établissement bancaire de masquer à long terme l'absence de rentabilité alors que cela reste possible, comme nous venons de le voir, pour ce qui est de la qualité des actifs.

Cependant, les dirigeants des banques asiatiques disposent d'une grande liberté dans la présentation de leurs comptes afin de laisser apparaître un bénéfice comptable hors de proportion avec le bénéfice réel. Ainsi, les règles comptables facilitent les reports des pertes et profits d'une période à l'autre. De plus, conscientes de l'importance de l'intermédiation bancaire, les autorités politiques maintiennent traditionnellement les taux directeurs à un niveau élevé afin de permettre un spread adéquat pour induire un profit bancaire suffisant.

D'autre part, dans le but d'améliorer le R.O.A, les banques asiatiques vont aussi, s'appuyant en cela sur le haut niveau de la conjoncture, restructurer leur actif en privilégiant les prêts à hauts risques. Cela permet, sans agir sur le volume de l'actif, d'améliorer le profit potentiel. Ce choix stratégique, fortement risqué, se conçoit dès lors que l'on rappelle le contexte d'opacité marquant la nature profonde du système bancaire propre au capitalisme productif émergent.

- Le dernier indicateur rassemblant les ratios de liquidité pourrait également donner une évaluation approximative de la solidité des institutions bancaires ; il est, cependant, souvent difficile à interpréter.

Du point de vue bancaire, la liquidité peut se définir comme la capacité présente et future de l'institution bancaire à satisfaire une demande potentielle concernant aussi bien les possibilités de retraits que les défauts de contreparties ou l'arrivée à maturité d'une dette<sup>402</sup>. La politique prudentielle de la banque devrait donc intégrer les changements pouvant affecter le profit bancaire mais également les modifications dont l'effet peut s'avérer décisif en ce qui concerne la sécurité du capital.

Les difficultés propres aux ratios de liquidité (par exemple le ratio Prêts/Dépôts) tiennent, on l'a vu, à la maturité des engagements. Habituellement, une proportion des dépôts de court terme peut être considérée de manière réaliste comme disposant d'une maturité plus longue. Cependant, dans le cas de l'hypothèse d'une crise bancaire, cela devient faux. Il en résulte qu'il est essentiel d'examiner avec précision la nature des fonds présentés des deux côtés du bilan bancaire. Or, le contexte asiatique ne s'y prête que fort peu. P.Delhaise peut même écrire<sup>403</sup> :

**« Il n'y a rien de mauvais à ce qu'une banque compte sur des fonds empruntés, fonds qu'elle a recherché au lieu de lui être proposés, ou d'investir avec détermination en présentant un actif liquide – risqué ou non – en forte proportion. Mais la banque ne peut s'adonner au deux en même temps. Inutile de dire que beaucoup de banques asiatiques en particulier en Indonésie et en Thaïlande n'avaient aucune idée concernant les moyens de mesurer le risque ».**

Ainsi, on le voit, la particularité du système de financement asiatique, comme celui de tout

<sup>402</sup> Le risque de liquidité encouru par la banque provient du fait qu'elle pratique des opérations à terme différentes. Elle peut donc subir des retraits immédiats alors même que son actif est immobilisé. Le taux d'impasse mesure ce risque.

<sup>403</sup> "There is nothing wrong in a bank relying on purchased funds – funds that it asked for, rather than that was offered; or being aggressively invested – exhibiting a high – risk or non – liquid asset mix, but the bank should not indulge in both. Needless to say, many Asian banks, in particular in Indonesia and in Thailand, have no idea how to measure that risk." Ibid. P 68.

capitalisme productif émergent contemporain <sup>404</sup>, peut s'interpréter, à travers l'ensemble des « comportements cachés » préjudiciables au prêteur, dans le cadre du concept de hasard moral.

Cette situation confère aux institutions bancaires asiatiques une opacité fondamentale que nous venons de démontrer à travers les principaux éléments de l'analyse comptable, que celle-ci porte sur la structure du capital, la qualité des actifs, la profitabilité ou la liquidité. La fragilité bancaire qui en résulte permet maintenant l'interprétation de la fragilité financière qui mène à la crise dont l'exemple le plus spectaculaire reste celui de 1997.

### **3 - LA FRAGILITE BANCAIRE, L'INTERMEDIAIRE FINANCIER ET LA RELATION PRETEUR – EMPRUNTEUR:**

#### **3-1- La fragilité bancaire et la relation prêteur-intermédiaire financier :**

L'inefficience du système bancaire asiatique, fruit du hasard moral comme nous venons de l'analyser, conduit ces pays vers des situations de surendettement des entreprises et de flux de capitaux pléthoriques issus de l'extérieur et de l'intérieur de la zone asiatique vers le système financier de cette région.

Le modèle de J.A.Chan-Lau et Z.Chen <sup>405</sup> éclaire les effets de cette inefficience sur les choix opérés par les emprunteurs mais se focalise essentiellement sur la confiance, surprenante – a posteriori – des prêteurs.

A travers l'examen des prises de décision optimales du système bancaire au regard des emprunteurs et des créanciers (investisseurs), les auteurs indiquent l'objet fondamental de leur modèle : mettre en lumière l'origine et le déroulement du processus de surinvestissement auquel satisfont les prêteurs.

De manière formelle, l'entrepreneur dispose d'actifs illiquides dont la valeur terminale  $E$  peut être interprétée comme la valeur anticipée du projet. Dans le but de poursuivre ce projet, l'entrepreneur doit emprunter des fonds à l'intermédiaire financier au taux  $(1 + iL)$ .

Le gain issu de ce projet, s'il est réalisé, permet de rembourser l'intérêt et le principal. Au contraire, en cas d'échec, le projet rapporte zéro. La probabilité de succès dépend du niveau de l'effort de l'entrepreneur. Dans le cas où l'effort serait élevé, la probabilité de succès est  $pH$ . Dans le cas inverse, la probabilité de succès est de  $pL$ . <sup>406</sup>

La condition affectant l'effort de l'entrepreneur provient de la décision de l'établissement bancaire d'effectuer ou non une « supervision ». Pour obtenir le capital nécessaire à son activité, l'intermédiaire financier emprunte auprès d'un investisseur

<sup>404</sup> Nous verrons que cela se vérifie également pour le capitalisme émergent occidental au XIX<sup>e</sup> siècle.

<sup>405</sup> **Chan-Lau J.A., Chen Zhaohui:** « Financial crisis and credit crunch as a result of inefficient financial intermediation – with reference to Asian financial crisis ». International Monetary Fund. Research Department. August 1998. JEL. P 24.

<sup>406</sup> Avec  $pH > pL$ .

national ou étranger au taux  $(1 + i_B)$ . Le profit bancaire sera donc égal à :

$$i = i_L - i_B$$

Pour garantir la possibilité de profit malgré l'absence de supervision, il sera admis que :

$$pL(1 + i_L) > (1 + i_B)$$

Soit  $D$  le montant de l'emprunt, le règlement correspondra à  $D(1 + i_L) < E$  si le projet réussit et à  $D(1 + i_L) > E$  s'il échoue.

Le coût de la supervision  $C(D)$  peut être évalué de la manière suivante : il dépend de la taille du prêt, du niveau de l'actif détenu par l'entrepreneur ( $E$ ), de l'efficacité du monitoring mesurée par un coefficient  $\alpha$   $D(1 + i_L) > 0$  et par un coût fixe  $\beta > 0$ .

Jusqu'au niveau d'intermédiation  $E\alpha$ , le coût de supervision reste fixe. Au-delà, il s'accroît au taux  $\beta$ . Compte tenu de la nature du système légal et de l'opacité de l'information propres aux pays émergents d'Asie du Sud-Est, on peut considérer que l'ensemble des coûts variables est particulièrement élevé.

Le coût d'intermédiation avec supervision s'énonce donc de la manière suivante :

$$C(D) = \beta \text{ si } D < D^* \quad D^* = E / (1 + i_L) + E\alpha$$

ou

$$C(D) = \beta + \alpha(D - D^*) \text{ si } D > D^*$$

Puisque la supervision est coûteuse, l'intermédiaire bancaire peut donc être amené à ne plus exercer ce rôle lorsque certaines conditions sont remplies. L'une des contraintes majeures de l'intermédiaire bancaire provient du fait que l'investisseur arbitre entre la rémunération de son prêt et celle d'un prêt sans risque.

Dans le cas où l'intermédiaire effectue sa tâche de supervision, la probabilité de succès est de  $p_H$ , c'est à dire que lorsque le projet réussit [ $E > D(1 + i_B)$ ] le gain de l'investisseur est de  $(1 + i_B)$ . Dans le cas inverse, [ $E/D < (1 + i_B)$ ], l'intermédiaire financier réalise l'actif de l'entrepreneur et le transfère à l'investisseur.

Le retour espéré par cet investisseur doit être au moins égal à la rémunération d'un placement sans risque pour être effectué, soit <sup>407</sup> :

Cette condition permet de déterminer la borne supérieure du prêt de l'investisseur à l'intermédiaire bancaire <sup>408</sup> :

De la même manière, le montant maximum qui peut être emprunté par l'intermédiaire financier, lorsque celui-ci ne surveille pas l'entreprise, peut se noter <sup>409</sup> :

<sup>407</sup> (if) représentant l'intérêt sans risque et  $E/D$  le retour dans le cas où celui-ci est insuffisant pour rémunérer les prêteurs ( $E/D < (1 + i_B)$ ).

<sup>408</sup> (m) indique la mise en œuvre de la supervision.

<sup>409</sup> (u) désigne cette absence de supervision.

Les investisseurs financiers sont évidemment disposés à prêter plus s'ils savent que l'intermédiaire bancaire surveille la firme puisque sa probabilité de succès est supérieure.

Il en résulte que :

A partir de ces données, la décision de supervision peut être précisément analysée. Dans le cas où  $E > D(1 + iL)$  la valeur terminale du projet étant supérieure aux engagements consentis, la surveillance de l'entreprise par l'établissement bancaire s'avère inutile.

Par contre, dans le cas inverse, pour lequel  $E < D(1 + iL)$ , la situation est différente. Si l'intermédiaire exerce son activité de supervision et que le projet réussit, son profit est donné par :

$$D - \max\{0, E - D\}$$

Si au contraire, le projet échoue, le profit bancaire se trouve ramené à :

Il en résulte que le profit bancaire espéré <sup>410</sup> équivaut à :

ou <sup>411</sup>

<sup>412</sup>

Seul ce second cas est à envisager en situation de supervision comme cela a été vu précédemment. En l'absence de monitoring, le profit attendu par l'intermédiaire financier peut s'écrire :

Par conséquent, la décision de surveiller l'entreprise dépend de la différence entre les deux profits attendus, soit :

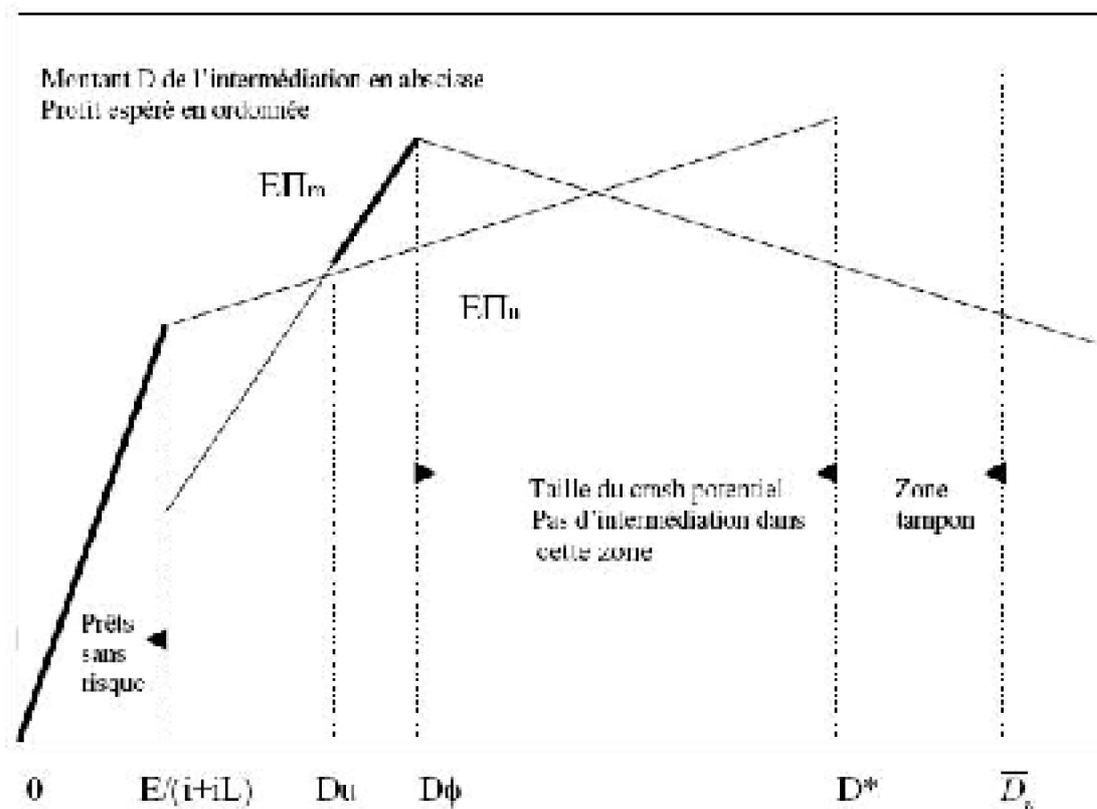
A partir de là, plusieurs situations sont à prendre en compte, ainsi que l'indique le graphique ci-dessous :

---

<sup>410</sup> Si l'on écrit  $(1-iL)D - (1+iB) = 0$

<sup>411</sup> Dans le cas où  $E > D(1+iB)$ .

<sup>412</sup> Dans le cas où  $E < D(1+iB)$  c'est à dire avec des prêts risqués.



*Document II: Economie avec crise potentielle*

Source : **Chan-Lau J.A, Chen.Z** , op. cité P 6.

Lorsque  $D$  se situe entre 0 et  $E/(1+iL)$ , le gain de la banque est proportionnel au montant du prêt octroyé par l'investisseur. Comme le placement est parfaitement sûr, la supervision ne s'avère pas nécessaire : dans cette situation, on constate que :

Entre  $E/(1+iL)$  et  $D_u$ , la situation se modifie. En effet, dès lors que  $D > E/(1+iL)$ , c'est à dire  $E < D/(1+iL)$ , le risque doit être pris en compte. Dans cette situation, le coût fixe unitaire de la surveillance est encore élevé puisque le capital emprunté est encore limité : il en résulte que le gain bancaire avec supervision est plus faible que dans l'hypothèse d'absence de supervision.

Par contre, à partir de  $D_u$ <sup>413</sup> et jusqu'à  $D_\phi$ , la quantité de capital emprunté

<sup>413</sup> Premier maximum de profit espéré sans supervision.

contribuant à faire baisser le coût fixe moyen de la supervision, le gain bancaire attendu de l'activité d'intermédiation devient supérieur en cas de supervision :

Lorsque le volume de capital emprunté atteint le niveau  $D_{\square}$ , l'apparition des coûts variables de surveillance provoque une décroissance du gain bancaire attendu avec monitoring, alors même que le gain sans supervision demeure croissant mais inférieur à l'optimum de gain espéré constitué par  $D_{\square}$ .

En conséquence, la banque n'a plus intérêt à prêter au-delà de  $D_{\square}$  quelle que soit son action, c'est à dire indépendamment du choix de surveiller ou non l'entreprise emprunteuse. Entre  $D_{\square}$  et  $D^*$ <sup>414</sup>, aucun prêt n'est conclu. C'est seulement lorsque l'offre de prêt de la part des investisseurs atteint  $D^*$  que cette activité d'intermédiation bancaire va s'avérer être pour ce modèle, un moment crucial de la démonstration.

En effet, dès lors que  $D^* > D_{\square}$ , on a :

Il en résulte que le gain espéré sans supervision dépasse celui obtenu en  $D^*$ . L'activité de prêt peut se poursuivre jusqu'au niveau maximum de l'offre de crédit par les investisseurs<sup>415</sup>.

L'intérêt majeur de ce modèle réside dans l'existence d'un « saut discret » entre le niveau optimal d'intermédiation avec supervision ( $D_{\square}$ ) et le niveau le plus élevé pour lequel l'intermédiation sans supervision s'avère efficace ( $D^*$ ).

Elle rend correctement compte de la situation précédant la panique de 1997 en Asie du Sud Est dans laquelle on a pu constater un brusque flux de capitaux vers des projets non supervisés et s'avérant très fortement risqués.

Cet écart entre les deux niveaux d'intermédiation peut être considéré comme un élément essentiel de la fragilité du système financier des pays asiatiques émergents.

Ainsi, dès lors que l'on admet l'hypothèse selon laquelle le niveau maximum de prêt des investisseurs au système bancaire ( $D^*$ ) est proche de  $D_{\mu}$ , c'est à dire du point à partir duquel l'activité bancaire sans monitoring redevient efficiente, une légère baisse de  $pL$  ou de la valeur terminale du capital ( $E$ ) peut avoir des conséquences drastiques puisque le niveau de prêts s'effondre pour atteindre  $D_{\square}$ .

C'est ce qui semble être arrivé lorsque, peu de temps avant la panique de 1997 de nouveaux projets financés par emprunt bancaire (par exemple en Thaïlande sur le plan industriel et surtout immobilier) se sont rapidement révélés non viables.

**Cependant, le modèle permet une analyse réversible. En effet, dans une structure inverse des anticipations, le mouvement des prêts s'effectue également de manière discrète de  $D_{\square}$  à  $D^*$ . Dans ce cas, il est probable que le mouvement du capital s'étale sur une période relativement longue correspondant à l'amélioration progressive des fondamentaux attendue par les investisseurs.**

Au contraire, dans le premier cas, c'est à un flux particulièrement impétueux et massif

<sup>414</sup> Point à partir duquel le prêt bancaire sans supervision redevient attractif pour l'intermédiaire financier.

<sup>415</sup> Chan-Lau, J.A., Chen Zhaohui: Op.Cité. P 7.

auquel l'économie doit faire face<sup>416</sup>.

Ce modèle permet d'amorcer une approche pertinente de la situation financière asiatique précédant la crise de 1997. Le cadre de cette analyse s'inscrit bien, en particulier, dans la nature du secteur bancaire en Asie à cette époque.

Ainsi en est-il de l'interprétation des coûts de supervision. En effet, dans le cadre d'un capitalisme productif émergent<sup>417</sup>, il n'est pas rare que les coûts fixes bancaires soient relativement faibles puisque le secteur financier de base est déjà en place au niveau de son infrastructure et de ses équipements, alors qu'au contraire, les coûts variables s'élèvent rapidement compte tenu des faiblesses en matière de régulation et des phénomènes d'asymétrie d'information sur lesquels nous aurons à revenir.

De plus ce modèle rend compte de manière convaincante de la rapidité et de l'importance du volume des retraits de capitaux concernant les pays affectés par la crise financière asiatique, tout en mettant en lumière la place centrale qu'occupent les prêts bancaires dans ce processus.

Cependant, il semble difficile de suivre les auteurs dans la réflexion qu'ils proposent sur leur modèle. C'est le cas notamment lorsqu'ils affirment<sup>418</sup> :

**« Notre modèle diffère des modèles conventionnels de crises financières sur deux points. D'abord, il dépend seulement d'un simple calcul coût-revenu des intermédiaires financiers et des déposants étrangers. De plus, les résultats sont obtenus sans hypothèses comme la présence de bulles ou de hasard moral. Cependant, de telles hypothèses peuvent être ajoutées pour obtenir de meilleurs résultats ».**

Il semble pourtant que l'hypothèse de « *hasard moral* » n'est pas seulement un élément enrichissant la thèse défendue par Chan-Lau et Chen mais pourrait bien plutôt en être un fondement implicite.

La fragilité bancaire que permet de souligner le modèle porte sur deux points essentiels : l'étendue de  $(D^*u - D^*)$  et celle de  $(D^* - D^{\square})$ .

**Plus l'écart  $(D^*u - D^*)$  est important moins la fragilité bancaire est inquiétante ; plus l'écart  $(D^* - D^{\square})$  est grand plus l'étendue de la crise est large, dès lors qu'elle s'est déclenchée.**

Or, les auteurs démontrent, par ailleurs,<sup>419</sup> que l'écart  $(D^*u - D^*)$  est fonction

<sup>416</sup> Comme l'indiquent Chan-Lau et Chen : "Hence the observed capital inflow inertia and large reversal of capital inflow are two side of the same coin"

<sup>417</sup> Voir Kolari.J, Zardkoohi.A: "Banks costs, structure and performance" Lexington Books, MA. 1987.

<sup>418</sup> "Our model differs from conventional models of financial crisis in two ways. First, it relies only on simple and basic cost-revenue calculations of financial intermediaries and foreign depositors. In fact, the results are derived without assumptions such as bubbles and moral hazard, although such additional assumptions can be added to the model to generate richer results..." in Chan-Lau.J.A, Chen Zhaohui: « Financial crisis and credit crunch as a result of inefficient financial intermediation – with reference to Asian financial crisis ». International Monetary Fund. Research Department. August 1998. JEL. P 18.

croissante de la valeur  $E$ , c'est à dire de la valeur anticipée de l'actif détenu par les entrepreneurs.

Il s'ensuit que, si l'on interprète  $E$  comme une expression des fondamentaux de l'économie, c'est parce que les anticipations portant sur cette valeur se modifient que  $(D^*u - D^*)$  peut s'affaiblir jusqu'à devenir nul en provoquant le départ massif du capital prêté.

Il reste donc à expliquer les raisons qui incitent les déposants à opérer des anticipations aussi positives dans un premier temps pour les remettre en cause si brutalement. L'analyse qui semble la plus plausible tient probablement à la structure particulière du système local de financement dont nous avons montré qu'il était justement largement entaché par le problème du hasard moral et que c'est cette hypothèse qui est le mieux à même d'expliquer les erreurs d'anticipations des investisseurs.

On doit également ajouter que le modèle est d'autant plus pertinent que l'on prend en compte l'existence de coûts de supervision fortement croissants à partir d'un certain seuil. Or, comme nous l'avons développé précédemment, cette situation est propre aux économies de capitalisme productif émergent.

Le caractère fortement variable du coût de supervision ne peut apparaître que lorsque des conditions favorables au hasard moral existent, c'est à dire un haut niveau d'asymétrie d'information rendu inévitable par la faiblesse du système légal et des moyens de régulation.

Chan-lau et Chen centraient leur attention sur la relation prêteur – intermédiaire financier ; Il faut maintenant, éclairer les liens qu'entretiennent ces mêmes banques avec les entreprises locales, c'est à dire les emprunteurs.

### **3-2- La fragilité bancaire dans le cadre de l'analyse empirique du lien entre l'intermédiaire financier et l'entreprise :**

**Il est maintenant nécessaire de mettre en lumière le fait que la nature du système bancaire propre au capitalisme productif émergent est susceptible, du côté emprunteur comme précédemment du côté prêteur, de provoquer des déséquilibres se traduisant ici par des épisodes de surinvestissement favorisé par (et favorisant) la fragilisation du système financier. Le contexte structurel demeure caractérisé par le hasard moral.**

E.Borensztein et J.W.Lee mettent en évidence dans une première étude <sup>420</sup>, la nature de la relation intermédiaire financier – emprunteur dans le cas coréen. Cette analyse valide empiriquement l'existence d'une situation d'asymétrie d'information induisant un état d'aléa moral avant la « crise asiatique » de 1997.

Une seconde étude <sup>421</sup>, menée par les mêmes auteurs, vérifie cette relation, presque incidemment, en mettant en lumière la nouvelle stratégie du secteur financier pour réduire

<sup>419</sup> Idem. P19.

<sup>420</sup> **Borensztein, Lee.J.W:** « Credit Allocation and Financial Crisis in Korea ». IMF. Research Department. JEL. February 1999. P 37.

ce risque particulier, prouvant par la même, la prégnance de ce problème et sa place décisive pour caractériser la nature de la fragilité financière dans les pays émergents d'Asie.

Des années 60 aux années 90, la performance économique de la Corée du Sud a été exceptionnelle parmi toutes les économies développées et en développement. Le taux de croissance dépassait régulièrement les huit pour cent l'an. L'inflation restait pourtant modérée et l'investissement rapidement croissant était financé par une épargne avant tout domestique.

Pourtant, ainsi qu'il a été précédemment mentionné, certains signes mis en lumière par Alwyn Young<sup>422</sup> et Paul Krugman<sup>423</sup> montrent dès la fin de cette période que la croissance exceptionnelle a été, avant tout, générée par une accumulation des facteurs de production extrêmement rapide, beaucoup plus que par une amélioration soutenue de la productivité globale des facteurs.

Si l'on accepte ces hypothèses, la croissance asiatique ne pouvait que se heurter à des retours sur investissement progressivement déclinant. C'est d'ailleurs bien ce dont rend compte le graphique ci-dessous<sup>424</sup> :

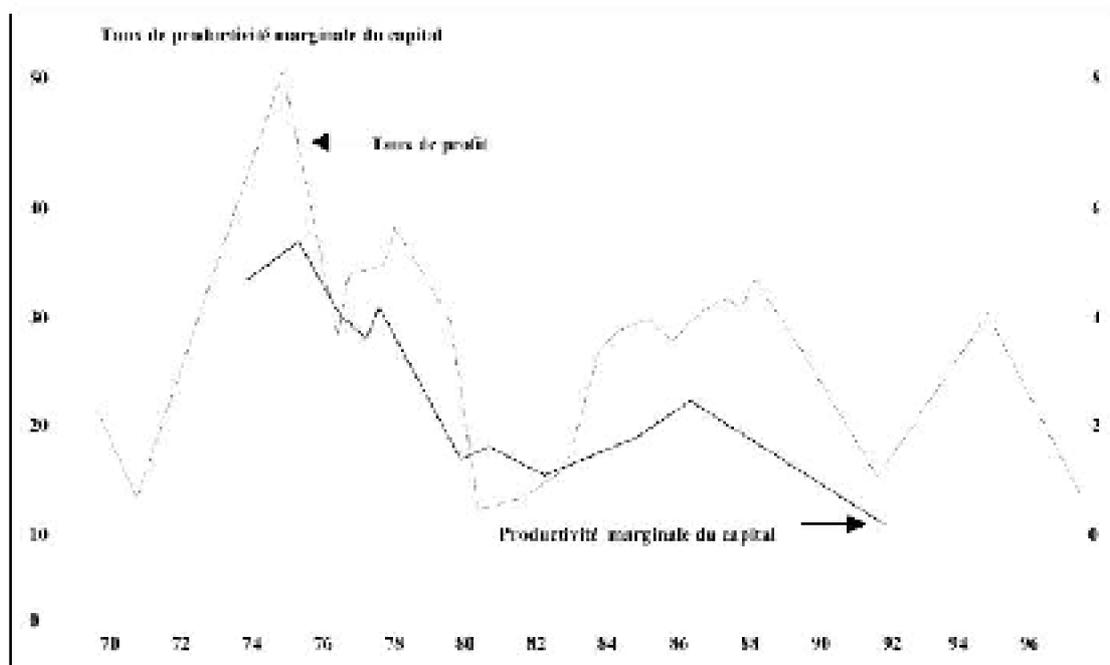
C'est en partant de cet état de fait que les pouvoirs publics coréens vont tenter de résister à cette tendance en augmentant le taux de croissance du capital fixe (qui passe de 32% du PNB durant la période 1983-1992 à 36% entre 1993 et 1996) sans pouvoir cependant empêcher le déclin du taux de profit annuel moyen (qui passe de 5% en 1988 à 0.9% en 1996). A travers le réseau bancaire qu'il contrôle, le gouvernement alloue les ressources essentielles des entreprises à un taux de crédit préférentiel. Les principaux bénéficiaires de cette allocation sélective du crédit ont été les Chaebols.

<sup>421</sup> **Borensztein, Lee.J.W:** « Financial Crisis and Credit Crunch in Korea: Evidence from Firm-Level Data ». IMF. Research Department. JEL. February 2000. P 28.

<sup>422</sup> **Young.A:** « The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience ». Quarterly Journal of Economics. 110. August 1995. P680.

<sup>423</sup> **Krugman.P:** «The Myth of Asia's Miracle ». Foreign Affairs. P 62-78.

<sup>424</sup> **Borensztein, Lee.J.W:** « Credit Allocation and Financial Crisis in Korea ». IMF. Research Department. JEL. February 1999. P 6.



*Document III : Productivité et taux de profit dans le secteur manufacturier coréen*

Source: Kwack .S.Y: « Financial Statement Analysis » Bank of Korea. 1990.

**Quoique le secteur financier ait été libéralisé à partir des années 80, l'intervention publique n'a pas pour autant disparu. Le gouvernement influence toujours directement et indirectement, à l'aube de la crise, l'allocation du crédit aux secteurs considérés comme prioritaires.**

L'aspect le plus remarquable de ce type de financement, s'appuyant sur les interrelations multiples entre le gouvernement, les intermédiaires financiers et les grandes firmes est constitué par l'importance de la prise de risque et des investissements manifestement sous-optimum que le système bancaire accepte de financer.

On peut considérer qu'il l'a fait sans une analyse suffisante des conditions de rentabilité parce que, les Chaebols étant perçus comme « *too big to fail* », les institutions financières croyaient que le gouvernement les protégerait en tout cas. Borensztein et Lee proposent un exemple édifiant, quelques mois avant la crise, de ce

dispositif et de ses conséquences <sup>425</sup> :

**« Un cas manifeste reste celui de Hanbo, le 18<sup>e</sup> grand groupe coréen en terme d'actif, qui s'effondra en janvier 1997, après avoir dépensé plus de 3 milliards de dollars dans un improbable projet sidérurgique. Des accusations de pots de vin incluent le fils du président, quelques hommes politiques et des propriétaires de l'entreprise. Afin d'éviter un « credit crunch », la banque centrale injecta 7 milliards supplémentaires dans le système bancaire ».**

En définitive, les firmes coréennes se financent avant tout par l'intermédiation bancaire et beaucoup moins par ressources propres : il en résulte un ratio *Dettes / Capital Propre* équivalent à 300%, dépassant celui de n'importe quel pays industriellement développé. La structure du système financier reste en effet, comme nous allons le voir et malgré de réelles tentatives de réformes, caractéristique de ce qu'il est dans une situation d'émergence <sup>426</sup>.

Pendant les trente dernières années, le secteur financier coréen a connu une croissance très rapide. La croissance continue du ratio *M3/PNB* en est un bon indicateur <sup>427</sup>. Sa structure s'est également modifiée grâce à la mise en place d'un important secteur d'institutions financières non bancaire.

La rapidité de sa croissance peut être attribuée au caractère peu contraignant du type de régulation en vigueur, permettant en particulier une grande liberté dans les méthodes de gestion des disponibilités et, plus encore, rendant totalement libre l'action sur les taux d'intérêt prêteurs et débiteurs de la part de ces nouvelles sociétés financières.

De plus, l'apparition et la forte croissance d'un marché financier <sup>428</sup> indiquent la fin d'une phase d'émergence de ce pays et l'entrée de son capitalisme dans une certaine maturité. Cependant, le gouvernement reste le principal actionnaire des cinq grandes banques commerciales. Il en est de même pour les cinq premières banques spécialisées.

Depuis les années 70, il maintient, grâce à ce dispositif, un taux d'intérêt nominal sur les prêts et les dépôts inférieurs au niveau d'inflation, ce qui contribue structurellement à un excès de demande de crédit potentiel et réel. Cela permet de financer en particulier les secteurs prioritaires qui, dans ces années, sont constitués par l'industrie lourde et l'industrie chimique.

Le surinvestissement dans ces secteurs accroît la part des prêts non performants dans le portefeuille des banques commerciales.

---

<sup>425</sup> « A conspicuous case involved the Hanbo group the 18<sup>th</sup> largest group in Korea in terms of total assets, which collapsed in January 1997 after spending more than \$3 billion in a questionable steel-mill project. Indictments for bribery included the president's son, several politicians, bankers and owner of the group. As a result, in order to avoid a "credit crunch", the central bank injected some \$7 billion to financial system." Ibid. P 8.

<sup>426</sup> Cf. Supra. Chapitre I.

<sup>427</sup> Il passe de 48% en 1980 à 146% en 1996.

<sup>428</sup> Celui-ci passe d'une capitalisation de 6.9% du PNB en 1980 à 30% en 1996.

En 1996, selon la Banque de Corée, ces prêts correspondaient à 11% du total des crédits des cinq premières banques et à trois fois la valeur nette bancaire<sup>429</sup>.

Dans le cadre d'une régulation par le marché, la plupart de ces banques et des firmes auraient été considérées comme non solvables. Ainsi, entre 1985 et 1987, le gouvernement met en œuvre divers programmes aptes à restructurer le secteur industriel défaillant et à libérer les banques en difficulté des charges financières, auxquelles elles ne peuvent faire face, par un prêt de trois milliards de dollars.

Aussi, dans ces années-là, la conviction que la banque centrale se comporterait comme prêteur en dernier ressort acquiert le rang de certitude.

Les réformes du début des années 80 portant sur la libéralisation du marché financier, l'élimination des plafonds de taux et le développement du crédit international ne peuvent rien changer au fait que l'intervention publique en matière financière reste déterminante et que celle-ci offre une garantie implicite en cas de détresse financière, l'essentiel de ces prêts profitant encore aux grands conglomérats qui dominent la structure productive<sup>430</sup>.

**Ainsi, on peut considérer que malgré un processus de libéralisation et de dérégulation avancé, le système de financement traditionnel comprenant le triptyque - Banques - Gouvernement - Chaebols - n'a pas été globalement remis en cause au moment où éclate la crise de 1997.**

Ce dispositif, pourtant nécessaire dans la phase de décollage de l'économie coréenne, ne procure pas nécessairement les incitations adéquates et développe probablement, plutôt un mode de financement sous-optimum, donc inadapté aux nouvelles conditions de la croissance.

On doit donc examiner, en particulier, si les capacités d'accéder au financement sont clairement liées aux conditions de rentabilité des entreprises ou si, compte tenu de la structure de financement ci-dessus étudiée, ce n'est pas le cas.

---

<sup>429</sup> **Park.Y.C, Kim.D.W:** « Korea: Development and Structural Change of the Banking System ». Ed by **Hugh.T.Patrick and Yunch.Chul.Park** : "The Financial Development of Japan, Korea and Taiwan: Growth, Repression and Liberalization". Oxford University Press. 1994.

<sup>430</sup> Cf Supra **Document IV** . Les trente principaux groupes contribuaient à 41% de la valeur ajoutée du secteur manufacturier en 1996. Ils recevaient presque 50% de la totalité des fonds prêtables de tous les secteurs.

	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94	1995	1996	
Fonds propres	23.0		27.4	28.3	27.9	27.9	22.6
Emprunts bancaires	15.6		12.8	15.3	12.1	10.7	10.9
Emprunts aux institutions non bancaires	9.1		13.8	9.6	15.8	12.0	10.8
Prêts gouvernementaux	1.1		1.5	0.2	0.2	0.1	4.2
Actions	11.3		11.3	18.8	11.3	12.8	9.1
obligations	4.5		19.8	10.7	7.7	23.0	27.5
Emprunts étrangers	10.0		3.8	1.2	5.1	6.1	8.0
Crédit commercial	10.5		10.8	5.9	5.7	3.6	5.1
Autres	14.4		7.9	7.1	4.2	4.3	6.0
Total	100		100	100	100	100	100

*Document IV : Sources des fonds levés par les Chaebols (en pourcentage)*

Source: Bank of Korea, National Accounts, 1990 , pour les dates de 1975 à 1989 et Economic Statistics Yearbook, pour les dates après 1989.

**Le graphique proposé par la Banque de Corée <sup>431</sup> permet de remarquer qu'il existe une relation assez significative entre l'allocation totale de prêts et la profitabilité moyenne pour les deux sous-périodes considérées.**

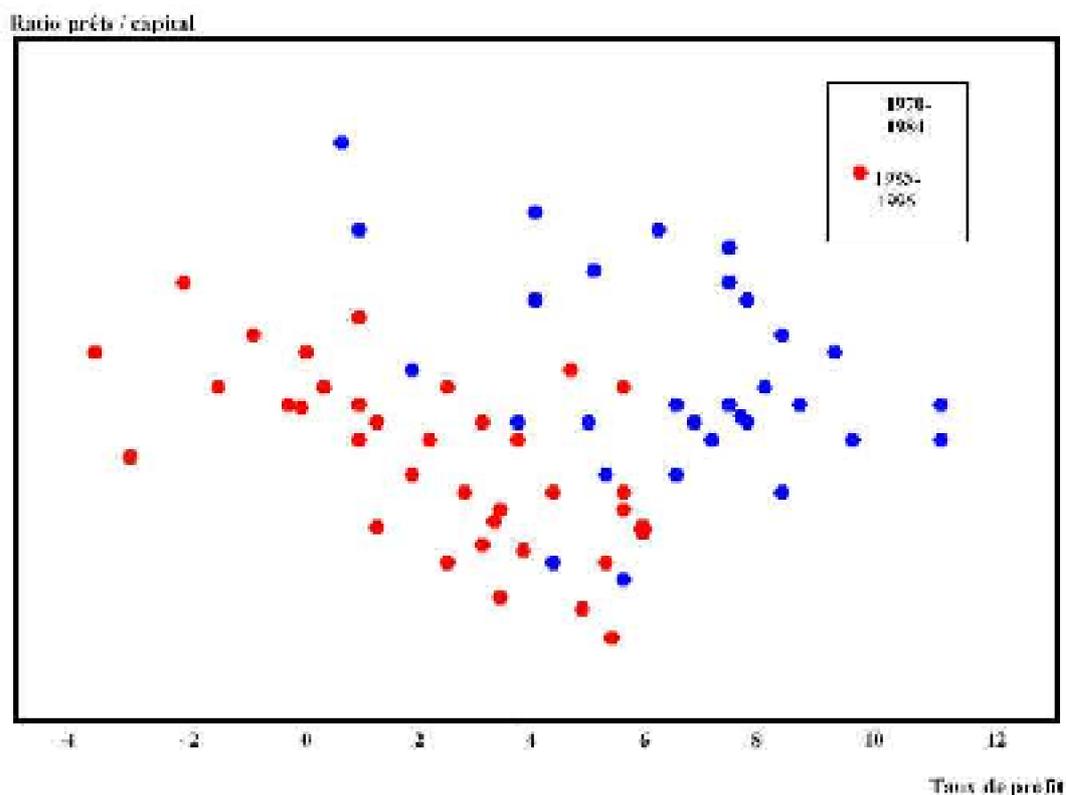
D'autre part, le même type de relation peut être mise en évidence pour ce qui concerne la taille du prêt.

Cette corrélation négative apparente laisse à penser que le secteur financier coréen alloue ses ressources aux secteurs productifs les moins efficaces pour les deux périodes étudiées.

<sup>431</sup> **Document V : Kwack .S.Y :** "Financial statement Analysis (1996) in **Borensztein.E, Lee.J.W:** « Credit Allocation and Financial Crisis in Korea". IMF. Research Department. JEL. February 1999. P22.

Dans cette situation de « répression financière » avec un gouvernement fortement interventionniste, les secteurs qui ont l'accès le plus aisé au crédit ne sont donc pas nécessairement les plus efficaces d'entre eux.

En effet, dans le secteur manufacturier dominé par les Chaebols, les firmes dominantes et liées à l'appareil d'Etat sont à même d'accéder de manière disproportionnée, aux ressources financières essentielles.



Document V : Relation entre le ratio prêts / capital et le taux de profit pour 32 branches du secteur manufacturier coréen (en pourcentage)

Source: FMI. Research Department. 1999.

**Même lorsque la dérégulation est entreprise à partir de 1980, ces relations traditionnelles vont se maintenir pour une longue période.**

Afin de valider cette analyse, Borenzstein et Lee vont s'efforcer de tester économétriquement, l'hypothèse selon laquelle « **les institutions financières**

***accroissent les prêts bancaires auprès des secteurs qui ont été les plus profitables l'année précédente » .***

**Pour ce calcul de régression, la variable dépendante est constituée par le flux net de prêt en proportion du stock de capital.**

L'efficacité de l'investissement est indiquée par le taux de profit (ou productivité marginale du capital) auquel on agrège d'autres variables de contrôle. L'estimation de ce modèle donne, selon les auteurs, les résultats rassemblés dans le document VI<sup>432</sup> .

Ainsi que le montre celui-ci, et compte tenu de la nature des hypothèses, la rentabilité de l'investissement ne semble pas jouer un rôle important dans l'allocation du crédit par le système de financement et tout se passe comme si ce crédit était alloué aux secteurs présentant les performances économiques les plus mauvaises.

Le fait que les plus grosses entreprises obtiennent le plus facilement des prêts alors qu'elles sont parmi les moins rentables ne peut s'expliquer que par la nature des relations qu'entretiennent les entreprises, les banques et l'appareil d'Etat. Nous verrons plus loin que c'est l'efficacité du système légal et institutionnel qui est ici en question.

Si la productivité marginale est négativement corrélée aux flux de crédit, le coefficient de capital l'est, au contraire, positivement, ce qui implique une probabilité d'obtenir des prêts, meilleure pour les firmes de grande taille.

---

<sup>432</sup> **Borensztein, Lee.J.W:** « Credit Allocation and Financial Crisis in Korea ». IMF. Research Department. JEL. February 1999. P 26.

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME  
MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

Variable dépendante	Variation du ratio Prêts / Capital					
	1970-1996		1970-1984		1985-1996	
	7.1	7.2	7.3	7.4	7.5	7.6
Prêts / Capital (+1)	-0.522 (-16.3)	-0.519 (-16.4)	-0.489 (-11.0)	-0.480 (-11.0)	-0.61 (-13.3)	-0.628 (-13.6)
Log Capital Fixe (+1)	0.648 (3.06)	0.622 (2.94)	0.543 (1.61)	0.514 (1.31)	0.642 (2.64)	0.658 (2.78)
Dettes : Capital (+1)	0.089 (2.44)	0.091 (2.94)	0.096 (1.84)	0.100 (1.97)	0.087 (1.70)	0.078 (1.90)
Export / Production (+1)	0.034 (2.81)	0.029 (2.38)	0.043 (2.30)	0.038 (2.01)	0.024 (1.75)	0.021 (1.50)
Taux de Profit (+1)	-0.160 (-1.91)		-0.157 (-1.45)		-0.116 (-2.47)	
Productivité du Capital (+1)		-0.14 (-2.51)		-0.110 (-1.45)		-0.247 (-2.17)
R <sup>2</sup>	0.34	0.35	0.32	0.32	0.42	0.43
Nombre d'observations	850	850	470	470	380	380

*Document VI : Déterminants de l'allocation de crédit dans 32 branches du secteur  
manufacturier*

Source: FMI. Research Department. 1999.

**De même, le coefficient concernant le ratio *Dettes/ Capital* est systématiquement positif. Si l'on ignore le dispositif de financement propre au capitalisme émergent, ce résultat peut bien entendu, paraître surprenant puisque ce sont les firmes les plus proches de la détresse financière qui bénéficient d'un accès favorable aux prêts.**

Enfin, le caractère positif de la corrélation concernant le poste Exportation / Production confirme bien que le processus de financement obéisse à des impératifs de priorité stratégique qui peuvent être éloignés des critères habituellement définis par la notion d'efficience de marché.

Bien entendu, on pourrait discuter une telle analyse dans la mesure où les secteurs favorisés pour l'accès au crédit, quoique moins profitables au départ, le deviennent sur le

## ORDRES PRODUCTIFS ET INSTABILITE DES MODES DE FINANCEMENT

long terme. C'est précisément cette évidence que le second test de Borenzstein et Lee va contribuer à infirmer en cherchant à déterminer si l'allocation de crédit affecte les performances de l'industrie concernée sur le dernier quart de siècle<sup>433</sup>.

**Document VII : Effet de l'allocation de crédit sur le taux de profit et la productivité du capital pour 37 branches du secteur manufacturier (9 sous-périodes, moyenne sur trois ans de 1970 à 1996)<sup>434</sup>**

Variable dépendante	Taux de Profit		Productivité du capital	
	1	2	3	4
Variable dépendante décalée	0.360 (5.58)	0.351 (5.38)	0.477 (9.68)	0.475 (5.38)
Dettes / Capital	-0.058 (-2.26)	-0.064 (-2.42)	-0.056 (-1.92)	-0.058 (-1.95)
Total des prêts / Capital		-0.047 (-2.19)		-0.020 (-0.74)
Prêts bancaires / Capital		-0.038 (-1.54)		-0.015 (-0.47)
Prêts extérieurs / Capital		-0.060 (-2.28)		-0.026 (-0.81)
R <sup>2</sup>	0.54	0.54	0.54	0.54
Nombre d'observations	285	285	285	285

**Source:** FMI. Research Department. 1999.

Comme on le constate, la disponibilité de crédit ne permet d'améliorer ni le taux de profit ni la productivité du capital.

**En définitive, on peut considérer que, sans remettre en cause la croissance des Chaebols (et même en la permettant), les modalités de financement propres à la Corée industriellement émergente n'ont pas permis l'amélioration de l'efficacité productive. Pire, elles ont joué au détriment d'autres secteurs plus efficaces économiquement mais moins performants en matière d'accès aux prêts parce que moins dominants.**

La garantie implicite fournie aux Chaebols par les pouvoirs publics, place clairement les établissements de crédit -qu'ils soient domestiques ou internationaux- dans une situation de hasard moral.

Il est une autre manière de valider cette dernière hypothèse de hasard moral dans le cadre de la relation Banque – Emprunteur. Il suffit cette fois-ci, non plus d'étudier la situation précédant la crise mais d'analyser la nouvelle stratégie des acteurs, une fois la

<sup>433</sup> Ibid. P 30.

<sup>434</sup> La variable dépendante est le taux de profit (pour la régression 1 et 2) et la productivité du capital (pour la régression 3 et 4). Toutes les variables indépendantes sont décalées d'une période. Les Z-statistiques sont reportées entre parenthèse.

situation de crise dénouée.

Dans ce cadre, il semble bien que le nouveau dispositif choisi par les banques confirme cette hypothèse. En effet, les Chaebols sont, depuis la crise de 1997, en voie de perdre l'accès préférentiel au crédit dont ils disposaient jusqu'alors. Le crédit apparaît comme progressivement réalloué en faveur des firmes les plus efficaces.

Le « *credit crunch* » supporté par ces secteurs, autrefois dominants, rend explicite la nature des anciennes conditions de financement et peut être interprété comme un ajustement permettant, en restructurant le secteur financier, de réduire les situations de hasard moral.

Si tel est le cas, cela valide bien l'idée selon laquelle ce type de comportement peut être considéré comme un facteur central du phénomène de fragilité financière. Ainsi que le proposent Borensztein et Lee, l'alternative pour cette réflexion peut se formuler de la manière suivante <sup>435</sup> :

**« L'un des enjeux cruciaux, en ce qui concerne le « *credit crunch* », est constitué par le degré auquel les firmes viables et profitables eurent ou n'eurent pas accès aux moyens de se financer »**

**Afin de montrer l'existence de changements significatifs dans l'allocation de crédit selon les firmes après la crise financière de la fin 1997 et en particulier de définir si la contraction du crédit est générale ou si elle n'affecte que modérément les firmes profitables, les deux auteurs divisent les firmes coréennes en quintiles distribués selon le profit moyen qu'elles génèrent sur trois ans de 1995 à 1997.**

Pour ces cinq groupes, ils étudient ensuite les changements dans l'offre de crédit pour la première partie de 1998, c'est à dire à l'issue de la phase de crise. L'offre de crédit est mesurée par le taux de croissance des emprunts bancaires de court terme ainsi qu'à travers les mouvements des ratios *Emprunt bancaire de court terme / Dettes de court terme* et *Total de l'emprunt bancaire / Total des dettes*.

Le tableau suivant indique les résultats de cette étude <sup>436</sup> :

<sup>435</sup> "One of the crucial issues related to the credit crunch is the extent to which profitable and viable firms did or did not have access to finance" in Borensztein, Lee.J.W : « Financial Crisis and Credit Crunch in Korea: Evidence from Firm-Level Data". IMF. Research Department. JEL. February 2000. P 4.

<sup>436</sup> *Idem* . P 16.

	Taux de Profit		Taux de Variation de décembre 1997 à juin 1998			
	Classement en quintile	Moyenne	Crédit C.T	Crédit Total	Crédit CT / Dettes CT	Crédit Total : Dette Totale
Entreprise (N=527)	(1)4.58-21.4	7.8	38.8	12.0	7.6	5.8
	(2)2.23-4.58	3.3	22.6	9.6	1.8	3.1
	(3)0.77-2.23	1.5	31.6	15.4	2.2	1.6
	(4)-1.23-0.67	-0.1	16.2	4.8	-0.2	3.4
	(5)-25.6- -1.23	-5.2	-6.8	-11.0	-4.6	-2.4
Chasseurs (n1=106)	(1)1.91-10.10	4.4	38.6	-6.2	2.8	-2.4
	(2)1.12-4.91	1.5	70.9	40.2	8.8	5.6
	(3)0.53-4.12	0.8	40.2	15.4	10.0	5.8
	(4)-1.61-0.53	-0.3	-6.6	-3.0	-2.4	0.2
	(5)-9.11-1.61	-4.3	-35.6	-30.5	-17.2	-6.8
Non-Chasseurs (n2=421)	(1)5.16-3.24	8.4	25.6	5.8	6.4	5.4
	(2)2.71-5.16	3.8	45.2	28.4	5.6	6.6
	(3)1.08-2.71	1.9	15.2	2.8	-0.4	2
	(4)-1.10-4.08	0.1	14.6	2.4	-1.6	1.2
	(5)-25.8-1.10	-5.5	1.6	-7.0	-4.8	-1.2

Document VIII: Taux de profit et allocation du crédit (en pourcentage)

Source: FMI. Research Department. Février 2000.

**Si l'on compare les cinq groupes, on peut constater l'existence d'une régularité : le crédit est alloué, cette fois-ci, aux entreprises les plus profitables.**

En adoptant une autre modalité de classement et en répartissant en quintiles basés sur la distribution du ratio *Dette moyenne/ Capital* sur les trois années de 1995 à 1997 et en comparant les changements de l'offre de crédit pour les cinq quintiles, les résultats précédents sont amplement confirmés.<sup>437</sup>

<sup>437</sup> *ibid.*, P 17.

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

Taux de Profit		Taux de Variation de décembre 1997 à juin 1998				
	Classement en quintile	Moyenne	Crédit CT	Crédit Total	Crédit CT / Dettes CT	Crédit Total : Dette Totale
Entreprise (N=527)	(1)23.0-55.4	45.0	19.6	2.0	4.2	3.6
	(2)55.4-65.1	60.2	19.8	4.4	1.6	3.0
	(3)65.1-73.3	69.0	30.4	17.8	-1.2	3.4
	(4)73.3-81.5	77.2	25.0	8.2	3.0	2.6
	(5)81.5-91.0	95.6	7.6	-1.6	-0.8	0.2
Chaebols (n1=406)	(1)54.1-70.1	64.2	45.0	16.6	1.6	3.0
	(2)70.1-77.2	73.9	42.6	17.2	3.4	1.4
	(3)77.2-81.7	79.2	31.6	2.0	7.8	2.0
	(4)81.7-86.1	83.8	8.2	0.4	-3.6	-0.2
	(5)86.1-110.9	93.9	-20.8	-9.8	-7.6	-1.0
Non-Chaebols (n2=121)	(1)23.0-52.3	43.5	21.8	4.4	3.6	3.6
	(2)52.3-61.9	57.8	22.8	2.4	3.8	3.2
	(3)61.9-70.0	65.8	11.8	3.6	-1.8	2.6
	(4)70.0-78.2	73.6	38.0	25.6	1.4	5.0
	(5)78.2-91.0	97.1	8.2	-3.2	1.0	0.8

*Document IX : Ratio de dettes et allocation de crédit (en pourcentage)*

Source: FMI. Research Department. Février 2000.

**A de faibles niveaux d'endettement (les deux premiers quintiles), la croissance du crédit est positivement corrélée à l'endettement. Au contraire, lorsque le niveau d'endettement est très élevé (du 3° au 5° quintile) la corrélation précédente devient négative.**

A partir de là, recourant à une démarche économétrique, Borensztein et Lee testent l'hypothèse selon laquelle les caractéristiques financières d'une firme sont les facteurs explicatifs de la distribution des prêts bancaires<sup>438</sup>.

**Document X : Détermination de l'allocation de crédit après la crise (panel sur trois périodes : 1996, 1997, janvier – juin 1999)**

## ORDRES PRODUCTIFS ET INSTABILITE DES MODES DE FINANCEMENT

Variable Dépendante				
	Crédit CT	Crédit Total	Crédit CT / Dettes CT	Crédit Total / Dettes Totales
Variable dépendante décalée	-0.073 (0.030)	0.017 (0.028)	-0.268 (0.038)	-0.155 (0.036)
D98 (variable muette période de crise)	-14.65 (14.43)	-27.07 (10.35)	-0.511 (3.189)	1.25 (2.275)
D98* Taux de Profit (t-1)	2.297 (0.563)	1.717 (0.4)	0.536 (0.125)	0.462 (0.089)
D98* Ratio de Dettes (t-1)	0.072 (0.194)	0.126 (0.140)	0.011 (0.043)	0.009 (0.031)
D98* Chaebol	2.82 (9.594)	-1.740 (6.917)	-0.325 (2.121)	-2.101 (0.517)
Constante	31.73 (2.914)	24.01 (2.085)	1.445 (0.608)	1.382 (0.438)
Echantillon Total des Entreprises N = 1583				

**Source:** FMI. Research Department. Février 2000.

Il résulte essentiellement de cette étude économétrique dont les données sont présentées ci-dessus que la variable du taux de profit dispose d'un coefficient positif indiquant que les prêts bancaires sont maintenant dirigés en faveur des entreprises qui ont généré la meilleure profitabilité dans le passé.

Afin de déterminer la nature des changements constatés, les auteurs mettent en jeu une dernière spécification en estimant l'effet de trois variables décrivant la situation économique et financière des entreprises étudiées (la profitabilité, l'endettement, l'affiliation à un Chaebol) et agissant sur l'allocation de crédit avant 1996-1997 et après la crise pour l'année 1998<sup>439</sup>.

### Document XI : Détermination de l'allocation de crédit après la crise (même panel et même échantillon que précédemment)

<sup>438</sup> Sur un échantillon de 1583 firmes, la régression suivante est estimée :  $D(BL)_{j,t} = a_0 + a_1 D(BL)_{j,t-1} + a_2 * D98 + a_3 * Profits_{t-1} + a_4 * D98 * Debts_{j,t-1} + a_5 * D98 * Chaebols_{j,t-1} + \epsilon_{j,t}$ .  $D(BL)_{j,t}$  représente les changements dans le crédit bancaire de la firme au temps t. D98 exprime la variable muette indiquant le changement moyen de la première moitié de l'année 1998. Les effets de la profitabilité et de la taille de la dette sur la contraction du crédit sont indiqués par le produit du taux de profit de la période précédente par D98 et le produit du ratio des dettes par D98. Une variable « Chaebols » et une variable « crise » sont également incluses pour constater la réallocation des prêts bancaires en faveur des Chaebols.

<sup>439</sup> lb. p 21. La nouvelle régression s'écrit :  $D(BL)_{j,t} = a_0 + a_1 D(BL)_{j,t-1} + a_2 * D98 + a_3 * Profits_{t-1} + a_4 * D98 * Debts_{j,t-1} + a_5 * D98 * Chaebols_{j,t-1} + b_3 * D96-97 * Profits_{t-1} + b_4 * D96-97 * Debts_{j,t-1} + b_5 * D96-97 * \epsilon_{j,t}$ . Où D96-97 représente une variable muette égale à 1 pour les observations correspondant à 96-97 et 0 autrement.

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME  
MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

Variable Dépendante				
	Crédit CT	Crédit Total	Crédit CT / Dettes CT	Crédit Total / Dettes Totales
Variable dépendante décalée	-0.07 (0.030)	0.008 (0.028)	-0.265 (0.038)	-0.154 (0.036)
D98 (variable muette période de crise)	-17.730 (16.87)	-32.81 (12.18)	-1.684 (3.773)	2.801 (2.695)
D98* Taux de Profit (t-1)	2.306 (0.562)	1.721 (0.404)	0.537 (0.125)	0.009 (0.031)
D98* Ratio de Dettes (t-1)	0.061 (0.193)	0.121 (0.139)	0.011 (0.043)	0.009 (0.031)
D98* Chaebol	3.392 (9.594)	-1.238 (6.883)	-0.335 (2.127)	-2.077 (1.517)
D96-97* Taux de Profit (t-1)	1.449 (0.566)	0.691 (0.406)	0.269 (0.125)	0.148 (0.089)
D96-97 Ratio de Dette (t-1)	-0.139 (0.128)	-0.64 (0.092)	-0.031 (0.028)	0.015 (0.020)
D96-97Chaebol	12.41 (6.968)	17.940 (4.985)	18.27 (1.524)	1.152 (1.527)
Constante	35.560 (9.704)	30.270 (6.952)	2.600 (2.212)	-0.182 (1.527)
Echantillon Total des Entreprises N = 1583				

**Source:** FMI. Research Department. Février 2000.

**Les résultats montrent clairement que les principaux changements à la sortie de la crise sont supportés par les Chaebols.**

Avant la crise, le fait d'être affilié à ce type de groupe pouvait faciliter l'accès au crédit bancaire. Les coefficients sur D96-97\*Chaebols sont quantitativement importants dans la régression, non seulement pour les crédits bancaires de court terme mais également pour le taux de croissance du crédit bancaire total.

Au contraire, après la crise, l'affiliation à un Chaebol n'est plus un élément signifiant la facilité d'accès au crédit bancaire.

Le coefficient D98\*Chaebol n'est pas significativement différent de zéro. Il est même négatif dans trois des quatre spécifications. L'affiliation à un Chaebol n'est plus une cause déterminante de l'allocation du crédit.

Cela indique clairement que le « *credit crunch* » et la nouvelle allocation du crédit qui le suit, se font au détriment de ces grands groupes.

Cela n'implique pas cependant le début d'un quelconque démantèlement des Chaebols. Bien que le volume du crédit bancaire ait diminué plus rapidement pour eux que pour les autres firmes, celles-ci sont néanmoins probablement (et certainement dans un premier temps) plus affectés par cette situation puisqu'elles ne disposent pas d'autres sources de financement.

Cela n'est pas le cas pour les Chaebols qui, eux, bénéficient de ces recours, notamment avec l'émission d'obligations.

Quoi qu'il en soit, que l'on se réfère à la situation précédant la crise ou que l'on analyse les nouveaux comportements bancaires à l'issue de cette crise, il semble pertinent, là encore, d'interpréter les relations banque – entreprise à travers le problème du hasard moral.

### 3 - ENDETTEMENT BANCAIRE, SURINVESTISSEMENT ET HASARD MORAL : LE MODELE DE CORSETTI, PESENTI ET ROUBINI <sup>440</sup>

**Corsetti, Pesenti et Roubini voient dans le thème du hasard moral l'origine essentielle des situations de surinvestissement de la part des entreprises dans les conditions où elles sont apparues avant et pendant la crise financière de 1997.**

Dans leur modèle, ils considèrent une petite économie ouverte spécialisée dans un bien Y dont la fonction de production peut s'écrire :

K étant le capital technologique, L le travail (normalisé à 1) et un paramètre technologique. La technologie peut être déterminée de manière probabiliste :

$$= A + \square \text{ avec une probabilité } \frac{1}{2}.$$

$$= A - \square \text{ avec une probabilité } \frac{1}{2}.$$

Deux hypothèses sont adoptées en ce qui concerne la structure financière :

L'accès aux moyens de financement est segmenté : une fraction ( $\square$  des agents nommée « l'élite » (ELI). dispose d'un accès complet au marché du capital. Les autres nommés « rest of the country » (ROC). ( $1-\square$ ) n'ont qu'un accès restreint à ce même marché. Cette asymétrie permet une analyse spécifique des solutions en matière de prêts dans les situations de hasard moral. 1.

On admet que le stock initial de capital national est entièrement financé par l'emprunt extérieur. L'agent représentatif de l'élite emprunte donc des fonds à l'extérieur au taux du marché mondial ( $r$ ) pour un montant D et prête un capital K aux firmes nationales. 2.

**La contrainte de budget de l'élite peut s'écrire :**

<sup>441</sup>

(1)

Où  $w$  est le coût du travail, la consommation de l'élite, les impôts, le niveau nominal de monnaie détenue,  $P_t$  le niveau général des prix domestiques et  $\square$  le taux de change nominal. La contrainte budgétaire des autres agents s'exprime, quant à elle, de la manière suivante :

<sup>440</sup>

Corsetti, G., Pesenti, P., Roubini, N. : « Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis » Federal Reserve Board of New York.

Octobre 1998. P 36.

<sup>441</sup>

représente donc la taxe de seigneurage issue de l'inflation mise en œuvre par l'Etat.

Enfin, avant la crise financière, l'équilibre budgétaire de l'Etat peut être noté <sup>442</sup> :

En admettant le principe de parité de pouvoir d'achat,  $P_t = 1$ , on peut agréger les contraintes budgétaires précédentes, ce qui permet d'obtenir l'égalité suivante :

(2)

L'agent représentatif de l'élite étant considéré, dans ce modèle, comme neutre face au risque, il adopte un taux d'actualisation équivalent au taux d'intérêt du marché mondial. Sa fonction d'utilité espérée peut alors s'écrire :

(3)

L'élite maximise (3) sous contrainte de (1). Le choix du niveau optimum de capital égalise la productivité marginale du capital aux coûts des fonds, déduction faite des taxes supportées par les entreprises nationales.

(4)

Dans cette expression, le second terme à gauche indique la possibilité que les décisions d'agir sur le niveau du capital affectent le flux fiscal. Si ce terme est égal à zéro, le stock de capital est employé à son niveau optimum <sup>443</sup> .

Ce niveau de capital maximise la consommation nationale. De plus, il faut noter que si les agents s'attendent à recevoir une subvention gouvernementale quand ils accroissent leurs investissements, le capital désiré sera plus important que .

Comme nous l'avons déjà vu, une crise financière comme celle qu'a connue l'Asie du Sud-Est en 1997, peut être définie comme le moment où le stock d'engagement de l'élite est supérieur au stock de capital et où le marché du capital ne permet pas un emprunt privé supérieur à ce même stock de capital.

La place du hasard moral, une fois la crise ouverte, se définit donc comme le fait que les agents rationnels attendent du gouvernement qu'il modifie sa politique pour empêcher les firmes de courir à la faillite.

Le gouvernement est, en effet, incapable de maintenir la crédibilité de son option pour le « *laisser faire* » <sup>444</sup> et – ex post – dès que la crise s'ouvre, il n'a pas d'autres solutions que d'intervenir, validant ainsi les attentes des agents dans la présence d'un inévitable prêteur en dernier ressort.

**La difficulté provient du fait que dans la crise financière, les disponibilités gouvernementales tombent à un niveau inférieur au niveau associé à n'importe quel scénario indiquant un déséquilibre entre les disponibilités des firmes et leurs engagements. Le cas de la Thaïlande est à cet égard emblématique.**

Cette situation est clairement mise en lumière à travers la notion de « **déficit**

<sup>442</sup> En admettant que et .

<sup>443</sup> De telle manière que .

<sup>444</sup> Si tel a été son choix initial.

*caché* » par Diaz Alejandro <sup>445</sup> :

**« Le déclin de la dette publique officielle mesurée par les comptabilités nationales fut célébré par de nombreux observateurs. Ex post, il s'avère que le secteur public, incluant la banque centrale, avait accumulé un montant explosif d'engagements auprès des opérateurs étrangers comme domestiques, prêtant et effectuant des dépôts au travers d'un secteur financier « bancal ». La dette publique cachée pouvait être exigée en liquidité dès lors que le système menaçait de s'effondrer »**

**Comme nous l'avons vu précédemment (4), le choix optimum de capital est contraint par les anticipations de taxes et de transferts. On peut exprimer le flux net de transferts anticipés à partir de la croissance du stock de capital :**

A partir du moment où les agents anticipent des subventions gouvernementales en cas de crise financière, on peut modéliser le hasard moral comme un transfert (non négatif) dépendant de la réalisation d'un choc technologique ().

Si la réalisation est négative (=  $A - \square$ ) alors l'agent attend un transfert positif du gouvernement équivalent à la différence entre le retour insuffisant et le coût initial des fonds. Si, au contraire, la réalisation est positive (=  $A + \square$ ) alors aucun transfert n'a lieu. A l'équilibre, le transfert par unité de capital peut donc s'écrire :

Tant que l'élite agit en ayant le sentiment d'être protégée des aléas économiques, technologiques et financiers, aucune incitation ne lui fait craindre une perte <sup>446</sup>. La nature des relations sociales traditionnellement en place dans un pays émergent, correspondant à l'absence d'un système légal favorable à l'efficacité du marché, exacerbe cette tendance.

L'élite peut donc, tout en empruntant sur le marché du capital notamment international, prêter à court terme aux entreprises nationales, même en cas de présomption de choc négatif. Il en résulte que le niveau désiré de capital est supérieur au niveau de capital efficient :

En l'absence de mécanisme d'incitation, le hasard moral favorise donc un déséquilibre global fondant la fragilité du système de financement qui mène à la crise financière.

---

## 5- REFLEXION SUR L'ORIGINE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DU

---

<sup>445</sup> "The declining importance of ostensible public debt in the national balance sheet was celebrated by some observers [...] ex-post it turned out that the public sector, including the central bank, had been accumulating an explosive amount of contingent liabilities of both foreign and domestic agents who held deposits in, or made loans to, the rickety financial sector. This hidden public debt could be turned into cash as the financial system threatened to collapse". In Diaz-Alejandro.C.F. : « Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crashes » Journal of Development Economics, 19 reprinted in A.Velasco: « Trade, Development and the World Economy: Selected Essays of Carlos Diaz-Alejandro ». Oxford. UK. Blackwell. 1988. P 372.

<sup>446</sup> Et l'enjoint de baisser sa consommation.

## CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT CONTEMPORAIN

---

### 5-1- Fragilité bancaire et libéralisation financière dans le cadre du capitalisme productif émergent contemporain :

Si l'on se réfère à l'expérience du capitalisme asiatique émergent, il semble clair que le passage de la fragilité bancaire initiale à une crise financière majeure ne peut être interprété en dehors d'une réflexion sur le développement de l'ouverture financière sur l'extérieur qui a marqué cette région du monde.

Il reste à déterminer ce rôle afin d'éclairer son lien possible avec la fragilité bancaire telle que nous l'avons défini plus haut. En effet, l'existence d'une libéralisation financière externe dans les pays émergents, pourrait s'avérer être une explication concurrente de celle développée jusqu'à présent et qui privilégie l'interprétation en terme de hasard moral résultant d'un système de financement peu efficient.

Il s'agit au fond d'analyser et de se déterminer par rapport à la causalité implicite proposée par Diaz-Alejandro dans son article fameux au titre provocateur<sup>447</sup>. Cette discussion est déjà ancienne. Dès 1973, McKinnon<sup>448</sup> insistait sur l'aspect déstabilisant de la répression financière qui, en forçant les intermédiaires financiers à payer des taux d'intérêt réels faibles voire négatifs, réduisait l'incitation à l'épargne et diminuait, par conséquent, le volume des ressources disponibles pour l'accumulation du capital.

Cette vision favorable à la libéralisation a été largement discutée à partir des années 90, en suggérant que celle-ci a accru l'importance de l'instabilité financière et pourrait être rendue responsable des crises systémiques qui l'ont suivie<sup>449</sup>.

Sur le plan théorique, plusieurs raisons plaident en faveur d'un effet significatif de la libéralisation financière au détriment de la stabilité du système bancaire. Dans un système de répression financière, le taux d'intérêt sur les prêts est plafonné, ce qui empêche les banques d'y intégrer les primes de risques adéquates.

Il en résulte que les prêts aux emprunteurs à hauts risques ne peuvent être profitables. Dès lors que les taux ne sont plus plafonnés, cette opération devient possible. Les opérations à fort retour sur investissement attendu peuvent être financées en intégrant la prime de risque.

Si les portefeuilles de prêts sont correctement diversifiés, la libéralisation peut s'avérer socialement désirable sans entraîner un accroissement notable du risque d'insolvabilité et, à un niveau agrégé, du risque de système. Cependant, les portefeuilles de prêts risqués, même diversifiés, restent vulnérables aux risques liés à des chocs

<sup>447</sup> **Diaz-Alejandro.C.F.**: « Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash », Journal of Development Economics, 19. 1985.

<sup>448</sup> **Mc Kinnon.R.I.**: « Money and Capital in Economic Development » Washington DC. Brooking Institution. 1973.

<sup>449</sup> **Voir Caprio.G, Klingebiel.D.**: « Dealing with Bank Insolvency: Cross Country Experience ». Washington.D.C. The World Bank. 1996.

macro-économiques.

Cela signifie que la gestion de tels portefeuilles réclame une culture spécifique faite d'habileté et d'expérience financière propre à un environnement ouvert. Cela est notamment vrai en ce qui concerne aussi bien l'évolution des risques que le « monitoring » des emprunteurs.

Si cet ensemble de qualités vient à manquer à des acteurs dont la principale activité a été traditionnellement de prêter aux pouvoirs publics et à des entreprises bénéficiant de solides collatéraux, le risque d'accroissement de la fragilité financière peut alors être évoqué.

D'autre part, dans un système financièrement libéralisé où les taux d'intérêt sont déterminés par le marché, les taux nominaux adoptent un comportement très erratique. Alors que la fonction bancaire demeure de transformer les dépôts de court terme en actifs de long terme, le secteur financier est exposé au risque d'accroissement des taux nominaux et devient, par conséquent, plus vulnérable aux mouvements du loyer de l'argent.

Enfin, quand la libéralisation apparaît sans qu'un marché interbancaire profond se soit développé, les banques peuvent se trouver en difficulté face à des situations courtes en matière de liquidité.

Cette situation peut se diffuser à l'ensemble du système dans un environnement marqué par les asymétries d'information.

En conséquence, puisque la libéralisation externe offre l'opportunité d'accroître la prise de risque pour les banques, tout mécanisme (informationnel ou institutionnel) qui ne permettrait pas au management bancaire d'évaluer correctement la globalité des risques encourus à la suite de leur décision de prêts, serait spécialement dangereux.

Aussi, la présence de garanties implicites ou explicites de la part du gouvernement rend, comme nous l'avons déjà exprimé, la situation de hasard moral particulièrement propice à la vulnérabilité financière.

D'autant que l'érosion des rentes bancaires <sup>450</sup> résultant de la disparition du plafonnement sur les taux et de la réduction des barrières à l'entrée, contribue également au hasard moral. La disparition de ces profits de monopole résultant d'un accroissement de la compétition bancaire réduit le coût de perte d'un licence bancaire en cas d'insolvabilité. Aussi, l'incitation à choisir des portefeuilles de prêts de plus en plus risqués devient la norme.

Si ce type d'incitation n'est pas contrôlé à travers une régulation prudentielle efficace, la croissance du risque résultant du hasard moral devient la principale source de fragilité financière.

En définitive, en donnant à la banque plus de liberté dans l'action, la libéralisation financière interne et externe accroît la prise de risque et stimule la croissance économique. Cependant, l'existence de garanties implicites ou explicites peut entraîner cette banque vers une prise de risque supérieure à ce qui serait socialement désirable.

---

<sup>450</sup> Franchise value.

L'analyse de Demirgüç-Kunt et Detragiache <sup>451</sup> revient de manière empirique sur le fondement de ces différentes approches. Etudiant la période 1980-1995 sur un échantillon de pays en développement, les deux auteurs estiment, à partir d'un modèle à régression multiple, la probabilité de crises bancaires. Ils testent l'hypothèse qu'un système financier libéralisé <sup>452</sup> (ou non) puisse accroître la probabilité de crise bancaire.

La variable « crise bancaire » est construite en identifiant et datant les épisodes de détresse financière durant la période considérée en s'appuyant sur des critères spécifiques <sup>453</sup>. Les taux d'intérêt réels sont utilisés comme variables instrumentales afin d'exprimer la libéralisation financière puisque dans la plupart des pays, l'abandon du contrôle des taux est l'élément central du processus de libéralisation financière.

De plus, deux groupes de variables de contrôle, l'un exprimant l'évolution macroéconomique susceptible d'affecter les performances bancaires, l'autre caractérisant le système bancaire lui-même en rendant compte des déterminants de la crise bancaire telle que la théorie les a révélés <sup>454</sup>.

Le document XII indique les résultats économétriques obtenus. Les colonnes correspondent à différentes définitions de la variable muette concernant la libéralisation financière. Dans la première colonne, la variable muette est « zéro » pour la période durant laquelle les taux d'intérêt sont contrôlés et « un » lorsque survient la libéralisation : cette variable conserve la valeur « un » même dans le cas où la libéralisation est temporairement remise en cause.

La seconde colonne, au contraire, attribue la valeur « zéro » à la variable muette en ce qui concerne les périodes de remise en cause de la libéralisation. Comme nous pouvons le constater dans ce document, les variables de contrôle macro-économiques sont significatives quant à leur signe puisque les crises bancaires sont clairement associées avec une faible croissance, avec des termes de l'échange défavorables, des taux d'intérêt élevés et une inflation forte.

De manière très suggestive, dans les deux premières colonnes, la variable muette de libéralisation financière est fortement et significativement corrélée avec la probabilité de crises bancaires.

Ces résultats restent vrais alors même que l'on supprime l'effet propre aux variables de contrôle macroéconomiques. Les colonnes 3 à 6 testent quant à elles, l'hypothèse

<sup>451</sup> **Demirgüç-Kunt.A, Detragiache.E:** « Financial Liberalization and Financial Fragility ». World Bank. Annual Conference on Development Economics. 1998. P 37.

<sup>452</sup> Il s'agit d'une libéralisation envisagée sous son angle externe.

<sup>453</sup> Idem. P 15. La détresse financière se caractérise ici par 4 critères : 1- Le ratio actifs non-performants /Total des actifs détenus par le secteur bancaire excède 10%. 2- Le coût des opérations de secours s'élève au moins à 2% du PNB. 3- Les difficultés bancaires résultent d'une intervention directe de l'Etat ou d'un secteur bancaire nationalisé. 4- Il se produit un run bancaire ou l'Etat impose des mesures d'urgent pour l'éviter.

<sup>454</sup> **Ibidem** P 17.

selon laquelle les effets de la libéralisation financière agissant sur la probabilité de crise bancaire sont seulement des effets transitoires agissant durant les années 3,4,5,6 suivant le changement de politique. Les résultats obtenus semblent suggérer que l'effet de la libéralisation financière sur la fragilité bancaire n'est pas une caractéristique représentative des périodes succédant immédiatement au changement mais qu'il se manifeste sur l'ensemble des périodes considérées.

**Document XII : Libéralisation financière et crises bancaires**

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME  
MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

	1	2	3	4	5	6	7
<b>Variables de contrôle</b>							
Croissance	0.168 (0.04)	-0.164 (0.039)	-0.163 (0.039)	-0.162 (0.039)	-0.167 (0.039)	-0.168 (0.039)	-0.191 (0.044)
Terme de l'échange	-0.052 (0.023)	0.05 (0.022)	0.043 (0.020)	0.043 (0.020)	-0.049 (0.022)	0.049 (0.022)	-0.050 (0.025)
Intérêt réel	0.047 (0.015)	0.046 (0.015)	0.048 (0.015)	0.051 (0.015)	0.051 (0.015)	- (0.015)	- (0.015)
Inflation	0.027 (0.009)	0.027 (0.008)	0.027 (0.009)	0.027 (0.009)	0.027 (0.009)	0.028 (0.009)	0.022 (0.011)
M2/Reserves	0.022 (0.007)	0.021 (0.007)	0.016 (0.007)	0.017 (0.007)	0.017 (0.007)	0.017 (0.007)	0.024 (0.007)
Crédit/PNB	0.007 (0.012)	0.007 (0.013)	0.006 (0.012)	0.006 (0.012)	0.006 (0.012)	0.007 (0.012)	0.013 (0.013)
Ratio de Liquidité	-0.018 (0.014)	-0.019 (0.014)	-0.020 (0.014)	-0.020 (0.014)	-0.021 (0.014)	-0.020 (0.014)	-0.022 (0.016)
Croissance du Crédit	0.023 (0.013)	0.022 (0.013)	0.023 (0.013)	0.023 (0.013)	0.023 (0.013)	0.023 (0.013)	0.013 (0.01')
PNB/Tête	-0.108 (0.051)	-0.103 (0.051)	-0.078 (0.051)	-0.077 (0.051)	-0.079 (0.051)	-0.080 (0.051)	-0.101 (0.05è)
<b>Libéralisation Financière</b>							
FIN LIB	1.761 (0.634)						1.449 (0.712)
FIN LIB (R)		1.423 (0.589)					
FIN LIB (3)			0.488 (0.434)				
FIN LIB (4)				0.639 (0.415)			
FIN LIB (5)					0.892 (0.415)		
FIN LIB (6)						0.811 (0.418)	
FIN LIB X INITIAL							0.026 (0.020)
<b>Crises passées</b>							
Durée de la dernière période	0.108(0.634)	0.115(0.051)	0.139(0.051)	0.147(0.051)	0.139(0.051)	0.140(0.051)	0.130(0.062)
Nombre de crises	32	32	31	32	32	32	26
Nombre d'observations	639	639	602	639	632	632	525

Source : Demirgûç-Kunt.A, Detragiache.E, op. Cité P 41.

**L'impact de la libéralisation des taux sur la probabilité de crises bancaires est**

d'ailleurs illustré par le tableau suivant :

Document XIII : Impact de la libéralisation des taux d'intérêt sur la probabilité des crises

Pays	Crise bancaire date de départ	Probabilité de crise estimée par le modèle (avec libéralisation)	Probabilité de crise bancaire sans libéralisation préalable
Chili	1981	.174	.035
Colombie	1982	.047	.008
Inde	1991	.221	.047
Indonésie	1992	.306	.071
Italie	1990	.028	.005
Japon	1992	.071	.012
Malaisie	1985	.170	.034
Mexique	1994	.207	.043
Nigeria	1991	.044	.008
Norvège	1987	.031	.006
Pérou	1983	.347	.084
Philippines	1981	.052	.009
Portugal	1986	.133	.026
Suède	1990	.033	.006
Turquie	1991	.221	.047
Uruguay	1981	.358	.087
Venezuela	1993	.424	.113

**Source** : Demirgüç-Kunt.A, Detragiache.E : Op. Cité P 42. L'échantillon est identique à celui du document IX.

**La deuxième colonne indique la probabilité de crises bancaires estimée par le modèle concernant 26 épisodes de crises intéressant toutes les périodes de libéralisation. Puis en troisième colonne, les probabilités sont recalculées en attribuant la valeur « zéro » à la variable muette de libéralisation financière (c'est à dire en excluant le processus de libéralisation).**

Il apparaît clairement que la probabilité de crise chute de manière significative. Il reste, cependant, nécessaire d'établir le niveau de causalité suggéré par l'étude économétrique dont nous venons de rendre compte afin de cerner la véritable place du processus de libéralisation et d'évaluer le risque de se trouver confronté du point de vue méthodologique à un effet de structure qui masquerait derrière le voile de la libéralisation d'autres causalités plus profondes.

En particulier, conformément aux analyses évoquées au début de ce paragraphe, il semble avéré que la libéralisation financière a d'autant moins d'effet sur la probabilité de crise bancaire que l'environnement institutionnel et culturel du secteur financier est solidement établi.

Afin de vérifier cette assertion, les deux auteurs vont tester les relations entre la variable muette de libéralisation financière et plusieurs variables instrumentales

représentant la qualité de cet environnement.

Les six variables instrumentales sont : le produit par tête, le degré de respect des lois<sup>455</sup>, le retard bureaucratique, la qualité des contrats et celle de l'administration, enfin le degré de corruption.

Des coefficients négatifs et suffisamment forts signifient qu'un environnement institutionnel de bonne qualité permet de réduire les effets d'une libéralisation financière sur la probabilité de crises bancaires<sup>456</sup>.

Les résultats<sup>457</sup> mesurant l'interaction entre l'environnement institutionnel et la libéralisation financière possèdent le signe négatif attendu.

De plus, si l'on prend l'exemple de la variable « *Loi et ordre* », pour un pays disposant d'un score de « zéro » (c'est à dire le plus faible), l'impact sur la probabilité de crise est fort (1770). Recalculant cela à partir d'un score de « trois », l'impact se réduit à 0.555. Lorsque le score choisi atteint « six », l'impact est même négatif<sup>458</sup>.

**Ce dernier résultat semble suggérer, de manière très intéressante, que la fragilité bancaire n'est plus le seul signe dominant de la fragilité financière dès lors que l'environnement institutionnel est solide<sup>459</sup>.**

En revanche, pour les pays à capitalisme productif émergent, la fragilité financière est bien d'ordre bancaire. La libéralisation financière accroît simplement cette fragilité parce qu'en supprimant le contrôle des taux d'intérêt et en réduisant les barrières à l'entrée, elle réduit les rentes bancaires, ce qui a pour effet d'augmenter l'acuité du problème du hasard moral dans un environnement institutionnel ne bénéficiant pas des mécanismes d'incitation adaptés.

Caprio et Summers<sup>460</sup> analysent cette situation de la manière suivante : la répression financière, avec des taux d'intérêt plafonnés et des barrières à l'entrée, favorise l'apparition de rentes. Celles-ci rendent la détention d'une autorisation (ou licence) bancaire d'autant plus profitable pour son détenteur.

C'est le risque de perdre cette licence qui peut pousser les banques à devenir des institutions plus stables en les incitant à mieux exercer leurs fonctions de supervision

<sup>455</sup> Laws and Order.

<sup>456</sup> Ibid. P 20.

<sup>457</sup> Document XI.

<sup>458</sup> Les deux derniers résultats ne sont pas présentés dans ce tableau.

<sup>459</sup> Cette question sera d'ailleurs au centre de l'analyse proposée dans la troisième partie de cette thèse, puisqu'il s'agira de réfléchir sur les causes de la fragilité financière à partir du moment où l'environnement institutionnel fort des pays à capitalisme développé réduit l'influence de la fragilité d'origine bancaire.

<sup>460</sup> **Caprio.G, Summers.L** : « Finance and its Reform: Beyond Laissez-Faire Policy ». Research Working Paper n° 1171. The World Bank.

## ORDRES PRODUCTIFS ET INSTABILITE DES MODES DE FINANCEMENT

après des entreprises qu'elles financent.

En s'appuyant sur l'étude empirique de Keeley<sup>461</sup> concernant le cas américain, ils montrent qu'une réforme conduisant à une libéralisation favorise une concurrence bancaire accrue et une diminution des profits. Cela entraîne une modification de la position face au risque de la part de ces institutions.

### Document XIV (a) : Libéralisation financière et crises bancaires , l'environnement institutionnel :

	1	2	3	4	5	6
Croissance	-0.171 (0.040)	-0.214 (0.054)	-0.233 (0.072)	-0.238 (0.070)	-0.219 (0.054)	-0.223 (0.054)
Terme de l'échange	-0.052 (0.023)	0.040 (0.027)	0.056 (0.034)	0.060 (0.033)	-0.042 (0.026)	0.040 (0.026)
Intérêt réel	0.045 (0.015)	0.052 (0.024)	0.053 (0.021)	0.050 (0.021)	0.049 (0.024)	0.049 (0.023)
Inflation	0.026 (0.009)	0.024 (0.015)	0.022 (0.013)	0.020 (0.013)	0.021 (0.015)	0.022 (0.015)
M2/Reserves	0.022 (0.007)	0.018 (0.010)	0.025 (0.012)	0.025 (0.012)	0.022 (0.010)	0.019 (0.010)
Crédit/PNB	0.002 (0.011)	-0.003 (0.011)	0.005 (0.012)	0.006 (0.012)	-0.003 (0.011)	-0.003 (0.011)
Ratio de Liquidité	-0.018 (0.014)	-0.030 (0.023)	0.020 (0.026)	0.015 (0.026)	-0.030 (0.022)	-0.027 (0.021)
Croissance du Crédit	0.024 (0.013)	0.013 (0.018)	0.045 (0.017)	0.043 (0.016)	0.011 (0.018)	0.009 (0.018)

Source : Demirgüç.A, Detragiache.E, Op. Cité P 51. L'échantillon est identique à celui du document IX.

### Document XIV (b) : Libéralisation financière et crises bancaires , l'environnement institutionnel :

<sup>461</sup> **Keeley.M.C:** « Deposit Insurance, Risk and Market Power » American Economic Review. 80. 1183-1200. 1990.

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME  
MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

FIN LIB	1 .956 (0.657)	1 .770 (0.986)	4.053 (1.542)	4.732 (1.557)	1.803 (1.082)	1.823 (1.030)
FIN LIB X PNB /Tête	-0.089 (0.048)					
FIN LIB X Loi et Ordre		-0.405 (0.205)				
FIN LIB X Délais administratifs			-0.727 (0.678)			
FIN LIB X Application des contrats				-0.938 (0.574)		
FIN LIB X qualité de l'administration					-0.380 (0.223)	
FIN LIB X Corruption						-0.403 (0.215)
Durée de la dernière période	0.112 (0.051)	0.181 (0.081)	0.028 (0.067)	0.031 (0.067)	0.171 (0.079)	0.156 (0.078)
Nombre de crises	32	32	31	32	32	32
Nombre d'observations	639	425	406	406	418	418

Source : Demirgürç.A, Detragiache.E, Op. Cité P 51. L'échantillon est identique à celui du Document IX.

**Si ces réformes ne s'accompagnent pas <sup>462</sup> d'un renforcement concomitant des règles prudentielles de régulation et de supervision modifiant les incitations, la disparition des rentes conduit nécessairement à un approfondissement du problème de hasard moral et à une fragilité bancaire plus prononcée.**

Afin de fonder empiriquement cette assertion, Demirgüç-Kunt et Detragiache s'appuient sur un ensemble de données concernant les documents comptables bancaires de 80 pays durant la période 1988-1995 <sup>463</sup>.

Pour chaque banque, ils construisent trois indices mesurant la profitabilité : la marge nette d'intérêt, le retour sur actif (R.O.A), le retour sur capital (R.O.E). Ils ajoutent également cinq ratios susceptibles d'être associés à une chute des gains bancaires.

Le tableau suivant rend compte des corrélations observées entre les variables bancaires et la variable muette de libéralisation financière :

<sup>462</sup> On a vu pour quelles raisons le dispositif politique l'empêche.

<sup>463</sup> Ibid. P 26.

Document XV : Coefficient de corrélation entre la libéralisation financière et les indicateurs de la situation bancaire

	FIN LIB	FIN LIB (3)	FIN LIB (4)	FIN LIB (5)	FIN LIB (6)
Marge d'intérêt net	.024 .653	.175 .001	.150 .006	.157	.158 .004
Retour sur actif	.088 .139	.202 .001	.168 .006	.167 .006	.132 .030
Retour sur capital	-.118 .028	.120 .029	.097 .076	.077 .158	.068 .212
Capital	.207 .000	.058 .289	.119 .028	.116 .032	.121 .026
Liquidité	.155 .004	.154 .005	.184 .161	.152 .005	.168 .002
Dépôts	-.033 .541	.069 .210	.161 .003	.170 .002	.121 .026
Concentration du marché	-.087 .137	.92 .121	.053 .377	.042 .476	.035 .552
Part des banques étrangères	.109 .062	-.012 .840	.015 .799	.020 .734	.031 .606

**Source :** Demigürç.A, Detragiache.E, Op. Cité P 47.

**Les résultats de la première colonne sont calculés en utilisant une variable muette égale à « un » dans toutes les périodes de libéralisation. La variable muette est égale à « zéro » autrement. Les colonnes suivantes redéfinissent la variable muette qui prend la valeur « un » pendant la transition vers un système libéralisé<sup>464</sup> et « zéro » autrement.**

Ce tableau permet de savoir si l'affaiblissement des rentes bancaires est un effet temporaire ou permanent de la libéralisation et par conséquent si le problème du hasard moral est renforcé par une telle situation.

La comparaison entre la première colonne et les colonnes suivantes indique que la transition diffère largement de la situation de libéralisation complète. Cela suggère une adaptation relativement lente de la structure bancaire à partir du moment où la libéralisation a été mise en œuvre.

Les résultats de la première colonne indiquent, quant à eux, que la libéralisation conduit à un affaiblissement permanent des profits bancaires (le ROE affiche un coefficient de corrélation négatif).

De manière encore plus significative, cette libéralisation est surtout associée en permanence, à une faible concentration bancaire ainsi qu'à une présence plus grande des banques étrangères : or, ces deux situations plaident de manière évidente en faveur d'une limitation des profits monopolistiques et donc pour un affaiblissement effectif des «franchise values ».

Le risque bancaire et l'instabilité financière ne peuvent donc que progresser dans un

<sup>464</sup> Cette transition dure respectivement de un à six années.

tel contexte. C'est d'ailleurs dans cet esprit que Demirgüç-Kunt et Detragiache ordonnent leur étude. La place qu'ils attribuent à la libéralisation financière s'analyse ainsi :

**« La libéralisation financière exerce un effet négatif sur la stabilité du secteur bancaire et l'ampleur de l'effet n'est pas sans importance. Cependant, un environnement institutionnel solide, caractérisé par une application effective de la loi, un appareil d'Etat efficient et peu de corruption est susceptible de contrecarrer l'effet adverse de cette libéralisation [...] Malheureusement, des institutions fortes ne peuvent pas être créées en une nuit, même par un gouvernement bien disposé à engager des réformes »**<sup>465</sup>

C'est bien, en effet, parce que le système politique et économique, nécessaire au démarrage du capitalisme productif émergent, devient progressivement un facteur favorisant la fragilité financière par l'intermédiaire de son système bancaire, que la libéralisation peut aggraver cette conjoncture en amplifiant, de manière souvent décisive, le problème du hasard moral qui se trouve à l'origine, entacher l'émergence du capitalisme productif<sup>466</sup>.

Cependant, le processus de libéralisation, en lui-même, ne saurait constituer la cause fondamentale de l'instabilité financière.

## **5-2- La fragilité financière du capitalisme productif émergent est-elle de nature bancaire ou monétaire ?**

**En liaison avec le processus de libéralisation, la fragilité financière s'accompagne fréquemment de soubresauts monétaires particulièrement déstabilisants. La présence souvent conjointe, dans la crise financière ouverte d'une crise bancaire doublée d'une crise monétaire impose la réflexion sur l'antériorité causale.**

Ce débat, depuis la fin des années 80 a été particulièrement soutenu. Une partie des auteurs voit dans la crise monétaire<sup>467</sup> un élément essentiel permettant d'expliquer l'ouverture d'une crise financière.

Ainsi Miller<sup>468</sup> insiste sur le fait que les attaques spéculatives sur la monnaie peuvent conduire à une situation de crise bancaire dans la mesure où les dépôts bancaires sont utilisés pour la spéculation sur le marché des changes et que les banques sont en

<sup>465</sup> *“Financial liberalization exerts an independent and negative effect on the stability of the banking sector and the magnitude of the effect is not trivial. However, a strong institutional environment, characterized by effective laws enforcement, an efficient bureaucracy, and little corruption, can curb the adverse effect of the liberalization on the financial system [...] Unfortunately, strong institutions cannot be created overnight, not even by the most reform-oriented government.” Op. cité. P 27.*

<sup>466</sup> D'où la nécessité d'une libéralisation en temps voulue, bien séquencée.

<sup>467</sup> Sous différentes formes : attaques spéculatives contre la monnaie, crise de change liée au déficit de la balance des paiements et dévaluation ou abandon de l'ancrage monétaire lié à un épuisement des réserves de change.

<sup>468</sup> **Miller. M, Luangaram.P** :« Financial Crisis in East Asia, Bank Runs, Assets Bubbles and Antidotes ». Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation. University of Warwick. 1998. P37.

situation d'excès de prêts.

Dans le même sens, Rojas-Suarez et Weisbrod <sup>469</sup> considèrent qu'une crise monétaire peut conduire à une situation de crise financière à partir du moment où, dans le cadre d'un système bancaire vulnérable, le gouvernement répond à la pression exercée sur les taux de change en élevant drastiquement les taux d'intérêt.

Dans le deux cas, cependant, l'une des conditions essentielles de la causalité évoquée est bien que le système bancaire se trouve à l'origine vulnérable.

La raison évoquée provient du fait d'engagements étrangers non couverts mais aussi de décalage concernant la maturité respective des ressources et des emplois.

Le choc monétaire peut alors directement frapper le secteur bancaire en déstabilisant sa situation comptable lorsque la monnaie nationale se déprécie ou, indirectement, en obligeant la banque centrale à élever les taux d'intérêt pour défendre la monnaie.

D'autres auteurs, en premier lieu, Chang et Velasco <sup>470</sup> considèrent que les « crises jumelles » procèdent de facteur commun, en premier lieu l'illiquidité internationale, définie comme la situation où le système financier d'un pays se trouve dans un état pour lequel ses emplois de court terme excèdent sa réserve de change à laquelle il doit pouvoir accéder dans des délais rapprochés.

Dés lors que les créanciers ont perdu confiance, ils arrêtent leurs prêts et exigent le remboursement de ceux qu'ils ont déjà octroyé. Les possibilités offertes au secteur bancaire privé ou public ainsi qu'au gouvernement deviennent très limitées. Dans ce cas, les crises bancaires et monétaires se déclenchent conjointement.

Dans un ordre d'idée semblable, McKinnon et Pill <sup>471</sup> mettent l'accent sur les liens existant entre la libéralisation financière et le hasard moral. Cette situation incite les banques à prendre des risques nouveaux pour gérer leur portefeuille, notamment en pratiquant des opérations monétaires internationales sans couverture.

Cette libéralisation financière accompagnée de garanties au profit du secteur financier conduit à un boom de l'investissement favorisé par une extension du crédit national et étranger. Il en résulte la possibilité d'une double crise touchant conjointement le système de change et le système de crédit.

Dans cette dernière analyse, on le voit, la place de la fragilité bancaire devient plus importante. Dans la démarche que nous allons envisager, elle va devenir déterminante. En effet, plusieurs auteurs insistent sur le rôle initial de la fragilité bancaire dans le

---

<sup>469</sup> Rojas-Suarez,L. Weisbrod,S : « **Financial Fragility in Latin America : The 1980's and 1990's** » **International Monetary Fund. Occasional Papers. 132. 1995.**

<sup>470</sup> Chang,R. Velasco,A: « **Liquidity Crisis in Emerging Market: Theory and Policy** » **Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper. Series 99-15. October 1999.**

<sup>471</sup> Mc Kinnon,R. Pill,H : « **Credible Liberalization and International capital Flows. The Overborrowing Syndrome** » in **Takatoshi.Ito Ito and Anne Kruger Edition** : "Financial Regulation and Integration in East Asia". University of Chicago Press. 1996.

processus qui conduit à la crise financière en passant par la crise monétaire <sup>472</sup> .

Ainsi, M.Obsfeld <sup>473</sup> défend l'idée selon laquelle un système bancaire vulnérable peut induire une crise monétaire à partir du moment où le spéculateur rationnel anticipe le fait que le gouvernement préférera choisir l'inflation plutôt que la stabilité des changes dans le but d'éviter une panique bancaire.

Dans une logique similaire, G.Calvo <sup>474</sup> montre qu'un « **bank run** » est susceptible d'entraîner une crise monétaire si la liquidité bancaire associée à des garanties gouvernementales devient incompatible avec un taux de change stable. C'est qu'en effet, une dévaluation de la monnaie peut être une option politique logique pour un gouvernement confronté à un risque de « ruée » tout en ayant maintenu un taux de change stable.

**Enfin, Gonzales-Hermosillo <sup>475</sup> insiste, comme nous l'avons fait précédemment, sur l'influence d'un environnement financier encore insuffisamment développé permettant, par exemple à partir d'un choc de productivité initial, aux agents de substituer des actifs étrangers aux actifs domestiques entachés d'un niveau de risque trop élevé.**

Dans ces trois dernières analyses, la cause de la fragilité bancaire induisant la crise monétaire peut être recherchée dans le problème du hasard moral qui modèle le comportement du système de financement.

Sur le plan empirique, tout en se rattachant à ce second courant, Reuven-Glick et Michael Hutchinson <sup>476</sup> s'intéressent aux liens de causalité qui unissent crises bancaires et crises monétaires en s'appuyant sur des données relevées dans 90 pays, sur la période 75-97 auprès des services statistiques du FMI.

Dans cette recherche, qui doit beaucoup à Kaminsky et Reinhardt <sup>477</sup> , les crises monétaires sont définies à travers un indicateur construit à partir de trois variables :

Le degré de surévaluation de la monnaie défini comme la déviation du taux de change réel par rapport à la parité de pouvoir d'achat. 1.

<sup>472</sup> Notre démarche s'inspire de ce type d'analyse.

<sup>473</sup> **Obsfeld.M.** : « The logic of currency crisis » NBER. Working Paper 4640. September 1994.

<sup>474</sup> **Calvo.G** : « Varieties of Capital Market Crisis » in Guillermo Calvo and Melvyn King eds. The Debt Burden and its Consequences for monetary Policy. London. Mac Millan Press. 1997.

<sup>475</sup> **Gonzales-Hermosillo.B** : « Banking sector Fragility and Systemic Sources of Fragility » IMF. Working Papers. W/P/96/12. 1996.

<sup>476</sup> **Glick.R, Hutchinson.M.M.** : « Banking and currency crises: How common are twins? » Working Paper N° PB99607. Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies Economic Research Department Federal Reserve Bank of San Francisco". p 41.

<sup>477</sup> **Kaminsky.G, Reinhardt.C.** : « **The Twin Crisis. The causes of Banking and Balance of Payment Problems** ». **American Economic Review. 89. 473-500. Board of Governors. International Finance Discussion. Paper 544. 1999.**

La croissance attendue des exportations. 2.

Le ratio M2 / réserves en devises. 3.

**Les déterminants qui fondent l'indicateur de crise bancaire sont au nombre de trois :**

Le taux de croissance du PNB. 1.

L'inflation. 2.

La libéralisation financière. 3.

**Les pays sont groupés en trois catégories : industriels, émergents et en développement. Pour chaque pays-années de l'échantillon, une mesure binaire est choisie pour désigner les crises bancaires et les crises monétaires ( « un » : Crise ; « zéro » : Absence de crise).**

Le tableau suivant rassemble les résultats sur le plan temporel et géopolitique<sup>478</sup> :

**Document XVI (a): Crises bancaires et crises monétaires**

Distribution temporelle						
	1975-1997	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1997
Crises bancaires Nombre Fréquence	90 5.0	6 1.6	16 4.2	21 5.3	30 7.2	17 6.8
Crises Monétaires Nombre Fréquence	202 11.3	39 11	45 12	50 12.6	48 11.6	20 8
« Twin Crises » Nombre Fréquence	37	3	5 1.3	8 2	11 2.6	10 4

**Document XVI (b): Crises bancaires et crises monétaires**

<sup>478</sup> Ibid. p 29.

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME  
MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

Distribution géographique et économique							
	Pays Industriels	Pays en Développement	Pays Émergents	Afrique	Asie	Amérique Latine	Autres
Crises bancaires Nombre Fréquence	19 4.4	71 5.2	46 6.6	21 5.8	15 5.0	26 5.1	9 4.8
Crises Monétaires Nombre Fréquence	42 9.6	160 11.8	78 11.2	59 16.5	29 9.6	53 10.4	19 10.2
« Twin Crises » Nombre Fréquence	7 1.6	30 2.2	23 3.3	11 3.1	7 2.3	8 1.6	4 2.2

Note: Les «Twin crises » sont définies comme des crises bancaires accompagnées par une crise monétaire la même année, l'année suivante ou l'année précédente. Source: Glick.R, Hutchinson. M, op. cité P 29.

- Nombre de crises divisé par la somme totale des pays-années 1.  
Incluant l'Europe de l'Est et le Moyen Orient. 2.

Les résultats les plus saillants sont de deux ordres. En premier lieu, la fréquence des « **twin crises** » a augmenté en phase avec l'accroissement des crises bancaires. Si on la compare à la période 75-79, la période 90-94 connaît une fréquence trois fois supérieure (et cinq fois si l'on se réfère à la dernière période).

**Ensuite, les « twin crises » sont plus fréquentes dans les pays à capitalisme productif émergent que dans les autres.**

A partir de ces résultats et afin d'explicitier la corrélation entre le déclenchement des crises bancaires et des crises monétaires, les auteurs vont adopter la méthodologie mise en place par Kaminsky et Reinhardt (1999) à travers la matrice suivante <sup>479</sup> :

**Document XVII a : Matrice de résultats**

	Crises Monétaires	Pas de Crises Monétaires
Crises Bancaires	At,t	Bt,t
Pas de crises Bancaires	Ct,t	Dt,t

Note : Exemple d'utilisation de la matrice : At,t représente le nombre de cas pour

<sup>479</sup> ibid . P15.

lesquels une crise bancaire débutant en t s'accompagne d'une crise monétaire en t)

Utilisant une matrice plus approfondie parce que partant de trois périodes t-1, t, t+1, les résultats obtenus sont les suivants :

Distribution géographique et économique

	Pays Industriels	Pays en Développement	Pays émergents	Afrique	Asie	Amérique Latine	Autres
<b>Crises bancaires</b>							
Nombre	19	71	46	21	15	26	9
Fréquence	4.4	5.2	6.6	5.2	5.0	5.1	4.8
<b>Crises Monétaires</b>							
Nombre	42	160	78	50	29	53	19
Fréquence	9.6	11.8	11.2	16.5	9.6	10.4	10.2
<b>« Twin Crises »</b>							
Nombre	7	30	23	11	7	8	4
Fréquence	1.6	2.2	3.5	3.1	2.5	1.6	2.2

Note: Les «Twin crises» sont définies comme des crises bancaires accompagnées par une crise monétaire la même année, l'année suivante ou l'année précédente. Source: Glick, R., Hutchinson, M, op. cité P. 29.

(a) Nombre de crises divisé par la somme totale des pays-années

(b) Incluant l'Europe de l'Est et le Moyen Orient.

Document XVII b : Crises bancaires et fréquence des crises monétaires

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

	Nombre de crises monétaires	Fréquence de la présence d'une crise bancaire (b)			Fréquence cumulée de présence d'une crise bancaire (d)
		t-1	t	t+1	
Tous pays	202	7	7	5	14
Pays développés	100	7	8	5	19
Pays émergents	102	11	14	5	29

**Notes:**

- (a) Fréquence avec laquelle le début d'une crise bancaire l'année t est accompagnée d'une crise monétaire l'année t-1, t, t+1.
- (b) Total des crises monétaires pendant l'année t-1, t, t+1 divisé par le nombre de crises bancaires pour l'année t.
- (c) Fréquence avec laquelle une crise monétaire pendant l'année t est accompagnée par le début d'une crise bancaire l'année t-1, t, t+1.
- (d) Total des crises bancaires débutant l'année t-1, t, t+1 divisé par le nombre crises monétaires pendant l'année t.

*Document XVII c : Crises monétaires et fréquence des crises bancaires*

Source : Glick.R, Hutchison.M, op. cité p 30

**En comparant les deux séries de données, on peut observer que la fréquence des crises bancaires associée aux crises monétaires est plus importante que la fréquence des crises monétaires associée aux crises bancaires.**

Ce résultat suggère que la crise bancaire précède la crise monétaire ; il est d'autant plus robuste que l'on considère la situation propre aux pays émergents.

Réfléchissant en terme de capacité d'un type à signaler l'autre, Glick et Hutchinson parviennent aux résultats ci-dessous <sup>480</sup> :

**Document XVIII a: Performance de la crise bancaire comme signal de la crise monétaire**

	Performance de la crise bancaire comme signal de la crise monétaire (a)		
	t-1	t	t+1
Ensemble des pays	.98	1.44	1.42
Pays développés	.82	1.66	1.35
Pays émergents	.77	2.46	1.96

**Document XVIII b: Performance de la crise monétaire comme signal des crises bancaires**

	Performance de la crise monétaire comme signal de la crise bancaire (b)		
	t-1	t	t+1
Ensemble Des pays	1.38	1.40	0.98
Pays développés	1.32	1.59	0.82
Pays émergents	1.87	2.30	0.78

(a) Nombre d'années pour lesquelles le début de la crise bancaire est accompagné par une crise monétaire dans l'année t-1, t , t+1 (la crise bancaire est un bon signal) en proportion des cas où une crise monétaire pourrait avoir eu lieu, divisé par le nombre

<sup>480</sup> Ibid. P31.

d'année où une crise bancaire n'est pas accompagnée par une crise monétaire dans l'année  $t-1$ ,  $t$ ,  $t+1$  (la crise bancaire est un mauvais signal) en proportion de toutes les crises bancaires.

(b) Nombre d'années pour lesquelles le début de la crise monétaire est accompagné par une crise bancaire dans l'année  $t-1$ ,  $t$ ,  $t+1$  (la crise monétaire est un bon signal) en proportion des cas où une crise bancaire pourrait avoir eu lieu, divisé par le nombre d'année où une crise monétaire n'est pas accompagnée par une crise monétaire dans l'année  $t-1$ ,  $t$ ,  $t+1$  (la crise monétaire est un mauvais signal) en proportion de toutes les crises monétaires.

Source : Glick.R, Hutchison.M, Op. Cité P 31

**La première table rassemble la performance des crises bancaires à signaler comme indicateur retardé ( $t-1$ ), contemporain ( $t$ ) et en avance ( $t+1$ ) des crises monétaires.**

Par exemple, pour un indicateur contemporain, la performance est définie par le nombre de fois qu'une crise bancaire est accompagnée d'une crise monétaire, rapporté au nombre de crises monétaires, c'est à dire :  $(At,t / At,t + Dt,t)$  divisé par le nombre de fois que la crise bancaire n'est pas accompagnée d'une crise monétaire, rapporté à l'ensemble des crises bancaires, c'est à dire :  $(Bt,t / At,t + Bt,t)$ .

**Dans cette première table, une valeur supérieure à « un » implique que, lorsqu'une crise bancaire apparaît, la survenue d'une crise monétaire est plus probable que son absence.**

La seconde table rapporte les mêmes valeurs mesurant, cette fois-ci, les crises monétaires comme indicateurs des crises bancaires. La comparaison des deux tables confirme clairement deux thèmes déjà évoqués.

Tout d'abord, les crises bancaires tendent à précéder ou à être contemporaines plutôt que suivre les crises monétaires. L'inverse est évidemment constaté en ce qui concerne les crises monétaires.

D'autre part, la situation que nous venons d'indiquer est plus prononcée en ce qui concerne les pays à capitalisme productif émergent que les autres types d'économie. Cette approche empirique plaide donc largement en faveur des démarches théoriques évoquées précédemment et qui valorise la place de la fragilité bancaire comme élément de causalité tant des crises monétaires que des crises financières en général.

Corsetti, Roubini et Pesenti proposent, dans leur modèle déjà évoqué ici <sup>481</sup>, de rendre compte de la relation crise bancaire – crise monétaire dans le sens de la causalité développée dans ce chapitre.

Pour maintenir sa solvabilité, c'est à dire pour faire face au «déficit caché », le gouvernement doit recourir à des actions fiscales lui permettant d'obtenir des revenus issus du seigneurage. Les anticipations d'inflation peuvent, dans une situation de change fixe, provoquer une modification des comportements des agents contribuant à entraîner une crise monétaire.

---

<sup>481</sup> Voir supra-4-

C'est à la fragilité bancaire issue de sa double situation de hasard moral qu'il faut attribuer en dernier ressort, l'ensemble des anticipations négatives de la part des prêteurs.

De manière plus formalisée, la dynamique qui réunit crise bancaire et crise monétaire peut être présentée comme suit <sup>482</sup> :

L'accroissement du ratio F/R (c'est à dire du rapport existant entre le niveau des engagements et celui des disponibilités publiques) entraîne l'économie vers une inévitable contrainte nommée judicieusement, par les auteurs, « ***the show me the money constraint*** ».

**Compte tenu du niveau atteint par  $\square$  (c'est à dire le seuil minimum de réserves officielles correspondant à la fraction de F consacré à l'*evergreening* <sup>483</sup>) nous pouvons écrire les conditions de solvabilité du secteur public de la manière suivante <sup>484</sup> :**

Le côté gauche de l'expression représente le stock d'engagements gouvernementaux implicites et anticipés, hors réserves consacrées à l'*evergreening* ( $\square F_{tc+1}$ ), moins la valeur actualisée des impôts sur les revenus anticipés.

On peut déjà noter que la valeur de l'impôt sur les revenus du travail après la crise, va jouer un rôle important dans la détermination de cet équilibre budgétaire intertemporel. Le côté droit de l'équation indique la valeur actualisée du revenu de seigneurage.

Si  $\square$  est suffisamment important, il est possible que le gouvernement puisse lever suffisamment de ressources sans recourir au seigneurage. Dans ce cas, la crise monétaire peut être évitée. Si au contraire, la taille des garanties implicitement offertes par le gouvernement pour financer les pertes trop élevées par rapport aux ressources attendues ( $\square$  est faible), les agents vont anticiper le besoin pour l'Etat de recourir, pour la période et pour les périodes futures à des revenus de seigneurage.

L'anticipation d'une croissance de la masse monétaire issue de ce seigneurage se traduira par une anticipation de la dépréciation du taux de change. Cela entraînera la croissance du différentiel des taux d'intérêt qui alimentera un brusque flux de capitaux à l'origine de la crise monétaire.

D'autre part, si le coté gauche de l'équation précédente est positif au moment de la crise, l'offre de monnaie doit s'accroître à un certain taux ( $\square$ ) :

$$\text{Et } M_{t+1} = (1 + \square) M_t \text{ avec } \square > 0$$

La spéculation sur le marché monétaire international conduit les réserves de change en dessous du seuil  $\square F$  qui oblige le gouvernement à laisser flotter sa monnaie. En approchant le rapport R/F de sa limite inférieure, le glissement monétaire semble être à l'origine de la crise financière.

<sup>482</sup> **Corsetti.G, Pesenti.P, Roubini.N:** « Paper Tigers ? A Model of the Asian Crisis » Federal Reserve Board of New York. Octobre 1998. P 14.

<sup>483</sup> C'est à dire à la couverture des pertes par le recours aux prêts internationaux.

<sup>484</sup> En reprenant le modèle exposé dans ce chapitre ; Voir supra.

Il n'en est cependant rien puisque cette crise monétaire résulte en définitive de l'anticipation du financement par seigneuriage; or celui-ci dépend avant toute chose d'une fragilité bancaire issue des conditions de financement du capital en situation de hasard moral.

## 6- LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT CONTEMPORAIN ET LE MECANISME DE CONTAGION

---

**La crise financière qu'a connu l'Asie du Sud-Est en 1997 montre combien la fragilité financière sous sa forme bancaire peut induire un phénomène de grande ampleur frappant l'ensemble d'une région. Il est nécessaire d'en préciser les mécanismes d'autant que plusieurs orientations sont susceptibles d'expliquer ce processus de diffusion.**

Trois facteurs peuvent se trouver à l'œuvre dans ce mécanisme : il peut être le résultat d'un choc non anticipé, résulter de l'interconnexion de certains fondamentaux des pays appartenant à la région touchée par la crise ou, enfin, trouver sa source dans la présence d'anticipations auto-prophétiques qui, en l'absence même d'interactions macroéconomiques entraîne cependant, par mimétisme, l'extension géographique de la crise à partir d'un choc initial.

Le premier facteur que P.Masson<sup>485</sup> nomme « **Monsoonal effect** », présente une pertinence limitée, dans le sens où le choc exogène (par exemple une modification des taux américains) s'applique à l'ensemble des pays du monde et qu'il n'en résulte pas une crise financière généralisée mais plutôt localisée à une région du monde émergente sur le plan économique.

**Cette remarque suggère que le choc exogène présente un caractère simplement permissif et non pas causal.**

Cela reste cependant, intéressant puisque l'effet de ce choc sur certains pays seulement, oriente la recherche sur ce qui fonde la « **communauté de destin** » des pays ayant subi cette fluctuation. Quelle est leur similarité pour que le choc exogène provoque chez eux – et uniquement chez eux – une panique de grande ampleur ?

**Selon le second facteur, l'existence d'interactions macroéconomiques pourrait expliquer la diffusion de la détresse financière. Plusieurs modèles plaident en faveur d'un tel processus de propagation<sup>486</sup>. Ainsi, Allen et Gale<sup>487</sup> défendent**

<sup>485</sup> **Masson.P** : « Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps. Between Multiple Equilibria » International Monetary Fund. Research Department. September 1998.

<sup>486</sup> Le sens du concept de propagation n'est pas clairement établi par la littérature. Nous admettrons qu'il correspond à un processus qui se développe en empruntant le canal commercial ou cambiaire sans référence nécessaire à des comportements mimétiques ou auto-prophétiques de la part des agents.

<sup>487</sup> **Allen.F, Gale.D**: « Financial Contagion ». NBER. Summer Institute. Workshop on Macroeconomic Complementariness. May 1998. Revised October 1998. JEL. Classification Code G 2.

**l'idée que la contagion financière peut provenir des relations de réciprocité qui lient les banques d'une certaine région.**

Celles-ci disposent ainsi de droits sur d'autres banques leur permettant de s'assurer contre un choc de liquidité. Tant que le système bancaire est très liquide, cette situation est parfaitement favorable puisqu'elle permet la réallocation de la liquidité. Cependant, elle ne contribue pas à en créer. Lorsqu'un excès de demande de liquidité se produit en un point du système, la situation peut rapidement prendre la forme d'une « ruée bancaire ». Si la demande de liquidité est plus forte que les stocks d'actifs bancaires courts, la seule solution pour les banques consiste à liquider des actifs longs.

Comme cela est très coûteux, elles tentent de l'éviter aussi longtemps que possible. Il en résulte la possibilité de déclenchement d'un processus de contagion financière. Celui-ci est d'autant plus fort que le marché interbancaire est incomplet.

En effet, face au risque de retrait massif, une banque dispose de solutions ordonnées : tout d'abord, l'actif court est mobilisé puis les dépôts disponibles dans d'autres régions, enfin en dernier recours, une fraction des actifs longs. A partir de là, si chaque région subit un choc qui la conduit à liquider une part de son actif long, cela n'entraîne pas nécessairement une crise.

Dans le cadre d'un marché complet, les banques d'une région donnée disposent de droits sur les banques de toutes les autres régions (et réciproquement). Aucune banque ne peut éviter de payer sa part. Au contraire, avec un marché incomplet, les banques disposent de droits avec les régions proches uniquement.

Les banques d'autres régions peuvent refuser de liquider des actifs longs jusqu'à ce qu'elles se trouvent elles-mêmes face à la contagion. Cette analyse est probablement un outil efficace pour penser le caractère propagateur de la crise financière dès lors qu'un marché interbancaire existe. C'est le cas des régions fortement développées où celui-ci présente des caractéristiques qui le rapproche d'un marché complet.

Il n'en est pas de même dans les pays émergents contemporains car l'interconnexion bancaire est inexistante. La relation dominante, voire la plupart du temps exclusive, s'effectue avec les prêteurs issus des pays capitalistes développés.

En conséquence, le fonctionnement du marché interbancaire régional ne permet pas une explication de cette nature en ce qui concerne la contagion financière. Il en est d'ailleurs de même pour ce qui est des interrelations commerciales. Pour cela, il suffit de considérer le tableau suivant<sup>488</sup>. Les relations commerciales intra-régionales sont particulièrement limitées si on les considère au regard des relations avec d'autres régions du monde. Cela est d'ailleurs notamment vrai pour ce qui est des pays dans lesquels la crise financière a été la plus prononcée (Thaïlande, Indonésie).

La possibilité d'une contagion procédant d'anticipations auto-réalisatrices reste donc à examiner. Avant de développer cette idée, il semble nécessaire de noter que la crise asiatique, comme son nom l'indique, reste limitée à une zone géopolitique particulière. Ses répercussions sur les pays capitalistes parvenus à maturité sont mineures

<sup>488</sup> Document XIX : **International Monetary Fund**: « Selected Southeast Asia Countries Exports to Various Country Groups ». Direction of Trade Statistics. Yearbook (1990-1996). IMF. 1997.

contrairement aux craintes exprimées au moment de cette crise.

Cette remarque est essentielle puisqu'elle impose, lorsque l'on cherche à réfléchir en terme d'anticipations auto-prophétiques, de fonder cette analyse sur l'existence de fondamentaux particuliers.

**Document XIX : Exportations de quelques pays d'Asie du Sud-Est** (En millions de dollars et en pourcentage du total pour les parenthèses)

Destination des exportations					
Pays	Etats-Unis	Japon	Autres pays d'Asie	Dont Thaïlande	Ensemble des pays
Indonésie	7.948 (16.5)	13.839 (28.8)	5539 (2) (11.5)	854 (1.8)	48.059 (100)
Malaisie	14.245 (18.2)	10.434 (13.4)	21.327 (27.3)	3.207 (4.1)	78.246 (100)
Philippines	6.966 (33.9)	3.668 (17.9)	(2) (13.6)	780 (3.8)	20.543 (100)
Singapour	23.062 (18.4)	10.254 (8.2)	31.908 (3) (25.5)	7.096 (5.7)	125.183 (100)
Thaïlande	10.026 (13.0)	9.373 (16.8)	10.240 (18.4)	-	55.7789 (100)

**Source:** Direction of Trade. Statistics Yearbooks. 1990-96 (IMF, 1997).

1. Indonésie, Malaisie, Philippines. Singapour, Thaïlande.
2. Estimations des exportations de certains pays sur la base de l'année précédente.
3. Sans l'Indonésie.

**Il ne s'agit pas d'expliquer le mécanisme par un changement dans les fondamentaux habituels, ce qui renverrait à des explications de même nature que celles évoquées précédemment, et au surplus, ne serait pas pertinent au regard de la nature même du mécanisme.**

En revanche, il semble nécessaire d'articuler ce type d'anticipations à l'existence de fondamentaux défavorables mais non pris en compte par les prêteurs du fait notamment de l'existence de fortes asymétries d'information. En ce sens, on peut dire que <sup>489</sup> :

**« [...] toute crise autoréalisatrice doit bien prendre appui sur certaines vulnérabilités sous-jacentes, mais les éléments qui apparaissent a posteriori comme des faiblesses n'étaient pas appréhendées comme tels antérieurement à la crise, c'est en ce sens que la crise peut être qualifiée d'autoréalisatrice. »**

**L'ouverture en un point donné du système, focalise immédiatement l'attention des acteurs sur les caractéristiques communes à toute la zone géopolitique concernée. Il en résulte un changement complet des anticipations propre à rendre possible l'apparition d'un phénomène de contagion.**

<sup>489</sup> **Allegret.J.P, Sandretto.R :** « La nouvelle architecture du système monétaire international. Revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods ». L'Actualité Economique. Revue d'Analyse Economique. Vol 76. N°3. Septembre 2000. P 442.

Dans le cas de la crise asiatique, certains fondamentaux s'avèrent -ex post- extrêmement précaires. Pourtant les agents ne prennent pas en compte cette situation avant ouverture de la crise. La crise du Baht thaïlandais indique la précarité du système bancaire de ce pays tout en mettant l'accent sur celle de tous les pays proches quant à leur modèle de développement comparable en tout point à celui de la Thaïlande. Paul Masson<sup>490</sup> formule cette hypothèse de la manière suivante :

**« Une analyse concernant la contagion dans le cas où elle résulte de changements dans les anticipations, sans que les valeurs fondamentales du pays soient modifiées, signifie que la crise dans un autre pays constitue un signal ( « wake up call ») pour l'ensemble des pays. Dans ce cas, les vrais fondamentaux étaient vraiment pauvres, mais on ne l'a pas réalisé jusqu'à ce qu'un problème quelconque rende cela manifeste. Par exemple, les difficultés dans le secteur bancaire ont été rapidement vues comme propre à toute l'Asie du Sud-Est après la crise du Bath ».**

La vulnérabilité à la contagion implique donc que le pays marqué par la fragilité présente une qualité de ses fondamentaux commune avec celle de ses voisins également émergents du point de vue économique. La situation se définit alors par le passage d'une analyse exagérément optimiste<sup>491</sup> à un changement rapide dans les anticipations, puis à une vague de contagion submergeant le continent et conduisant à une crise généralisée sans que les fondamentaux aient connu des modifications notables.

Le modèle à deux pays de P.Masson<sup>492</sup> développe ce type de démarche, quoique dans une ambition plus large puisque sont abordés outre la contagion<sup>493</sup>, la propagation<sup>494</sup> qui évoque la possibilité (dont nous avons vu les limites) d'interactions réelles entre pays émergents et l'hypothèse du choc exogène indiquant les conséquences sur les pays à capitalisme productif émergent d'une modification de la politique suivie par les pays capitalistes dominants.

Dans ce modèle, comme dans celui de P.Krugman<sup>495</sup> ou de R.Flood et P.Garber<sup>496</sup>, l'approche demeure simple puisque la variable essentielle permettant de faire apparaître

<sup>490</sup> « ...One view concerning operating changes in expectations for unchanged values of a country's fundamentals is that a crisis in another country constituted a wake-up-call. In this view, the true fundamentals were really poor, but did not realize this until problems elsewhere made it manifest – for instance, banking sector problems were quickly seen to be pervasive in East Asia after the devaluation of the Thai Bath». In Masson.P : « Contagion: Monsoonal effect, Spillovers and Jumps between Multiple Equilibria » IMF. WP. 98/142. Septembre 1998. P 6.

<sup>491</sup> En dépit d'études publiques concernant les dysfonctionnements du secteur bancaire asiatique.

<sup>492</sup> Masson.P: « Contagion: Monsoonal effect, Spillovers and Jumps between Multiple Equilibria » IMF. WP. 98/142. September 1998. P32.

<sup>493</sup> Définie comme « reasons unexplained by macroeconomic fundamentals...perhaps because it leads to shifts in market sentiment or changes the interpretation given to existing information ».

<sup>494</sup> « Spillover ».

un équilibre multiple est la taille du stock de dette externe dans la mesure où le coût du service de la dette peut amener les réserves de change au-dessous d'un seuil entraînant une décision de dévaluation.

Plus formellement, un pays a accumulé une dette externe  $D$ . Avant la crise, le gouvernement finance le déficit externe par une modification des réserves de change. Si un choc externe  $T$  sur la balance commerciale est suffisamment fort pour entraîner le niveau  $R_t$  des réserves de change au-dessous du niveau critique alors la dévaluation de la monnaie nationale doit se produire. Si l'on nomme  $r_t$  le taux d'intérêt,  $S_t$  le taux de change,  $\pi_t$  la probabilité de dévaluation et  $\Delta$  l'étendue de cette dévaluation, on peut écrire le niveau du ROA attendu par les prêteurs de la manière suivante :

(1)

Quant à lui, le changement dans le niveau des réserves correspond à <sup>497</sup> :

(2)

La crise se produit à partir du moment où :

La probabilité en  $t$  d'une crise en  $t+1$  est :

(3)

Où le niveau de réserves modifié dépasse le seuil critique. En posant, à partir de (3) :

$\pi_t$  indique la situation des fondamentaux. L'innovation dans la variable  $b$  s'écrit  $\pi_t = b_t - \pi_{t-1}$ . Elle est distribuée avec une moyenne zéro et une variance  $\sigma^2$ . En exprimant  $\pi_t$  comme fonction de distribution cumulative de l'innovation en  $b_t$ , on peut écrire :

$$\pi_t = F[\sigma \pi_t - \pi_t]$$

(4)

$F$  étant la fonction d'une distribution normale de variance  $\sigma^2$ . L'équation (4) définit la formation des anticipations de la part des investisseurs. Puisque les deux termes dépendent positivement de  $\pi_t$ , l'existence d'équilibres multiples devient possible <sup>498</sup>. Cela requiert que la pente de la fonction cumulative de distribution (le côté droit de l'équation) soit, sur certains points, plus escarpée que celle du côté gauche.

Cette condition implique (puisque  $\pi_t \leq D$ ) que la taille de la dette externe ( $D$ ) et l'étendue du défaut ou de la dévaluation en cas de crise ( $\Delta$ ) répondent à des conditions spécifiques. De la même manière,  $\pi_t$  doit répondre à certains critères, dont le graphique

<sup>495</sup> **Krugman.P:** « A Model of Balance of Payment Crisis » Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 11. P 311-325.

<sup>496</sup> **Flood.R, Garber.P:** « Collapsing Exchange Rate Regimes: Some linear Examples ». Journal of International Economics. Vol. 17. P1-13.

<sup>497</sup> Où  $r^*$  est le taux d'intérêt sans risque avec ( $r_t - \pi_t > r^*$ ).

<sup>498</sup> Sous condition .

suivant rend compte <sup>499</sup> .

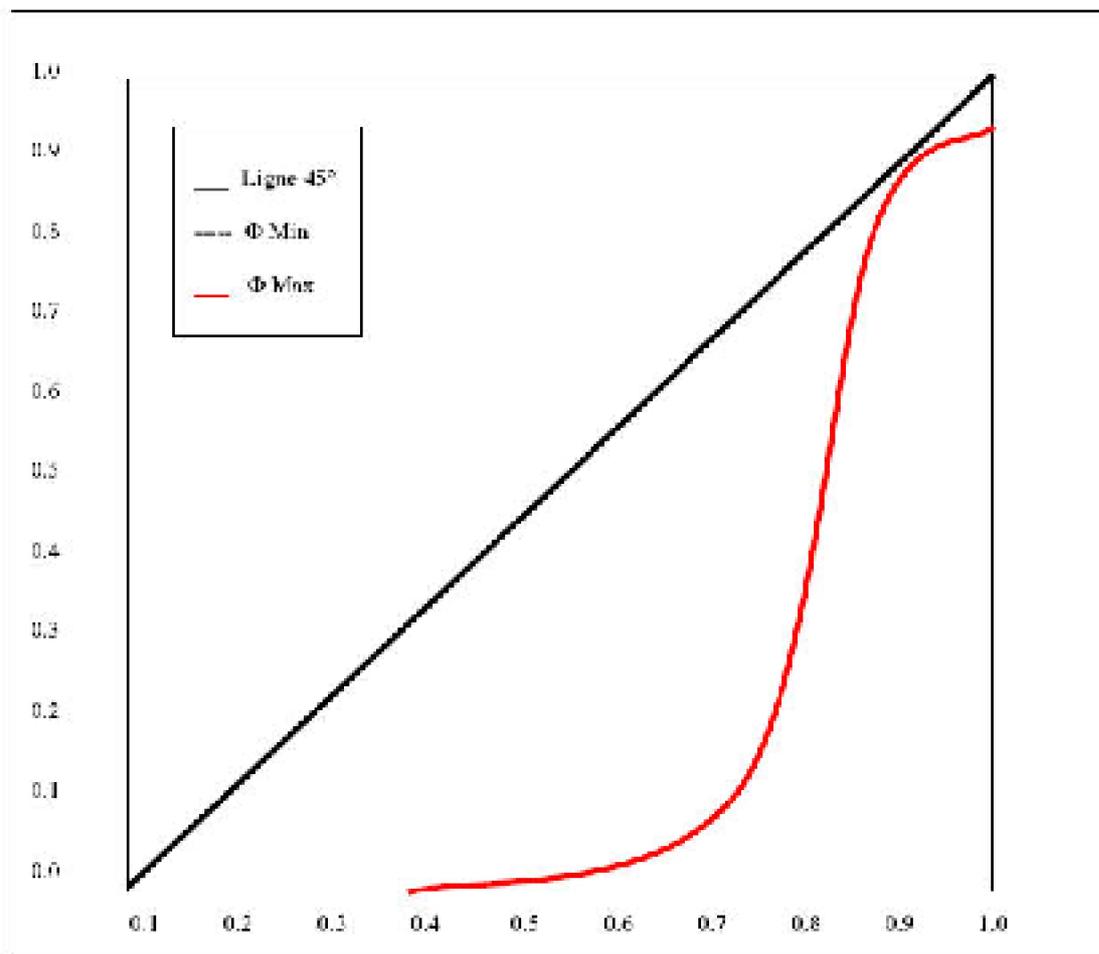
Les solutions de l'équation (4) pour  $\alpha$  impliquent une intersection entre la diagonale (le coté gauche de l'équation) et la fonction cumulative de distribution (le coté droit). Si les fondamentaux sont bons (i.e.  $\alpha$  élevé), la valeur de  $\alpha t$  est faible et, au contraire, dès lorsque  $\alpha$  est faible, la valeur de  $\alpha t$  est élevée.

La série des équilibres multiples est définie à l'intérieur des deux points de tangence entre la fonction de distribution et la diagonale : Au-dessus d'une certaine valeur, la crise est peu probable, au-dessous, elle est pratiquement certaine. Entre les deux points, se trouve une zone marquée par la possibilité d'équilibres multiples.

Dés lors, le saut entre les deux équilibres devient possible lorsque des causes apparemment peu importantes en elles-mêmes, provoquent une modification dans les comportements collectifs des investisseurs. La contagion devient possible pour les pays présentant les mêmes caractéristiques concernant  $\alpha$  (qui dépend de la perception des fondamentaux) et  $z_t$  (qui dépend du stock de dettes) avec des valeurs les plaçant dans une situation d'équilibres multiples.

---

<sup>499</sup> **Masson.P** Op cité P 10. la courbe discontinue représente la valeur de  $\alpha$



Document XX : Solutions pour □

Source: Masson.P Op Cité P 10.

**En d'autres termes, le processus de contagion induisant la généralisation d'une crise financière peut donc s'entendre ainsi :**

A l'origine, il existe un ou des facteur(s) commun(s) constitué(s) par les fondamentaux bancaires faibles, propres à la phase émergente du capitalisme productif.

Le hasard moral qui structure la relation prêteurs – emprunteurs intermédiée par un système bancaire hiérarchisé s'accompagne d'une croissance de plus en plus importante du stock de dette interne et externe.

Un choc exogène ou endogène induit une inversion des anticipations de la part des prêteurs qui retirent leurs fonds ou ne les renouvellent plus.

La fragilité bancaire s'exprime sous la forme d'une crise bancaire suivie d'une crise monétaire qui embrasent le pays puis, par mimétisme, l'ensemble des territoires de la

zone présentant les mêmes caractéristiques systémiques.

## **CONCLUSION : NATURE DE LA FRAGILITE BANCAIRE DU CAPITALISME EMERGENT CONTEMPORAIN**

---

**Partant du fait que le financement de l'activité passe prioritairement par l'intermédiation bancaire, nous avons émis l'hypothèse selon laquelle la fragilité financière propre au capitalisme émergent contemporain est essentiellement une fragilité de nature bancaire.**

Nous avons montré que celle-ci, fruit d'un dispositif structuré par de fortes asymétries d'information, conduit à la mise en place d'un environnement économique marqué par le problème du hasard moral.

Cette situation opacifie les relations entre prêteurs et intermédiaires financiers comme les rapports entre le système de crédit et les emprunteurs. Le rôle de l'appareil d'Etat en tant que garant implicite des transactions financières y tient donc nécessairement une place centrale.

ette forme particulière de fragilité activée par le processus de libéralisation interne et externe mis en œuvre à partir des années 80 favorise l'apparition de crises bancaires lesquelles sont le vecteur de crises monétaires conduisant à des processus de contagion à l'échelle régionale. La crise de 1997 en Asie du Sud-Est semble obéir à ce type de processus.

Le processus qui mène de la fragilité vers la crise financière obéit à une structure de double-contrainte, dont nous pouvons tracer les contours de la manière suivante :

La naissance d'un ordre productif nouveau, autour du capitalisme manufacturier, s'affirme en particulier à travers une domination inédite du marché, c'est-à-dire à travers le développement de la concurrence. Celle-ci s'effectue dans un environnement mal régulé sur le plan juridique, culturel, mais aussi sur celui de l'action des pouvoirs publics – qui oblige le prêteur en dernier ressort à se substituer largement à des mesures prudentielles souvent inexistantes. Il en découle une situation financière fortement marquée par le hasard moral.

Dans ce cadre, la banque apparaît comme l'institution la mieux dotée pour faire face aux asymétries d'information que comporte ce système financier. Elle-même, cependant, placée dans ce dispositif concurrentiel mal régulé, ne peut parvenir à s'émanciper suffisamment des risques propres à ce problème du hasard moral contre lequel elle s'est constituée.

En effet, la mise en oeuvre de son activité exige, de sa part, une capacité à réaliser du profit tout en garantissant la liquidité des prêts qu'elles contrôlent. C'est d'ailleurs la réalisation de profit bancaire lui-même qui devrait fournir cette garantie.

Or, dans le processus de croissance que l'Asie du Sud-Est a connu à partir des années 80, cette exigence s'est avérée paradoxale.

En effet, l'existence de fortes opportunités de croissance ont incité les prêteurs à

mobiliser leur épargne de manière d'autant plus intense que la présence d'un prêteur en dernier ressort semblait limiter les conséquences en terme de risque que constituait l'incertitude générée par le niveau des asymétries d'information.

Dans cet univers concurrentiel mal régulé, comme l'est le mode de financement du capitalisme productif émergent, il n'existait pas d'autres choix possibles<sup>500</sup> pour la banque que d'accepter ces prêts et de les placer auprès du système productif occasionnant ainsi inévitablement un processus de surinvestissement et un phénomène de « *bad loans* ».

Autrement dit, alors qu'elle devait faire du profit pour garantir la liquidité des prêts qu'elle gérait, l'institution bancaire, face à une concurrence dépourvue de règles prudentielles, a nécessairement fini par poursuivre sa recherche de profit en la conditionnant à la remise en cause de cette garantie.

Les fortes asymétries d'information dans lesquelles agit la banque (à la fois côté prêteur et côté emprunteur) sont à la racine de cette double-contrainte. Celle-ci n'est levée –provisoirement- que par la présence du prêteur en dernier ressort.

En effet, la mise en place de mesures prudentielles efficaces exigerait des modifications dont l'effet ne se produirait pas avant un très long terme puisqu'elles engagent beaucoup plus que la simple édicition d'une règle économique nouvelle, mais aussi son application effective et l'expérience collective qu'en font les agents.

Il reste maintenant à poursuivre l'étude de l'hypothèse selon laquelle ce type de développement serait propre à tout capitalisme productif en situation d'émergence.

Pour cela, il est nécessaire d'examiner la situation qui s'est déroulée lors des premières révolutions industrielles dans les pays actuellement développés. La nature du financement était, là aussi, comme nous l'avons souligné dans le premier chapitre, essentiellement bancaire.

Il s'agit donc de montrer que le concept de fragilité bancaire peut s'appliquer à ces situations et qu'elle conduit à des processus identiques à ceux que nous venons d'analyser en ce qui concerne les pays émergents d'Asie du Sud-Est.

C'est à cette condition que l'on pourra valider sur le plan théorique, l'existence d'une instabilité financière systémique propre à toutes formes historiques d'émergence du capitalisme productif.

## CHAPITRE III LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT EN OCCIDENT

Avec l'objectif de parvenir à établir la réalité d'une structure commune de la fragilité financière des pays capitalistes émergents contemporains et des pays émergents de l'époque « classique », nous allons centrer notre analyse sur le développement initial du

---

<sup>500</sup> Sauf à disparaître en tant qu'établissement bancaire.

capitalisme américaine et de son mode de financement.

Comme dans les pays d'Asie du Sud-Est, la domination du financement bancaire a été dominante pendant la phase d'émergence américaine.

Comme dans le cas des pays d'Asie du Sud-Est, les crises financières ont pris, de manière systématique la forme de panique bancaire.

Cela suggère l'existence, comme dans le cadre de l'émergence contemporaine, d'une fragilité financière à dominante bancaire et orienté sur le passif.

Afin d'assurer la démonstration de cette hypothèse, nous allons adopter la démarche suivante :

- Nous chercherons, tout d'abord, à mettre en évidence les indices d'une fragilité bancaires en montrant, pour chaque phase de pré-panique considérée, l'existence d'un accroissement général des spread de taux d'intérêt indiquant probablement la perception par les opérateurs d'un risque de crédit grandissant.
- A partir de là, nous discuterons les fondements théoriques susceptibles d'éclairer la réalité de cette fragilité bancaire en opposant une approche en terme d'intermédiation de liquidité à une approche en terme d'intermédiation d'information.
- A travers l'analyse du cas américain, nous nous efforcerons de valider une approche en terme d'asymétrie d'information comme fondement de la fragilité bancaire de ce capitalisme émergent.
- Dés lors, nous devons rechercher les fondements de cette asymétrie d'information dans la structure propre du système bancaire, l'action des pouvoirs publics qui contribue à la constituer et surtout à travers la plus ou moins grande efficacité du système légal. Dans ce cadre, nous mettrons en lumière le fait troublant et quelque peu paradoxal qu'une amélioration seulement limitée de ce système légal –ce qui est le propre d'une situation d'émergence- est susceptible d'induire les banques à réduire les coûts d'analyse de l'emprunteur, accroissant ainsi la possibilité de financer des projets non efficaces induisant une situation de fragilité bancaire.
- Finalement nous proposerons une évaluation de la fragilité bancaire de ce capitalisme émergent classique dont la nature apparaîtra comme relativement proche de celle en œuvre dans les pays émergents contemporains.

## **1 - LES INDICATEURS DE LA FRAGILITE FINANCIERE A L'EPOQUE DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT CLASSIQUE <sup>501</sup> :**

---

Pendant la phase d'émergence du capitalisme productif occidental, la banque joue un rôle dominant dans le financement de l'activité. Elle est, comme nous venons de le voir, bien adaptée pour sinon résoudre, du moins, limiter les problèmes d'asymétrie d'information

<sup>501</sup>

Nous entendons par « classique », le capitalisme productif occidental de la fin du XVII<sup>e</sup> (Grande-Bretagne) à la fin du XIX<sup>e</sup> (Etats-Unis, Allemagne) c'est à dire l'époque correspondant, pour ces pays, à leur phase de révolution industrielle.

propres au marché du crédit.

Apte à collecter l'information sur les entreprises, elle s'avère capable d'évaluer les projets et les situations pour discriminer les bons et les mauvais emprunteurs à un coût rendant son service optimum par rapport aux conditions régnant sur le marché. D'autre part, la capacité de la banque à s'engager dans une relation de long terme, permet l'ouverture de prêts favorisée par la mise en œuvre d'une supervision que le simple marché ne peut réaliser.

L'importance des phénomènes d'asymétries d'information produit, cependant, d'autres mécanismes qui, malgré et parfois même, à travers le système bancaire hiérarchisé, peuvent conduire à l'ouverture de crises financières sous la forme, courante au XIX<sup>e</sup> siècle, de panique bancaire.

Pendant la panique, les banques s'avèrent incapables d'assumer leur fonction d'intermédiation. D'autant que les déposants adoptant, compte tenu de l'information disponible, une attitude adverse au risque, retirent tout ou partie de leurs dépôts. Il en résulte, par le simple effet du multiplicateur de crédit, à la fois une contraction du volume des prêts et de nouvelles réductions de dépôts.

Dans le processus de la panique bancaire, on retrouve le phénomène d'asymétrie d'information puisque la ruée des déposants s'effectue sans discrimination : elle frappe aussi bien les banques solvables que les banques qui ne l'étaient pas. La protection propre de la banque lui impose donc d'accroître ses réserves relativement aux dépôts dont elle dispose. Ceci contribue à réduire le volume des prêts possibles : la hausse du coût d'intermédiation financière ne peut alors que s'accroître.

Puisque la montée de la panique bancaire réduit la liquidité de l'économie, elle signifie un accroissement du risque et conduit à une hausse des taux d'intérêt. Cela amplifie également le problème de la sélection adverse et les problèmes d'agence en général. On peut donc penser que la panique bancaire, par ce type de canal, est susceptible de conduire à une réduction des capacités d'investissement et finalement d'accélérer un retournement de cycle puis une contraction économique. A partir de là, on peut s'attendre à pouvoir cerner des modifications dans la hiérarchie des taux<sup>502</sup>, dès lors que l'on s'avance vers la panique bancaire. L'éventualité de celle-ci se trouve, en effet, souvent associée à un écart croissant entre les taux d'intérêt servis pour les instruments de dettes en fonction de leur degré de qualité, c'est à dire du risque dont ils sont porteurs.

C'est d'ailleurs en adoptant une démarche consistant à évaluer cet écart que F.S.Mishkin<sup>503</sup> va analyser les processus menant à la panique bancaire. Il s'agit donc d'une démarche propice à la réflexion sur la nature de la fragilité financière puisqu'elle se focalise sur la période précédant immédiatement la panique. Concernant l'époque

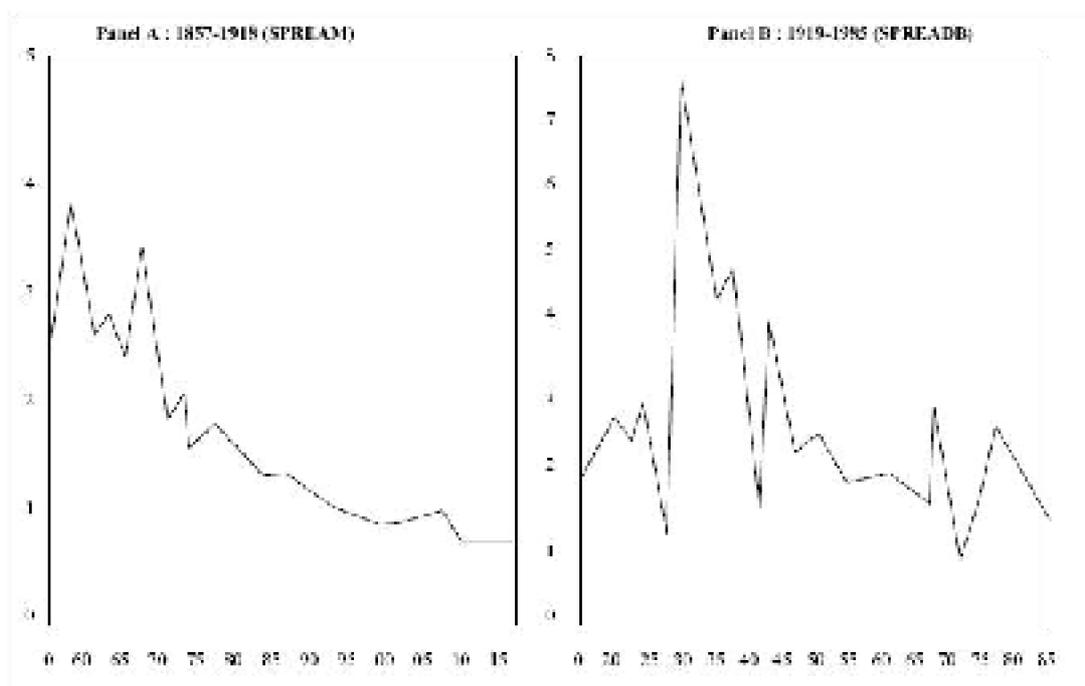
<sup>502</sup> La hiérarchie des taux oppose les taux servis pour les prêts sans risque à l'ensemble des taux relatifs aux autres types de prêts.

<sup>503</sup> **Mishkin.F.S:** « Asymmetric information and financial crisis: A historical perspective" In "Financial Market and Financial Crisis" R.Glenn Hubbard. University Chicago Press; Chicago. P394.1991.

## DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE

antérieure à la première guerre mondiale, qui nous intéresse particulièrement puisqu'elle correspond à la phase d'émergence du capitalisme productif aux Etats-Unis, il s'appuie sur les données recueillies par Macaulay<sup>504</sup> proposant une étude de l'évolution des taux relatifs aux secteurs du chemin de fer.

L'écart de taux est construit par Mishkin à partir de ces données en soustrayant le taux moyen obtenu par le quart supérieur des titres de crédit des sociétés de chemin de fer au taux moyen obtenu par le quart inférieur. L'évolution générale de l'écart de taux se présente de la manière suivante pour les périodes considérées :



Document I : Ecart des taux entre 1857 – 1918 et 1919 - 1985<sup>505</sup>

<sup>504</sup> **Macaulay.F.R** « The movements of interest rates, bank yields and stock prices in the USA since 1856" NBER. New York. 1938.

<sup>505</sup> SPREADM indique l'écart de taux relevé par Macaulay de 1857 et 1918. SPREADB indique l'écart de taux relevé par Bernanke entre 1919 et 1988.

**Source** Mishkin : ibid. P 77

L'étude des paniques bancaires s'appuie, au surplus, sur les données concernant les taux d'intérêt du papier commercial ainsi que sur le niveau de prix des titres sur le marché financier et les « *call loans* » des brokers new-yorkais.

Nous allons nous centrer sur l'étude de deux types de crises financières américaines, celle de 1857, parce que sa forme est très représentative de toutes les autres crises financières (sauf une), et celle de 1873, dont les caractéristiques sont spécifiques.<sup>506</sup>

Ces deux cas sont différents quant à leur forme mais permettront néanmoins de réfléchir finalement d'une manière homogène, sur l'hypothèse selon laquelle la fragilité bancaire d'intermédiation est, comme dans la crise asiatique contemporaine, un élément central du processus menant à la panique. Les caractéristiques de la panique d'octobre 1857 sont présentées dans le document II.

La récession commençant en juillet 1857 est indiquée par R ; P indique le début de la panique bancaire en octobre 1857. L'écart des taux commence à s'accroître en juillet c'est à dire trois mois avant la panique alors que le marché financier suit un mouvement baissier depuis le début de l'année. Le 25 août 1857, une institution financière majeure « **Ohio Life Insurance Company** », investissant sur le capital foncier de l'Ouest en liaison avec le domaine des chemins de fer, se déclare en faillite.

Cette situation provoque un double phénomène. Tout d'abord, un affaiblissement boursier entraîne une baisse de la valeur des titres de 14,4% en septembre et 15,26% en octobre<sup>507</sup>. Ensuite, dès septembre, les premières faillites bancaires sont suivies en octobre d'une panique frappant la totalité des banques new-yorkaises.

La suspension des paiements au milieu du mois induit alors une propagation générale de cette panique à l'ensemble du territoire. Ainsi, plutôt que débutant par une panique bancaire, la détresse financière se lit, plusieurs mois auparavant, dans une hausse générale des taux d'intérêt, un déclin du marché financier et un accroissement de l'écart des taux.

Une analyse en terme d'asymétrie d'information plaide en faveur de l'idée selon laquelle l'écart de taux, preuve de l'entrée dans une zone d'incertitude, accroît lui-même l'incertitude, puisqu'il renforce les situations de sélection adverse et majore les problèmes d'agence sur le marché du crédit. Le déclin du marché financier, quant à lui, peut être interprété, en liaison avec l'accroissement du « **spread** », du fait que ce dernier minore la valeur présente des flux de revenus futurs.<sup>508</sup>

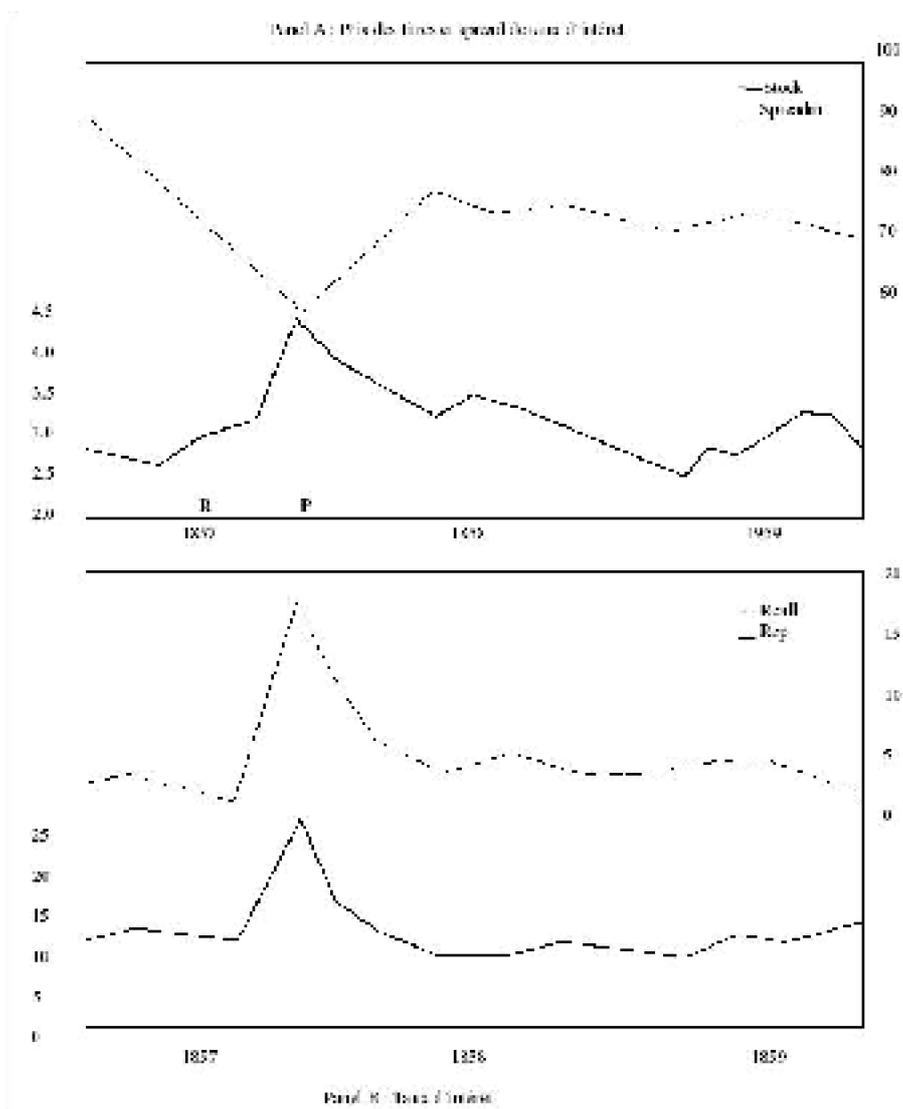
Ce déclin n'est pas, en lui-même, compte tenu de la domination de l'intermédiation

<sup>506</sup> Ses caractéristiques s'avèreront spécifiques quant à leur forme. Pour ce qui concerne les éléments structurels en jeu dans son mécanisme, elle se confondra avec les autres paniques et se révélera finalement résulter d'une fragilité financière identique.

<sup>507</sup> **Wilson.J, Sylla. R, Jones.C:** « Financial market volatility panics under the national banking system before 1914 » in « Crashes and panics: A historical perspective ». Ed. Eugene White. Dow Jones/Irwin. Homewood. 1990.

<sup>508</sup> **Mishkin.F.S**, op. cité p 79. Le marché financier, même aux Etats-Unis à cette époque, un instrument de financement privé marginal.

bancaire, un vecteur direct de la montée de la crise financière. Par contre, informant les agents sur l'état de la conjoncture, il donne à ceux-ci un signal concernant l'état supposé du secteur productif et par conséquent la situation du système bancaire et les risques d'insolvabilité qu'il encourt.



Document II : Différentiel de taux concernant la panique de 1857

**Source:** Ibid. P 79. STOCK exprime l'évolution du cours des titres sur le marché financier. RCALL l'évolution des « call loans » et RCP celle du taux des papiers commerciaux. Spreadm, Rcp et Rcall sont exprimés en taux de variation annuel. Stock est exprimé en indice (base 100, Année 1857). R représente le début de la récession et P le début de la panique.

L'écart des taux est un indice plausible de ce qui fonde la fragilité bancaire. Pour poursuivre son activité, la banque doit, en effet, dans les conditions institutionnelles qui lui sont faites à cette époque, octroyer un volume de prêts croissant alors même que l'importance du problème de la sélection adverse et celui du hasard moral s'amplifie de

manière dramatique.

La panique de 1873 se déroule selon un processus sensiblement différent<sup>509</sup>. Contrairement aux autres paniques bancaires que l'économie américaine a connues avant la première guerre mondiale<sup>510</sup>, celle-ci se produit pendant que le cycle d'affaire est encore ascendant.

La panique n'est pas, d'autre part, précédée d'une hausse du spread d'intérêt<sup>511</sup> (lequel apparaît dans toutes les périodes précédant les autres paniques). Par contre, dans le mois qui précède la panique, on peut noter une hausse significative du taux sur les papiers commerciaux<sup>512</sup>.

L'origine de la panique semble, là également, résulter de difficultés rencontrées par le secteur des chemins de fer. Le 8 Septembre 1873, le « **New York Warehouse and Security Company** » principal créancier du « **Missouri, Kansas and Texas Company** » suspend son activité.

Cette suspension est rapidement suivie par la faillite de son partenaire bancaire, la « **Kenyon, Cox and Co** » laquelle détient 1.5 millions de dollars de papier commercial émis -et non honoré- par la « **Canada Southern Railroad** ».

Ces premiers défauts, ne touchant que des banques de seconde importance, n'auraient pas engendré un processus menant à la panique si le 18 septembre, l'un des établissements financiers les plus respectés des Etats-Unis la « **Jay Cooke and Co** » n'avait pas décidé de suspendre son activité.

Là aussi, la suspension provenait d'un défaut du secteur ferroviaire, en l'occurrence la « **Northern Pacific Railroad** » le principal emprunteur de la « **Jay Cooke and Co** ». Dès l'annonce de cet événement, la bourse de New York réagit et perd 7% dans la journée. Immédiatement, une ruée commence sur les principales banques de la place et atteint l'ensemble des grandes banques de la côte est le 20 septembre.

Le même jour, la bourse de New York ferme pour ne rouvrir que le 30 septembre. Le « **New York Clearing House** » commence à octroyer des prêts à ses membres et la décision de suspendre les paiements en espèces s'étend à l'ensemble de la nation dès le 24<sup>513</sup>.

L'analyse des deux graphiques précédents laisse cependant apparaître un paradoxe qui ne se révélait pas, ni pour la crise de 1857, ni pour toutes celles marquant l'émergence du capitalisme productif aux Etats-Unis. En effet, comme nous l'avons déjà

---

<sup>509</sup> Quoique atypique, cette crise doit être traitée si l'on veut justifier l'existence d'une fragilité financière tout à fait spécifique au capitalisme productif émergent.

<sup>510</sup> C'est à dire 1857, 1884, 1890, 1983, 1896 et 1907.

<sup>511</sup> Panel A.

<sup>512</sup> Panel B.

<sup>513</sup> Celle-ci ne reprendra que le 30 septembre.

noté, le spread de taux ne s'accroît pas avant la panique mais dans le mois qui suit.

D'autre part, les taux d'intérêt décrit par le panel B indique une hausse de ceux-ci dans le mois qui précède cette panique. Il semble que le niveau atteint par la création monétaire puisse être un élément à prendre en compte pour éclairer cette situation inhabituelle.

A partir de la fin de la guerre de Sécession, le taux de variation de la masse monétaire est sans cesse décroissant jusqu'à atteindre son point le plus bas au moment du déclenchement de la panique du septembre 1873<sup>514</sup>.

On peut en déduire que la hausse des taux d'intérêt, résultant de cette situation, accompagne la hausse des taux issue de la perception par les banques des difficultés du secteur ferroviaire. Ceci pourrait expliquer l'absence d'augmentation du spread constaté avant la panique.

Par contre, une fois la panique ouverte, le phénomène s'inverse. l'action du « **New York Clearing House** » accroît la liquidité au moment où les banques encore en activité discriminent fortement les entreprises en fonction des risques encourus. Dès lors, le spread d'intérêt peut s'accroître jusqu'au moment où la situation d'asymétrie d'information perd son acuité.

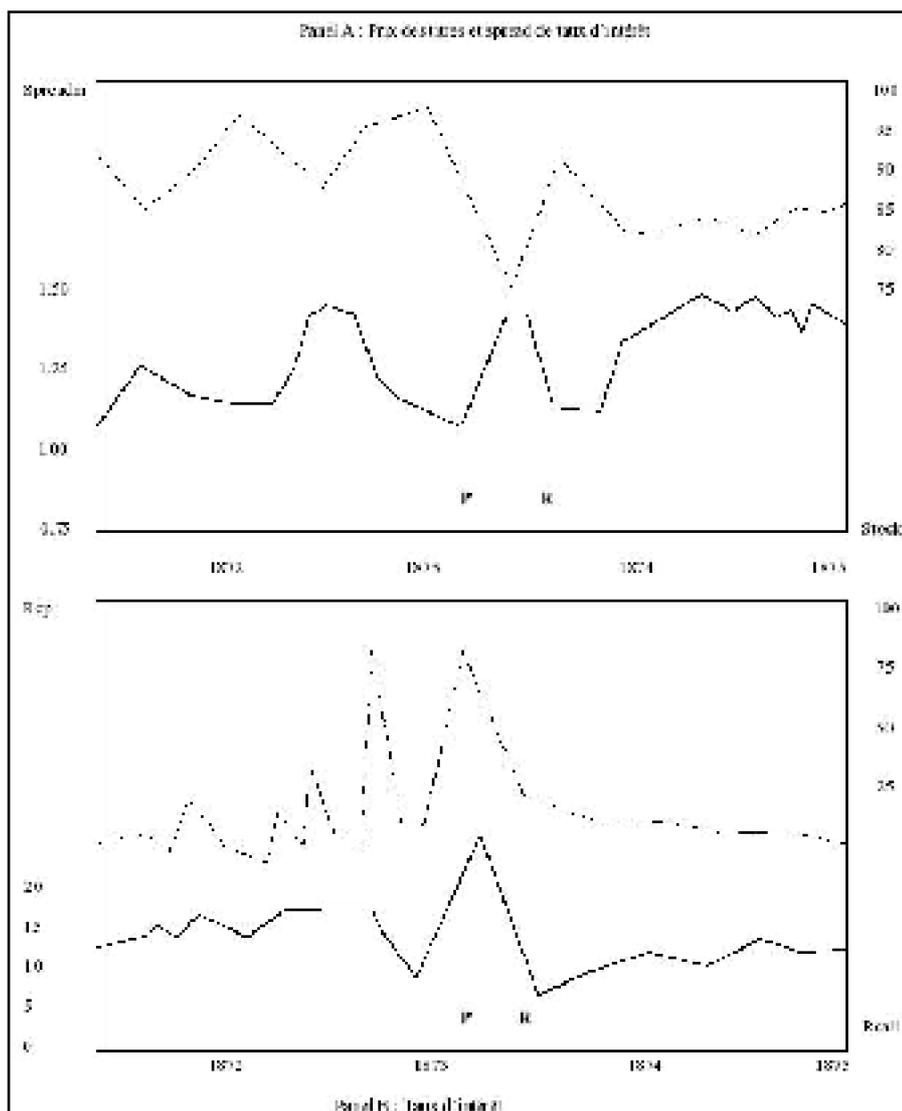
Cette crise prend donc une forme exceptionnelle, liée aux choix monétaires conjoncturels des pouvoirs publics, elle n'infirme pas le rôle d'une fragilité financière spécifique au capitalisme productif émergent car si l'on considère le processus menant aux crises financières aux Etats-Unis, celui-ci révèle des caractéristiques plutôt homogènes :

- Les crises financières apparaissent après le début d'une phase récessive (à l'exception notable de la crise de 1873).
- L'accroissement du spread de taux (ainsi que le déclin des prix sur le marché financier) se développe avant la panique<sup>515</sup>.
- La hausse des taux d'intérêt donne aux crises financières étudiées ici, les caractéristiques de crises de liquidité.
- La plupart des paniques résultent du défaut d'une ou plusieurs institutions financières. La cause première de ce défaut peut être découverte, en général, dans les difficultés spécifiques que connaissent un ou plusieurs secteurs non financiers.
- Les paniques financières sont suivies d'une crise économique sévère.

Si la fragilité bancaire des économies émergentes semble réelle et si les phénomènes d'asymétrie d'information peuvent être vus comme un facteur explicatif plausible, il reste nécessaire d'approfondir le débat théorique afin de valider cette hypothèse.

<sup>514</sup> **Friedman.M** : « Inflation et système monétaire » 1968. Calmann-Lévy. Paris 1969. P 115.

<sup>515</sup> Toujours avec la même exception de 1873.



Document III : Différentiel de taux concernant la panique de 1873

**Source:** Ibid. P81. Spreadm, Rcp et Rcall sont exprimés en taux de variation annuel. Stock est exprimé en indice (base 100, Année 1872)

## 2- LE DEBAT SUR LES FONDEMENTS THEORIQUES DE LA FRAGILITE BANCAIRE DANS LE CAS DU CAPITALISME PRODUCTIF EMERGENT CLASSIQUE

Le débat sur les fondements de la fragilité financière du capitalisme du XIX<sup>e</sup> siècle se concentre sur la nature de l'intermédiation bancaire. Elle oppose, plus particulièrement, une approche en terme d'intermédiation de liquidité, où la banque est perçue comme produisant de l'assurance de liquidité pour les agents, à une approche en terme d'intermédiation d'information, pour laquelle la banque produit de la liquidité à l'occasion d'une création d'actifs non liquides.

L'enjeu est donc d'expliquer l'augmentation de l'écart de taux constaté par les recherches de F.Mishkin. Cette situation résulte-t-elle d'une réduction de la liquidité de l'économie ou est-elle liée à l'apparition de «mauvaises» nouvelles, issues du secteur réel en situation d'incertitude ?

La première approche répond à une fonction essentielle de la banque qui est de mettre à disposition des agents un moyen de transaction leur permettant une gestion intertemporelle optimale de leur consommation.

Si au départ, cette activité bancaire a pu se justifier par une réflexion en terme de coût et de rendement d'échelle, aujourd'hui, l'accent est mis sur la capacité de la banque à gérer le risque de liquidité issu des chocs aléatoires sur les préférences de consommations des agents.

D'autre part, l'intermédiation de liquidité répond au besoin de financement de l'investissement. La gestion des besoins de liquidité des investisseurs répond aux mêmes chocs aléatoires que pour les agents consommateurs. Dans ce cadre, la banque offre une assurance de liquidité à la fois aux consommateurs et aux investisseurs.

La théorie considère que la panique provient de retraits inattendus de la part des déposants en liaison avec un choc spécifique provoquant une demande de monnaie.

Dans le modèle fondateur de cette approche, celui de Diamond et Dybvig (1983), le contrat bancaire même optimal peut conduire à la panique bancaire. La banque est par nature intrinsèquement susceptible de subir un run. Les paniques deviennent des événements indésirables dont la cause fondamentale réside dans le caractère non anticipé des retraits.

La banque se présente comme un mécanisme d'assurance contre le risque pour des agents ayant des besoins de consommation aléatoire et faisant face à un environnement dans lequel leur investissement à long terme est coûteux à liquider.

Ces agents préféreraient une forte rémunération associée à un investissement de long terme. Cependant, la réalisation de leur préférence est susceptible de s'orienter vers la consommation dans une période plus immédiate. Le contrat bancaire offre une telle possibilité et doit donc être interprété comme une assurance de liquidité permettant l'adéquation entre la consommation souhaitée et la somme nécessaire pour la réaliser.

Cette contrainte de liquidité peut être comprise comme l'obligation pour les agents de constituer une réserve ou, à défaut, de souscrire une assurance leur permettant d'obtenir, à tout moment la somme nécessaire, compte tenu des aléas résultant de phénomènes exogènes ou de la modification de leurs propres préférences. Dans la réalité du système bancaire, la présence d'un dépôt à vue non rémunéré correspond à la solution institutionnelle choisie<sup>516</sup>.

Pour que la crise devienne possible, il suffit d'admettre la règle « **premier arrivé, premier servi** »<sup>517</sup>. Si les retraits sont trop importants en première période, les réserves

---

<sup>516</sup> L'asymétrie d'information, provenant du fait que les types des agents ne sont pas connus, justifie, ici, le rôle de la banque puisque si celle-ci ne connaît pas chacun des agents, elle connaît, dès le début, la proportion des agents consommateurs et des agents investisseurs. Elle peut donc mettre en œuvre un mécanisme de mutualisation.

de la banque risquent d'être épuisées.

Les déposants étant servis séquentiellement, les premiers arrivants reçoivent la somme attendue, mais lorsque la somme des retraits dépasse les avoirs, les déposants suivants ne reçoivent que le solde. Une banque ne peut honorer ses engagements au pair si l'ensemble des déposants souhaitent retirer leurs fonds.

Il reste dans ce modèle à exprimer les raisons qui incitent les déposants à développer des croyances conduisant à la panique alors qu'en d'autres périodes ce processus ne se produit pas. Dans le modèle initial, rien n'est exprimé concernant l'origine de l'action des déposants. Le run reste un phénomène de type aléatoire<sup>518</sup>.

Partant de l'idée selon laquelle la panique résulte de retraits provoqués par des croyances auto-réalisatrices, ce modèle va connaître un prolongement dans deux directions particulières.

Tout d'abord, il s'agit de justifier l'existence de la règle « **premier arrivé, premier servi** » puisqu'elle fonde la possibilité de la panique. Elle est donc, dans ce type de démarche, au cœur du phénomène de la fragilité financière. Sans elle, en effet, la panique peut être enrayée si, par exemple, l'allocation des ressources bancaires s'effectue sur une base proportionnelle.

Afin de fonder la rationalité de l'hypothèse « **premier arrivé, premier servi** », Wallace<sup>519</sup> va proposer l'idée de séparation des agents conforme au concept d'agent représentatif. L'isolement des agents empêche ceux-ci de s'engager dans une action collective visant à coordonner leurs retraits.

D'autres auteurs<sup>520</sup> vont interpréter cette séparation des agents comme une caractéristique du système bancaire américain à l'époque du « **National Banking System** ». En effet, celui-ci est organisé sur une base spatiale particulière puisque la mise en place de banques<sup>521</sup> recouvrant plusieurs états est prohibée.

D'autre part, l'ensemble des banques locales est relié à une banque de réserves d'Etat, elle-même, en relation avec la banque de New York, selon un schéma pyramidal. La séparation des agents correspondrait donc à la séparation à la fois spatiale et institutionnelle des différentes banques locales.

<sup>517</sup> On doit ajouter que le coût non nul de la liquidation des actifs bancaires renforce ce processus.

<sup>518</sup> « Sun Spot ».

<sup>519</sup> **Wallace.N** : « Another attempts to explain an illiquid banking system: The Diamond and Dybvig model with sequential service taken seriously ». Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review. Autumn 1983.

<sup>520</sup> **Bhattacharya.S, Gale.D**: « Preference shocks, liquidity and central bank policy » News Approaches in Monetary economics. Ed William.A.Barnett and Kenneth.Singleton. New York. Cambridge University Press. 1987. **Chari.V.V**: « Banking without deposit insurance or bank panics: Lessons from a model of the US National banking system ». Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review. Summer 1989.3-19.

<sup>521</sup> Interstate banks.

Dés lors, la fragilité ne serait plus nécessairement inhérente à la banque en tant que telle mais au système bancaire dans ses modalités institutionnelles.

Le mécanisme convergeant vers la panique serait alors le suivant : A la suite d'un retrait massif et inattendu, la banque locale retirerait ses avoirs auprès des banques de réserves puisqu'un système de supervision réciproque, par les banques locales elles-mêmes, ne répond pas à l'hypothèse du modèle.

Il suffirait qu'un nombre important de banques locales agissent ainsi pour que la banque de réserves soit contrainte de se tourner vers la banque de New York afin de retirer ses réserves pour faire face à ses engagements. La possibilité de panique bancaire découlerait de ce processus.

Dans un second prolongement du modèle, il s'agit d'examiner quelles causes fondamentales déterminent le choc à l'origine de la panique. Dans le cadre analytique de Diamond et Dybvig, Chari<sup>522</sup> propose en ce qui concerne les paniques bancaires du XIX<sup>e</sup> siècle aux Etats-Unis, une explication en terme de choc de demande de liquidité provenant de l'agriculture. L'augmentation de la demande de monnaie proviendrait des emprunts agricoles pendant la saison des semis pour diminuer lors des récoltes.

Cependant, en dehors du cadre de la banque conçue comme assurance de liquidité et face au renouveau de la fragilité bancaire dans les années 90, une nouvelle approche en terme d'intermédiation d'information s'est développée, notamment à travers les travaux fondateurs de Stiglitz et Weiss<sup>523</sup>. Dans cette approche, les investisseurs détiennent une information privée sur les conditions de risque et de rentabilité de leurs projets, mais ils ne disposent pas des moyens permettant leur financement.

Des prêteurs disposent de ces moyens sans avoir accès aux informations privées détenues par les entrepreneurs. L'asymétrie d'information qui en résulte conduit à une mauvaise allocation des ressources mais la présence de la banque est susceptible de remédier à cette imperfection de marché.

L'utilisation des concepts propre à l'intermédiation d'information a donné la possibilité d'une interprétation alternative de la fragilité bancaire à l'époque du capitalisme émergent au XIX<sup>e</sup> siècle, notamment dans le cas des Etats-Unis.

La théorie des asymétries d'information considère que les paniques bancaires sont causées par la révision du point de vue des déposants en ce qui concerne le risque perçu de la dette bancaire. Ceux-ci, mal informés de la situation du portefeuille des actifs bancaires, peuvent, de plus, recevoir, dans ce contexte, de mauvaises nouvelles à propos de l'économie.

Cette analyse met en lumière l'importance de la structure du marché de la dette quand les déposants manquent d'information sur un risque spécifique. Le « run » est alors une réponse optimale des déposants. En effet, ceux-ci n'ayant pas la possibilité de superviser la banque, la panique devient donc, pour eux, une forme particulière de

<sup>522</sup> Id. P 11.

<sup>523</sup> **Stiglitz.J.E, Weiss. A:** « Credit rationing with imperfect information ». American Economic Review. 1981.

monitoring.

De plus, les déposants connaissent l'existence de banques non performantes mais ils ignorent lesquelles. Cette croyance, en situation d'incertitude, mène du simple « run » bancaire à la panique généralisée.

Il s'agit donc de mettre en lumière les conditions à partir desquelles les déposants vont modifier leurs croyances sur la situation des banques vis à vis du risque en considérant que la panique bancaire est corrélée à l'analyse des résultats bancaires dans un contexte marqué par des asymétries d'information.

Du point de vue théorique, la banque est interprétée comme fournissant à la fois des prêts et la mise en œuvre de moyens de circulation. Cependant, la création, par ces institutions financières, d'actifs illiquides, rend leur évaluation délicate. Il en résulte que la supervision du management devient également difficile à mettre en œuvre.

Or, l'existence même de la banque en tant que créatrice de richesse, à partir de l'opération de création de prêts, dépend de cette possibilité de supervision offerte aux déposants.

L'analyse en terme d'asymétrie d'information permet d'interpréter le processus menant à la panique de la manière suivante : lorsque les déposants reçoivent une information les conduisant à modifier leur perception du risque, ils ignorent quelles sont les banques les plus probablement affectées.

En réponse à un signal négatif, ils risquent de retirer leurs dépôts de toutes les banques puisqu'ils sont incapables de distinguer le risque bancaire individuel.

Face à ce risque, l'ensemble des banques doit suspendre ses opérations jusqu'au moment où se sera opérée la discrimination entre les banques insolvables et celles qui ne le sont pas. La panique bancaire implique l'action collective des déposants sous la contrainte « **premier arrivé, premier servi** ».

L'approche en terme d'asymétrie d'information analyse ce cadre en levant l'hypothèse d'homogénéité des agents. En effet, l'asymétrie d'information implique l'existence d'une hétérogénéité en matière d'accès à l'information<sup>524</sup>.

Par exemple, le modèle de Chari et Jagannathan<sup>525</sup>, admet l'existence d'une information inégalement répartie parmi les agents. Trois types de déposants apparaissent. Ceux qui sont bien informés sur la situation bancaire, ceux qui retirent leurs fonds dans un but de consommation et sans référence à la situation présumée des banques et enfin ceux qui sont mal informés et ne désirent pas consommer.

Une partie des déposants retirent leurs fonds à des fins de consommation au moment où d'autres agissent de même parce que les signaux qu'ils reçoivent indiquent un risque de défaut bancaire.

---

<sup>524</sup> **Calomiris C.W, Kahn C.M:** « The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangement ». American Economic Review. June 1991.

<sup>525</sup> **Chari.V.V, Jagannathan R:** « Banking Panics, Information an Rational Expectations Equilibrium ». Journal of Finance 43: 749-60. 1988.

Le groupe non informé sur la situation bancaire ne dispose pour prendre sa décision que de l'observation de l'attitude des autres agents. La longueur de la file d'attente informe (d'une manière qui peut se révéler juste comme fausse) ce type d'agents du risque bancaire. Il y a donc en œuvre ici une rationalité mimétique qui devient la condition pour que le processus de panique puisse s'enclencher.

On voit donc qu'afin de surveiller les performances bancaires, certains agents doivent entreprendre un recueil coûteux de l'information disponible. Cette forme de supervision leur permet, lorsque le défaut bancaire paraît probable, de se placer en tête dans la file d'attente afin de retirer la totalité de leur dépôt. Au contraire, les agents non informés, en fin de liste, n'obtiennent rien.

Cette hétérogénéité des déposants permet donc une supervision effective de l'activité bancaire.

Cependant, la contrainte « **premier arrivé, premier servi** » ne conduit pas inévitablement à la panique bancaire. Un « run » peut se produire lorsqu'une banque connaît des difficultés spécifiques sans que cette situation induise une ruée sur l'ensemble des banques c'est à dire une panique bancaire.

G.Gorton<sup>526</sup> l'analyse de la manière suivante : la dette bancaire peut circuler comme un moyen d'échange mais, l'arrangement institutionnel propre à la « **National Banking Era** » ne propose pas de marché spécifique pour traiter cette dette bancaire.

Au lieu de cela, celle-ci est prise en charge par un système de « **Clearing House** ». Nous avons donc une situation propice à l'apparition d'asymétries d'information puisque la valeur de la dette bancaire ne peut jamais être observée par les agents<sup>527</sup>.

La panique bancaire peut évidemment en résulter. Cependant, d'un autre côté, cet arrangement permet de minorer les coûts de supervision. En effet, la crainte de la panique oblige les banques à former des « **Clearing Houses** » dont le rôle consiste à superviser l'ensemble des banques et à agir, éventuellement, en tant que prêteur en dernier ressort. Dès lors, le ratio Capital / Dettes pouvant être limité, il en résulte une optimisation de l'utilisation des ressources.

La panique risque de se produire quand les déposants ont la possibilité d'observer un signal corrélé à la valeur de l'actif bancaire, par exemple l'évolution d'un indicateur de récession ou d'un ensemble d'informations concernant une possible dégradation de la situation des emprunteurs.

Si l'on met, maintenant, en relation le contenu théorique des approches en terme de risque de liquidité et d'asymétrie d'information, on peut tout d'abord remarquer qu'elles ne sont pas en opposition pour ce qui concerne l'analyse de l'actif bancaire.

Toutes deux considèrent, de la même manière, la nature de l'activité bancaire de

---

<sup>526</sup> **Gorton.G:** « Self-regulating bank coalitions ». The Wharton School, University of Pennsylvania, typescript .1989. In **Calomiris.C.W, Gorton.G:** « The Origins of Banking Panics »The University of Chicago Press .1991.

<sup>527</sup> Gorton oppose cet arrangement institutionnel à celui du « Free Banking » supposé éviter les asymétries d'information. Nous verrons ultérieurement en quoi ce point de vue peut être discuté.

prêt. L'aspect essentiel consiste en ce que cette activité est spécifique à la banque et ne peut être entreprise par le marché puisqu'elle comprend la supervision des emprunteurs et la production d'information à propos du risque de crédit.

Cette activité requiert, d'autre part, que les prêts créés soient illiquides, c'est à dire qu'ils ne puissent être échangés une fois émis.

En effet, si le prêt bancaire pouvait être cédé, la banque émettrice n'aurait aucune incitation à surveiller l'emprunteur et à produire l'information concernant celui-ci.

L'illiquidité du prêt bancaire peut même être considérée comme l'élément fondamental permettant de s'assurer que la banque va bien effectuer les activités dans lesquelles elle s'est spécialisée.

Cette illiquidité s'intègre à la démarche de chacune des deux théories. Dans le cas de la théorie des asymétries d'information, l'asymétrie n'existe que si les activités ne sont pas parfaitement observables. Comme ces activités ne le sont pas directement et clairement, l'illiquidité des prêts bancaires devient une nécessité pour que l'activité de supervision soit menée.

Pour les approches issues du modèle de Diamond et Dybvig, le coût de la liquidation des actifs est, également, une des hypothèses essentielles.

Par contre, l'analyse du passif bancaire diffère profondément selon les approches. Le modèle de Diamond et Dybvig perçoit la banque comme une institution procurant une assurance contre les changements aléatoires dans les besoins de consommation. L'investissement de long terme ne peut être liquidé qu'avec un coût. Bien que les agents préfèrent le revenu issu d'un investissement à long terme, ils peuvent modifier leurs choix et désirer consommer leur capital plus rapidement.

Les banques, en répartissant leurs investissements entre le court et le long terme, peuvent émettre des titres qui assurent les agents contre le risque d'une consommation trop précoce. Comme on le sait, il est possible, dans ce cas, d'interpréter le contrat d'assurance bancaire comme une capacité à procurer de la liquidité<sup>528</sup>.

**« Les banques sont capables de transformer des actifs illiquides en offrant des titres, construisant un cadre différent, avec des retours plus réguliers à travers le temps, que ceux offerts par les actifs illiquides »**

La banque est nécessaire parce que l'investissement de long terme est illiquide. Son passif qui permet de financer les actifs illiquides, ne circule pas comme un moyen d'échange. Dans ce modèle, la liquidité correspond à la flexibilité intertemporelle de la consommation.

La théorie des asymétries d'information propose une analyse sensiblement différente de la liquidité du passif bancaire.

La liquidité d'un titre dépend de la facilité avec laquelle celui-ci peut être évalué et échangé. Elle explique le lien existant entre la nature du prêt des banques et le contenu

---

<sup>528</sup> « Banks are able to transform illiquid assets by offering liabilities with a different, smoother pattern of returns over time than the illiquid assets offer » in **Diamond.D.W, Dybvig.P.H:** "Bank Run, Liquidity and Deposit Insurance". *Journal of Political Economy*. 1983.

de leur passif. De ce point de vue, la dette bancaire circule <sup>529</sup>.

Face à la banque, deux types d'agents se révèlent. Une partie exprime des besoins de consommation aléatoire. Quant à l'autre, elle dispose d'une parfaite connaissance de l'état du bilan bancaire. Ces agents informés vont profiter de l'opportunité dont ils disposent face à des agents dont les besoins sont immédiats.

Ceux-ci ont besoin de financer leur consommation mais ignorent la véritable valeur des titres qu'ils cèdent en contrepartie de leur consommation.

Ce problème, justifiant l'existence de l'intermédiation financière, rend nécessaire la création de titres de la dette bancaire sans risque dont la valeur est par définition connue des agents non informés.

Ainsi, contrairement à l'approche en terme de retraits aléatoires, pour laquelle la liquidité consiste en une assurance contre le fait que la liquidation de l'actif bancaire puisse être coûteuse, l'approche en terme d'asymétries d'information considère cette notion de liquidité à travers l'idée que la dette bancaire doit être utilisée comme moyen de circulation.

Sur la question de l'origine des paniques, qui concerne les fondements de la fragilité bancaire, l'opposition entre les deux approches, souvent marquée, n'est cependant pas totale. Sur de nombreux aspects, les deux analyses parviennent même à des résultats communs.

Chacune admet, par exemple, que la propagation de la panique correspond à la phase de suspension des paiements.

De la même manière, le sens de cette propagation est clairement relié au caractère pyramidal de la structure bancaire américaine : le mouvement d'Est en Ouest des paniques trouve sa source dans le fait que les centres financiers de l'Est concentrent les dépôts de l'ensemble de la nation et sont donc les premiers à subir la vague des retraits.

De plus, le caractère saisonnier de la panique bancaire est mis en lumière dans les deux approches.

Le niveau d'analyse diverge, cependant, sur ce dernier point puisque la démarche en terme de retraits aléatoires insiste sur le rôle du choc de demande de monnaie comme facteur déterminant la panique alors que l'approche en terme d'asymétrie d'information considère ce choc non comme une cause de la panique mais comme un facteur de vulnérabilité accru favorisant les chocs sur l'actif bancaire à un moment où le ratio Capital / Dépôts est particulièrement faible.

Cependant, trois éléments séparent, de manière décisive, les deux courants. En premier lieu, aucun accord n'existe sur l'origine du choc provoquant la panique.

Il en résulte qu'ils ne prennent pas en compte les mêmes éléments pour évaluer la probabilité de la crise dans les phases immédiatement antérieures à la panique.

Chari <sup>530</sup> ou Eichengreen <sup>531</sup> considèrent, par exemple, que l'augmentation de la demande de monnaie provient des régions agricoles au moment des semences ou des

---

<sup>529</sup> **Gorton.G, Pennachi.G:** «Financial intermediation and liquidity creation ». Journal of Finance. 45 (1): 49-72. 1990.

récoltes. A ces moments, la demande de monnaie se déplace vers l'Ouest. Ce mouvement réduit de manière drastique le multiplicateur à l'Est.

De manière tout à fait différente, l'approche en terme d'asymétrie d'information insiste sur le fait que la diffusion de mauvaises nouvelles (accroissement du risque d'actif, baisse du prix relatif de certains actifs, augmentation des faillites commerciales) agit de manière négative sur la valeur de l'actif bancaire.

La possibilité de panique dépend alors de la nature du lien existant entre l'information extraite et la valeur de cet actif bancaire.

La seconde nuance d'importance entre les deux approches concerne la sévérité de la crise bancaire et plus précisément la proportion de banques atteintes.

Selon l'approche en terme d'asymétries d'information, celle-ci dépend de l'interaction entre les portefeuilles de prêts des différentes banques, d'un part et le choc qui affecte le système économique, d'autre part. La proportion de faillites bancaires relative au nombre de banques suspendues résulte de l'importance et la nature du choc qui mène à cette suspension. Comme l'exprime Calomiris et Gorton :

**« Un choc qui affecte les valeurs foncières de l'Ouest ou les valeurs de chemin de fer devrait clairement tendre à favoriser la faillite des banques détenant des hypothèques sur l'Ouest ou sur les chemins de fer que celle des autres banques »**<sup>532</sup>

De manière différente, la théorie des retraits aléatoires défend l'idée que les faillites bancaires devraient se produire indépendamment du lien de ces banques avec l'origine du choc monétaire.

Enfin, la troisième divergence provient de l'analyse des conditions permettant de réduire un processus de panique. Cette divergence dérive, bien entendu, de la nature des causalités perçues par les deux approches.

Du point de vue de la théorie des retraits aléatoires, la durée de la panique dépend de la capacité des banques à transformer leurs actifs en liquidité.

Au contraire, l'approche en terme d'asymétrie d'information considère que la disponibilité d'espèces par les banques est un argument insuffisant pour résoudre la panique.

La durée de la suspension indique le temps nécessaire pour résoudre les conséquences résultant du choc d'actif. Le transfert de richesse entre banques peut ici résoudre le risque d'actif sans nécessiter obligatoirement un transfert d'espèces. Une coordination interbancaire ex ante peut alors dans ce cadre, atténuer la probabilité de la panique et en réduire les effets lorsque celle-ci est ouverte.

<sup>530</sup> Op. Cité P 19.

<sup>531</sup> **Eichengreen.B:** « Currency and credit in the Gilded Age ». Research in Economic History. Supp 3:87-114. 1984.

<sup>532</sup> « A shock which affects western land values or railroad's values clearly should tend to bankrupt banks holding western mortgages or railroad bonds more than other banks in **Calomiris.C.W, Gorton.G:** Op. Cité P 131.

### 3- LES ANALYSES DE LA FRAGILITE BANCAIRE A L'EPREUVE D'UNE EMERGENCE DU CAPITALISME PRODUCTIF : LE CAS AMERICAIN <sup>533</sup>

---

Il est nécessaire de s'appuyer sur des éléments empiriques pour éclairer la nature de la fragilité bancaire, lorsqu'elle est le plus perceptible, en particulier pour évaluer l'importance du mouvement de retraits dans la phase de pré-panique.

Pour mener à bien cette analyse, Calomiris et Gorton définissent le point de départ de la panique en référence au début de la coopération interbancaire justifiée par l'émission de certificats de prêts par une maison de clearing <sup>534</sup>.

Les comparaisons étant effectuées, chaque année, en référence à une période équivalente (la même semaine de l'année), cela permet d'éliminer l'influence des variations saisonnières des retraits.

A partir des données disponibles <sup>535</sup>, ces auteurs analysent deux séries d'éléments indiquant la fragilité et l'illiquidité des banques new-yorkaises: les retraits de dépôts et le ratio Réserves/ Dépôts.

Comme les modifications hebdomadaires en matière de demande de monnaie dépendent de la période de l'année, il paraît important d'analyser non seulement de ratio de réserves mais également l'évolution du montant retiré des banques comme indicateur de ce que seront probablement les flux de retraits lors des semaines suivantes.

En sens inverse, l'importance du niveau de ceux-ci au moment où les banques disposent de suffisamment de réserves, n'est pas, évidemment, significative. Dans ce dernier cas, c'est le ratio de réserves qui devient l'outil prépondérant.

Si le ratio de réserves est inférieur et le pourcentage de dépôts retirés dans le passé proche <sup>536</sup> supérieur pendant une semaine donnée, l'année est considérée comme marquée par une « **tension sans ambiguïté** » <sup>537</sup>.

La « **tension potentielle** », quant à elle, indique que le pourcentage de retraits est supérieur et que le ratio de réserves diffère par moins de un pour cent.

<sup>533</sup> La période de la « National Banking Area », entre 1863 et 1914, est ici plus spécialement développée puisqu'elle correspond à une phase importante de l'émergence d'un capitalisme industriel aux Etats-Unis.

<sup>534</sup> Ce choix ne prend donc pas en compte les retraits effectués avant la mise en œuvre d'une coopération bancaire.

<sup>535</sup> **Andrew.A.P.**: « Statistics for the United States, 1867-1909 ». National Monetary Commission 61<sup>st</sup> Congress. 2<sup>nd</sup> session. Senate Doc. 570. Washington D.C: US.Government. Printing Office. 1910.

<sup>536</sup> Celui-ci est défini à un horizon de quatre semaines qui correspond à une période de deux semaines pendant lesquels le risque de liquidité devient patent et deux semaines pour s'approvisionner en espèces sur le continent européen.

<sup>537</sup> « Unambiguously tight ».

Le tableau suivant rassemble les données issues de cette démarche, divisé en cinq paires de colonnes, il permet de répertorier les données propres aux semaines adéquates précédant l'ouverture d'une panique bancaire.

	Panique de 1854 Semaine 19		Panique de 1895 Semaine 22		Panique de 1873 Semaine 37		Panique de 1907 Semaine 42		Panique de 1890 Semaine 45	
	%A	Ratio de réserves								
1871	7.4	34.67	5.7	35.6	-0.2	29.98	-16.4	29.5	-0.4	32.39
1872	11	30.98	6.4	33.14	-12.5	29.01	0.0	32.38	6.7	30.28
1873	7.9	30.67	5.6	30.65	-13.3	27.84	-	-	-	-
1874	-1	33.56	-0.9	37.39	0.0	35.78	-3.9	32.84	-5.0	31.71
1875	4.1	29.89	5.1	32.13	-2.2	32.28	-4.9	27.49	-3.7	29.09
1876	1.2	29.67	2.6	32.79	3.5	34.85	-4.7	29.99	-4.3	29.09
1877	3.2	32.70	-1.6	33.88	-2.4	30.64	-5.7	28.84	-1.9	29.58
1878	-0.4	32.86	0.4	32.14	0.2	30.90	-4.4	27.50	-0.30	31.09
1879	13.2	32.14	5.1	36.83	-10.2	26.31	2.0	25.54	-0.3	34.71
1880	0.8	27.35	3.9	31.13	-0.1	26.91	1.2	26.57	2.2	25.56
1881	3.6	29.67	10.2	37.79	-5.7	25.14	-2.7	25.66	0.2	26.02
1882	3	27.72	-1.3	26.32	-6.6	24.66	-4.3	25.97	-1.2	23.98
1883	6.4	26.64	1.3	27.91	-1.8	26.17	-1.7	24.99	-2.2	26.56
1884	-4.4	26.25	-	-	-	-	-	-	-	-
1885	2.1	40.28	0.9	41.81	1.0	38.28	-0.6	35.36	-0.2	32.39
1886	-0.2	27.27	-2.7	28.77	-6.8	27.20	-1.5	26.31	0.2	26.60
1887	-0.2	26.39	-1.4	26.16	4.2	27.62	3.1	26.62	0.5	27.69
1888	NA	NA								
1889	1.6	27.10	0.5	28.29	-1.2	26.21	-3.3	25.22	-1.4	24.56
1890	-0.9	25.36	-0.2	26.21	-4.3	24.13	-3.4	24.91	-5.7	25.35
1891	-3.1	26.18	-5.2	26.94	-0.7	27.15	1.6	27.19	2.9	26.19
1892	0.7	27.78	0.1	29.59	-0.2	25.95	-5.1	25.11	-3.6	25.37
1893	-1.1	29.09	-0.3	29.84	-	-	-	-	-	-
1894	2.7	38.98	-1.1	38.62	0.3	35.21	1.1	35.51	0.2	35.41
1895	6.3	30.77	6.9	32.28	-1.0	29.66	-3.0	27.88	-1.0	28.64
1896	2.4	29.08	0.8	29.45	-4.9	26.96	1.7	27.62	-4.6	27.10
1897	0.8	32.73	-0.2	33.09	1.8	29.15	-3.2	27.37	2.5	28.34
1898	0.5	32.04	7.0	32.35	-7.4	25.61	6.0	28.13	6.4	26.92
1899	1.4	28.00	-1.1	29.78	-3.9	25.03	-3.9	25.17	-4.0	24.62
1900	3.8	26.76	2.1	27.26	1.4	27.29	-5.0	25.34	-3.7	25.55
1901	0.8	25.83	-2.2	27.22	-3.6	25.76	1.6	26.63	0.5	25.89
1902	0.7	25.35	-2.1	26.25	-3.7	25.07	-2.1	25.64	1.3	27.00
1903	3.2	26.08	0.8	26.95	-2.0	25.95	1.6	25.86	-3.4	25.61
1904	4.1	27.00	-1.4	27.69	1.3	28.14	-3.6	26.53	-0.8	25.84
1905	0.9	26.44	-0.7	25.53	-8.2	25.42	-5.3	26.22	0.2	24.75
1906	3.2	26.26	0.9	26.55	-4.3	25.34	3.7	25.57	-5.2	24.84
1907	2.1	25.75	0.7	26.13	-1.2	25.65	-2.1	26.08	-	-
1908	3.6	30.03	2.2	28.72	2.4	28.84	0.3	27.39	0.4	27.33
1909	1.6	26.08	0.8	26.27	-3.8	25.58	-8.3	26.37	-2.6	25.59
Médiane	1.6	27.78	0.7	29.45	-1.8	26.96	-3.6	26.95	-0.8	26.92

Document IV : Modifications des ratios de réserves pour les banques de New-York dans les quatre semaines précédant les paniques

NB : En écrite grasse apparaissent les valeurs propres aux phases de paniques bancaires.

**Source:** Calomiris.C, Gorton.G: ibid. Tableau 4-2. P 134.

En utilisant les mêmes données, le tableau suivant<sup>538</sup> met en lumière l'existence de 18 périodes pour lesquelles le risque de liquidité des banques new-yorkaises est plus important que celui indiqué pour les périodes précédant les paniques, sans pour autant que la panique se produise.

<sup>538</sup> Ibidem p135.

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME  
MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

**Document V : Semaines présentant une plus grande amplitude du retrait saisonnier que durant les périodes de panique (comparaison des semaines)**

Plus grande sans ambiguïté		Plus grande possible	
Année	Semaine	Année	Semaine
1881	42		
1882	22		
1882	42		
1886	22		
1887	22		
1889	42		
1891	22		
1892	42		
1899	22		
1899	42		
1899	45		
1900	42		
		1900	45
1901	22		
1902	22		
1902	42		
1904	22		
1905	22		
		1905	42
1906	45		
		1909	42

**Source:** Calomiris.C, Gorton.G: ibid. Tableau 4-3. P135.

Les éléments quantitatifs recueillis permettent de déduire que la phase de panique bancaire n'est pas spécialement précédée de retraits saisonniers inhabituels, quel que soit l'instrument de comparaison utilisé (ratio de réserves ou ratio Retrait/ Dépôts).

Les données, disponibles par ailleurs, montrent que les flux de métal entre les banques de New York et celles de l'intérieur ne sont pas, non plus, significatives dans les phases de pré-paniques.

Si l'on prend l'exemple de la panique de 1907, l'analyse proposée par Andrew <sup>539</sup> permet, en comparant des données issues de semaines identiques, de montrer que les années 1900, 1901, 1906 présentent des flux plus importants de métal sans qu'ils soient suivis d'un processus de crise bancaire.

L'objection évidente à ce type de démonstration porte sur le fait que ce ne sont pas les retraits bancaires passés qui provoquent la panique mais bien plutôt l'anticipation des retraits futurs. Cette objection semble, cependant, irrecevable pour plusieurs raisons.

<sup>539</sup> **Andrew.A.Piatt:** « The Influence of Crops Upon Business in America ». Quarterly Journal of Economics . 20: 230-53.

Tout d'abord, la formation des anticipations d'un choc monétaire répondant aux périodes de semailles et de récoltes dans l'Ouest se réalise dans les semaines précédant les périodes de retraits puisque les semailles et les récoltes ne sont jamais mises en œuvre pendant la même période mais bien évidemment sur plusieurs périodes.

D'autre part, l'information concernant le volume des récoltes, la mieux à même de fournir les données en matière de paiement, indique que les années pour lesquelles la panique a eu lieu à l'automne (1873, 1890, 1907) ne sont pas des années présentant un volume de récoltes inhabituel (Document VI).

On doit rajouter à cet argument que la panique se développe seulement après les semaines de retraits saisonniers liés aux semailles et aux récoltes. Il est donc, dans ce cas, difficile de défendre l'idée selon laquelle les agents anticipent, à ces moments là, des retraits massifs au profit des régions agricoles.

Enfin, les agents devraient prévoir le retour saisonnier des flux de liquidité à partir de New York à partir du mois de Mai et de la fin du mois d'Octobre. Il en résulterait que le risque d'illiquidité pourrait être plus faible avant cette période<sup>540</sup>. Par conséquent, un choc de liquidité, parce qu'anticipé, devrait être moins inquiétant à la fin du printemps et de l'automne qu'en leur début.

Or les données contenues dans le Document IV infirment cette hypothèse. En comparant la situation avant la panique de 1893 et celle de 1884, on constate que la plus tardive dans le printemps<sup>541</sup> est également celle pour laquelle, il suffit d'un seuil très limité pour que se déclenche la panique<sup>542</sup>. Le contraire serait requis si l'on suit une approche en terme de retraits aléatoires.

La théorie des asymétries d'information considère la structure d'une situation de pré-panique de la manière suivante.

En premier lieu, elle met l'accent sur les chocs réels qui se produisent en préalable au processus de panique, que ceux-ci portent sur un retournement cyclique général ou sur la déstabilisation d'un marché particulier, par exemple, le foncier dans l'Ouest ou les sociétés de chemins de fer dans la même région.

Partant de là, il est possible, dans cette analyse, de faire jouer au marché boursier un rôle d'indicateur permettant d'analyser les périodes de pré-panique. De fait, l'indice boursier semble le mieux à même de rendre compte de ces chocs réels, puisque le prix absorbant l'information est censée rendre celle-ci publique au moins partiellement<sup>543</sup>.

<sup>540</sup> C'est à dire au début du printemps et de l'automne.

<sup>541</sup> 22<sup>e</sup> semaine au lieu de 19<sup>e</sup>.

<sup>542</sup> -0,3 en 1893 pour -4,4 en 1884. La même analyse peut être menée pour, respectivement les paniques de 1907, 1890 et 1873.

<sup>543</sup> La variation du prix des titres sur le marché financier est un indicateur des anticipations sur l'évolution de l'économie réelle. Mais en lui-même, le niveau du marché boursier n'a pas le potentiel, à cette époque du moins, pour déclencher la crise financière. Il n'y a pas d'abord rupture boursière, il y a d'abord une crise bancaire.

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME  
MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

**Document VI : Différence entre la récolte annuelle de maïs, froment et coton et la moyenne mobile centrée sur l'année (sur cinq ans)**

	Maïs (en centaines de boisseaux)	Froment (en centaines de boisseaux)	Coton (en centaines de bales)
1871	-0.5	-8.0	-19.3
1872	10.1	-4.2	2.0
1873	-9.7	3.3	6.7
1874	-22.4	8.5	-9.8
1875	15.3	-4.9	5.9
1876	3.7	-13.6	-1.8
1877	-2.5	0.3	-3.4
1878	-4.7	4.0	-4.9
1879	7.6	6.1	4.0
1880	15	-9.6	10.7
1881	-1.8	-15.1	-10.5
1882	2.7	8.6	14.2
1883	-4.2	-3.4	-6.0
1884	4.8	14.0	-7.7
1885	15.2	-19.0	4.4
1886	-5.8	3.9	-0.7
1887	-20.3	4.8	2.0
1888	14.1	-6.3	-5.3
1889	16.0	3.4	10.5
1890	-19.7	-18.1	11.5
1891	15.6	26.7	14.6
1892	1.6	8.2	-19.9
1893	-6.6	-19.2	-6.4
1894	-31.8	1.5	1.1
1895	17.3	2.4	-19.7
1896	17.0	-16.4	-9.3
1897	-8.0	0.0	16.9
1898	-6.6	25.0	10.6
1899	9.0	-9.4	-8.1
1900	3.6	-17.4	-0.1
1901	-27.3	19.7	-5.3
1902	16.2	7.0	0.6
1903	1.3	-3.2	-8.4
1904	-4.2	-16.1	1.6
1905	4.7	6.6	-0.8
1906	9.5	12.0	6.5
1907	-5.2	-8.5	-4.3

**Source:** Calomiris.C, Gorton.G: ibid. Tableau 4-6. P 137.

Le tableau suivant <sup>544</sup> (Document VII) permet d'ailleurs de lier clairement les informations issues du canal boursier et les paniques.

Ces données permettent de penser que la ruée vers les guichets bancaires ne menace les banques que lorsque celles-ci se trouvent déstabilisées par des difficultés surgies au sein de l'économie réelle.

Paniques effectives	Paniques prévues et non réalisées	Taux de variation nominal du prix des titres	Taux de variation réel du prix des titres
1873 (37)		<b>-7.9</b>	<b>-7.9</b>
	1881 (42)	-3.2	-10.1
	1882 (22)	-1.6	-3.5
	1882 (42)	0.8	-1.1
1884 (19)		<b>-12.6</b>	<b>-8.5</b>
	1886 (22)	-5.0	-0.2
	1887 (22)	6.3	6.3
	1889 (22)	2.3	1.0
1890 (45)		<b>-8.4</b>	<b>-13.3</b>
	1891 (22)	1.2	-0.4
	1892 (42)	0.6	-0.7
1893 (22)		<b>-12.2</b>	<b>-7.4</b>
	1899 (22)	-1.9	-3.9
	1899 (42 et 45)	0.8	-5.9
	1900 (42 et 45)	2.7	3.6
	1901 (22)	6.6	7.7
	1902 (22)	3.2	0.4
	1902 (42)	-1.0	-7.9
	1904 (22)	0.0	3.6
	1905 (22)	-3.3	-0.5
	1905 (42)	5.4	4.6
	1906 (45)	10.0	4.8
1907 (42)		<b>-18.6</b>	<b>-19.8</b>
	1909 (42)	2.8	-0.6

**Source:** Calomiris.C, Gorton.G: Ibid. Tableau 4-10. P 142. Les semaines sont entre parenthèses.

On peut voir également, dans le cas des 18 « non-paniques », que les mouvements de retraits inhabituels ne sauraient être, en tant que tels, des conditions suffisantes pour créer la situation propice à une panique bancaire mais que, par contre, l'absence de phénomènes réels, à ces époques, plaide en faveur d'une liaison causale entre la présence (ou l'absence) de ces phénomènes et la présence (ou l'absence) du processus de panique.

<sup>544</sup> Calomiris.C.W, Gorton.G : op. cité P 142.

## DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE

D'autre part, l'analyse des portefeuilles bancaires et de leur exposition au risque sont également essentielles car la panique est plus probable, dans le cadre d'une analyse en terme d'asymétrie d'information, lorsque de « mauvaises nouvelles » prolongent une période de haut niveau de demande de prêts.

De plus, les deux principales caractéristiques qui émergent des résultats suivants (Document VIII) montrent que l'exposition au risque est à son maximum au printemps et en automne et que les années de retournement cyclique sont en général associées avec un niveau d'exposition au risque inhabituel.

### Document VIII a : Influences cycliques et saisonnières sur le ratio Prêts / Réserves

Moyennes du ratio Prêts / Réserves						
	10 Mars	17 Mai	11 Juin	3 Octobre	12 Novembre	13 Décembre
Dépression et reprise rapide	4.62	5.19	4.77	5.74	5.96	5.30
Reprise et expansion	NA	5.87	5.93	6.40	6.65	6.24
Crises et déclin rapide	6.72	6.45	6.06	6.84	6.68	6.05
Déclin	6.89	NA	NA	6.64	NA	6.54

**Source:** Calomiris.C, Gorton.G: ibid. Tableau 4-12 Panel A. p146-147.

Si l'on considère ces données, on constate que le levier bancaire se trouve à son apogée lors du pic cyclique. Le ratio prêts / réserves étant, lui, à son maximum. Les paniques se déroulent au moment de l'année où les banques sont les plus vulnérables au risque de défaut des emprunteurs.

Du point de vue de l'analyse du cycle, les « **mauvaises nouvelles** » et un fort levier bancaire <sup>545</sup> sont donc associées au retournement. L'explication du lien entre ces « **mauvaises nouvelles** » et le cycle est tautologique. Sans présence de difficultés dans le secteur réel, le retournement de conjoncture paraîtrait peu probable.

### Document VIII b : Influences cycliques et saisonnières sur le ratio Prêts / Réserves

<sup>545</sup> Ce haut niveau de levier est explicable en référence avec la situation favorable de la période précédente.

## ORDRES PRODUCTIFS ET INSTABILITE DES MODES DE FINANCEMENT

Données concernant des appels de fonds spécifiques		
Dates	Référence au cycle	Ratio prêts / Réserves
Appels de fonds du 10 Mars (comparaisons)		
10 Mars 1876	Déclin	6.96
11 Mars 1881	Sommet du cycle	6.57
13 Mars 1883	Début du déclin	6.72
7 Mars 1884	Déclin	6.23
10 Mars 1885	Dépression	4.72
6 Mars 1893	Sommet du cycle	6.88
9 Mars 1897	Dépression	4.52
Appels de fonds du 17 Mai (comparaisons)		
19 Mai 1882	Début du déclin	6.30
13 Mai 1887	Sommet du cycle	6.12
13 Mai 1889	Reprise	5.87
17 Mai 1890	Sommet du cycle	6.94
17 Mai 1892	Début de reprise	5.65
14 Mai 1897	Dépression	4.72
Appels de fonds du 11 Juin (comparaisons)		
9 Juin 1870	Dépression	4.25
10 Juin 1871	Début de reprise	4.57
10 Juin 1872	Expansion	5.47
13 Juin 1873	Sommet du cycle	5.89
14 Juin 1879	Reprise	6.21
11 Juin 1880	Expansion	5.64
9 Juin 1903	Sommet du cycle	6.23
9 Juin 1904	Dépression	5.50
Appels de fonds du 3 Octobre (comparaisons)		
2 Octobre 1871	Reprise	5.63
3 Octobre 1872	Expansion	6.79
2 Octobre 1874	Déclin	5.81
1 Octobre 1875	Déclin	7.39
2 Octobre 1876	Déclin	6.91
1 Octobre 1877	Déclin	7.25
1 Octobre 1878	Dépression	6.53

**Source:** Calomiris.C, Gorton.G: Ibid. Tableau 4-12 Panel A. P 146-147.

Si l'on se penche maintenant sur la cause des faillites bancaires pour cette période, les éléments disponibles semblent renforcer cette analyse. Le rapport établi par « The US Comptroller of the Currency » met l'accent sur la dépréciation des actifs comme cause essentielle de la panique.

**Document VIII c : Les causes du défaut des banques pendant les paniques**

**DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME  
MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE**

	1873	1884	1890	1893	1896	1907
Nombre total de faillites	9	6	10	49	34	6
Nombre attribué aux dépréciations d'actifs seules	4	2	5	31	26	3
Nombre attribué à la fraude seule	0	2	0	7	3	2
Nombre attribué à la fraude et à la dépréciation d'actif	5	4	5	11	5	0
Dépréciation d'actifs attribuée à la rareté monétaire	0	0	0	17	8	0
Dépréciation attribuée à l'immobilier	0	1	2	0	4	0
Faillite bancaire attribuée à la dépréciation immobilière et à la fraude	0	1	2	0	1	0
Faillite bancaire attribuée à un run sur la banque	0	0	0	0	0	1

**Source:** US Comptroller of the Currency, Annual Report (1920, 56-73) in Calomiris.C, Gorton.G: *ibid.* Tableau 4-14. P 154.

Sur les 116 faillites répertoriées pendant les cinq crises bancaires <sup>546</sup>, 101 proviennent d'une dépréciation des actifs. Les données proposées ici indiquent également que dans 44 cas, la présence d'activités frauduleuses de la part des banquiers a pu être révélée.

Cette dernière situation est susceptible de provoquer une dépréciation des actifs puisque dans un tel contexte la présence de « mauvaises nouvelles » rend particulièrement vulnérables les actifs de la banque incriminée. Un seul cas <sup>547</sup> révèle la présence d'un lien direct entre le run bancaire et la faillite. Les données précédentes permettent d'établir que la dépréciation des actifs constitue la source majeure des paniques. Celles-ci peuvent être considérées comme une « solution » permettant de résoudre les asymétries d'information en discriminant les banques afin de liquider les banques insolubles.

<sup>546</sup> Auxquelles on a rajouté la quasi panique de 1896.

<sup>547</sup> 1907.

Les zones géographiques subissant les chocs d'actifs les plus prononcés, comme celles produisant des biens agricoles ou connaissant des difficultés foncières, sont également celles pour lesquelles les taux de faillites sont les plus importants.

Cependant, à l'intérieur de ces zones, les banques les plus exposées au choc d'actifs sont également celles pour lesquelles la probabilité de faillite est la plus élevée pendant la panique.

Il en résulte que le comportement du banquier individuel en matière de risque d'actif reste un facteur essentiel à prendre en compte lors de l'évaluation de l'étendue des effets produits par la crise.

L'approche en terme de retraits aléatoires attribue, quant à elle, la faillite bancaire dans le cadre d'une panique, beaucoup plus à l'influence d'une demande de monnaie exogène et aléatoire qu'aux choix inappropriés des banquiers.

Le risque principal, dans ce contexte théorique, proviendrait des chocs localisés à une zone et se transmettrait par le réseau des correspondants bancaires. Ces périodes de forte demande de monnaie favoriseraient la vulnérabilité bancaire et induiraient un niveau élevé de faillites.

Le lien mis en lumière par le tableau précédent entre les faillites bancaires et la dépréciation des actifs ne remet pas en cause, en tant que telle, cette approche puisque l'effet des retraits aléatoires agit évidemment sur la valeur des actifs bancaires<sup>548</sup>. Mais il n'est pas suffisant puisqu'il ne permet pas de discriminer réellement les banques en fonction de leurs caractéristiques portant sur l'insolvabilité.

De plus, pour expliquer la sévérité de la crise bancaire l'approche en terme de retraits aléatoires insiste sur la situation d'illiquidité que connaît le système bancaire lorsque les réserves bancaires deviennent insuffisantes pour faire face aux retraits. En conséquence, pendant la panique, le taux de faillite bancaire devrait s'élever proportionnellement au degré atteint par cette illiquidité.

Les trois crises donnant lieu à une suspension de la conversion des dépôts<sup>549</sup> devraient être associées à une proportion plus importante de faillites. Les paniques de 1884 et 1890, pour lesquelles la suspension a été évitée, devraient suivre.

Enfin, la panique de 1893 devrait être celle pour laquelle le taux de faillite est intermédiaire puisqu'elle se produit après une phase de demande de monnaie relativement faible au printemps et se déroule au milieu de l'année, c'est à dire à une époque où les flux monétaires sont plutôt favorables aux banques new-yorkaises, ce qui se traduit par des taux de réserves en croissance<sup>550</sup>.

<sup>548</sup> Dans 25 cas, la dépréciation des actifs est clairement liée à un choc monétaire exceptionnel puisqu'elle résulte d'une hausse des taux d'intérêt. Cependant, la majorité des cas de dépréciation (96) ne résulte pas d'un phénomène de rareté sur le marché monétaire.

<sup>549</sup> 1873, 1893, 1907.

<sup>550</sup> Cf supra Document IV.

## DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE

En terme de sévérité de la panique concernant les faillites bancaires, quatre groupes pourraient donc être constitués : 1873-1907 / 1893 / 1884-1890 / 1896.

L'approche en terme d'asymétrie d'information se refuse à confondre le risque d'illiquidité du système bancaire et le risque de faillite.

Elle met donc l'accent sur les situations à l'occasion desquelles une position d'illiquidité sévère ne s'accompagne pas nécessairement d'un niveau de faillite particulièrement grave.

Elle remarque aussi l'importance des cas pour lesquels des chocs pourraient causer de nombreuses faillites sans que cette situation conduise à une suspension de conversion impliquant l'ensemble du système bancaire.

On peut trouver des exemples fréquents de cette dernière situation dans les paniques résultant de chocs d'actifs issus de régions spécifiques et qui tout en entraînant une forte élévation du taux de faillite dans la région elle-même, n'aboutissent pourtant pas à une suspension de conversion des dépôts, mais tout au plus à quelques ajustements mineurs.

Il résulte de cette démarche que l'évolution des données propres à l'économie réelle (en particulier celles relatives à la production et aux faillites commerciales) doit être prise en compte pour estimer le niveau des chocs réels et partant de là, pour classer les crises en fonction de leur sévérité.

### Document X : Index des faillites commerciales et de la production industrielle

	Passif	Taux de variation de la production industrielle
Juin – Décembre 1873	NA	-6.9
Avril – Septembre 1884	140.8	-4.0
Avril – Septembre 1883	77.9	
Différence saisonnière	80.7%	
Octobre 1890 – Mars 1891	131.3	-2.9
Octobre 1889 – Mars 1890	80.6	
Différence saisonnière	62.9%	
Avril – Septembre 1893	204.0	-26.6
Avril – Septembre 1892	41.7	
Différence saisonnière	389.2%	
Juillet 1896- Janvier 1897	146.7	2.0
Juillet 1895- Janvier 1896	106.2	
Différence saisonnière	38.1%	
Août 1907 – Février 1908	169.6	-28.5
Août 1907 – Février 1908	73.6	
Différence saisonnière	130.4%	

**Source :** US Department of Commerce. 1949 in Calomiris.C, Gorton.G: Ibid. Tableau 4-15. p156.

Le tableau précédent permet de proposer ce classement des crises en fonction de leur sévérité de la manière suivante :

1893 – 1907 – 1873 – 1884 – 1890 – 1896

Hormis l'inversion des années 1893 et 1873, ce classement se révèle très proche de celui proposé par l'approche en terme de retraits aléatoires. Par contre, si l'on utilise, maintenant, les données empiriques pour évaluer la sévérité de la crise à travers le pourcentage de banques frappées par la faillite<sup>551</sup> au plan national, l'ordre se réalise de la manière suivante :

### Document XI Pourcentage de banques frappées par la faillite

Années	1893	1896	1873	1884	1890	1907
Taux de faillite bancaire	1,28%	0,92%	0,45%	0,32%	0,28%	0,09%

**Source: Miron.J, Romer.C.D :** « A New Monthly Index of Industrial Production 1884-1940”. National Bureau of Economic research. Working Paper n°3172. 1989.

Si ce n'est l'ordre des crises de 1893 et de 1873, le classement présenté ici diffère tout à fait de ceux produit à partir des deux séries précédentes. La difficulté se situe au niveau de la place inattendue, sur le plan théorique, de la crise de 1907 et de celle de 1896.

Pour ce qui est de 1907, l'explication donnée par Moen et Tallman<sup>552</sup> est intéressante parce qu'elle implique une nature particulière de cette crise.

**« La ruée des déposants sur les « trusts companies » en 1907 se déroule sans provoquer des mouvements similaires à l'égard des banques de New York...Le bilan des « trusts companies » de New York suggère que leur actif est sujet à une plus forte volatilité que ceux des autres intermédiaires. De plus, il est notable que le début de la ruée sur les intermédiaires frappe d'abord les « trusts companies », institutions qui n'ont pas à détenir, du point de vue légal, une réserve identique à celle des banques. Donc, le début de la panique n'apparaît**

<sup>551</sup> **Miron.J, Romer.C.D :** « A New Monthly Index of Industrial Production 1884-1940”. National Bureau of Economic Research. Working Paper n°3172. 1989.

<sup>552</sup> « Depositors runs on trust companies in 1907 occurred without similar runs on New York City national banks... The balance sheets of trust companies in New York City suggest that their assets values were subject to greater volatility than the other intermediaries ... In addition, it is notable that the initial runs on intermediaries in 1907 occurred at the trust companies, institutions that were not eligible to hold legal reserve funds for interior banks. Thus, the onset of the Panic does not appear to be a result of the institutional structure of reserves held at national banks, often referred to as the “pyramid” of reserves”. In **Moen.J, Tallman.E.W:** “The Bank Panic of 1907 : The Role of Trust Companies”. Federal Reserve Bank of Atlanta. Type script. 1990.

***pas être la conséquence de la structure institutionnelle des fonds détenus par les banques mais souvent interprété comme une « pyramide de réserves ».***

Dés lors que l'on peut analyser la crise de 1907 comme ayant son origine dans les « **trust companies** », nous nous trouvons placés dans le cadre d'un financement non bancaire de l'activité.

Par là même, tout indique que cette crise ne peut plus être classée parmi les crises bancaires au sens strict. Ce type de crise s'inscrit beaucoup plus dans le cadre d'une fragilité financière de marché sur lesquelles nous centrerons la troisième partie de la présente recherche.

En ce qui concerne la quasi panique de 1896, les données indiquant les faillites bancaires montrent que celles-ci sont concentrées dans quelques Etats <sup>553</sup>, la plupart des autres évitant toute faillite durant la panique.

Il est donc nécessaire d'expliquer la panique uniquement dans ces régions en remarquant toutefois que cette opposition entre la majorité des Etats non atteints par les faillites et des Etats de l'Ouest qui subissent un haut niveau de faillites bancaires n'entre pas dans le cadre de la démarche en terme de retraits aléatoires.

En effet, le caractère local des chocs, dans des Etats divers pour leur période de semences et de moissons et orientés vers des centres financiers différents, rend improbable l'existence d'un choc de liquidité simultané.

S'appuyant sur l'étude d'Allan Bogue <sup>554</sup> concernant les crises bancaires des années 90 du XIX<sup>e</sup> siècle, Calomiris et Gorton montrent que les chocs se sont concentrés sur la production agricole et le marché foncier.

***“Les causes de la rupture sont fortement corrélées. Les administrateurs des sociétés hypothécaires avaient sous estimé les caprices climatiques dans les grandes plaines. Ils étaient entrés en concurrence pour financer le peuplement des zones au delà du 98° méridien. Commencant en 1887, des années de sécheresse frappèrent la région des grandes plaines. Ces effets, ainsi que les faibles récoltes furent parfois soulagés par le haut niveau des prix. Cependant, dans ces années, les prix des produits primaires furent plutôt dépréciés. Beaucoup de pionniers, le long de la frontière ne purent remplir leur obligation. L'immobilier détenu par les compagnies s'accrut jusqu'à une taille ingérable. Le capital d'exploitation fut converti en terrain alors que le marché foncier ne cessait de s'affaiblir. »***

La panique est donc à mettre en relation avec un déclin de la productivité agricole et des

<sup>553</sup> Les Etats de l'Ouest connaissent un taux de faillite de 2.6% avec une pointe de 13.8% pour le Dakota.

<sup>554</sup> « The cause of failure were closely interrelated. The officers of the mortgage agencies had misunderstood the climatic vagaries of the plains country. They had competed vigorously to finance the settlement of areas beyond the ninety-eight meridian. Beginning in 1887, the plains country was struck by a series of disastrously dry years. The effect of drought and short crops is sometimes alleviated by high prices, but in these years the prices of agricultural products were depressed. Many of the settlers along the middle border failed to meet their obligations. The real estate holdings of the companies grew to unmanageable size; operating capital was converted into land at the time when the bottom had dropped out of the land market.” In **Bogue.A.G** : « *Money at Interest : The Farm Mortgage on the Middle Border*” Lincoln. University of Nebraska Press. 1955. P 267.

termes de l'échange pour l'agriculture <sup>555</sup> .

L'importance des faillites bancaires résulte alors de difficultés sur le marché des créances hypothécaires. Le document IX montre d'ailleurs clairement cet état de fait puisque l'année 1896 concentre l'essentiel des cas de dépréciations d'actifs uniquement attribués au marché foncier et immobilier.

## 4- LA STRUCTURE ET LA REGLE COMME ELEMENTS D'EVALUATION DU DEGRE DE FRAGILITE FINANCIERE

---

### 4-1- L'importance de la structure du système bancaire comme indicateur de fragilité financière

L'analyse des conditions de résolution et de prévention des paniques bancaires est un moyen d'enrichir la réflexion sur le caractère plus ou moins aigu de la fragilité bancaire.

Dans ce cadre également, l'opposition entre l'approche en terme de retrait aléatoire et celle insistant sur l'idée d'asymétries d'information demeure un passage obligé.

La première démarche met au centre de son analyse la plus ou moins grande importance des flux de liquidité.

En effet, si l'on se réfère, dans le cadre de cette approche, à la situation de suspension de convertibilité, on admet explicitement que sa cause provient d'une insuffisance de liquidité dans le système bancaire. L'afflux d'une liquidité additionnelle peut, évidemment prendre différentes formes depuis les flux physiques d'or jusqu'à la possibilité d'emprunter en recourant à l'escompte.

Sans nier la nécessité de flux de liquidité, l'approche en terme d'asymétrie d'information envisage les conditions de résolution des paniques financières d'une autre manière.

Les flux de liquidité sont, dans cette optique, essentiels, mais pour une raison sensiblement différente de celles évoquées par l'approche précédente. Il s'agit ici, beaucoup plus, d'insister sur l'importance de ces flux comme signal à l'égard des déposants de la situation non risquée des établissements financiers.

Cependant, les transferts de liquidité ne sont pas, dans le cadre de cette approche, des moyens nécessaires et suffisants pour résoudre les paniques.

Pour montrer cela, on peut comparer la durée nécessaire pour mobiliser la liquidité à la durée effective des suspensions de convertibilité des dépôts.

Les banques new-yorkaises disposaient, dans la seconde partie XIX<sup>e</sup> siècle, d'un portefeuille de titres incluant des actifs internationaux. Myers <sup>556</sup> considèrent que de 30 à 40 % des intérêts versés par ces banques correspondent à des effets de commerce

<sup>555</sup> Les années précédant les paniques des années 90 voient un déclin de ces termes de l'échange de 30 pour cent en moyenne.

<sup>556</sup> **Myers.M.G:** « The New-York Money Market». New York. Columbia University Press. 1931.

qu'elles détiennent sur des places financières européennes.

Or, à partir de 1866, un câble transatlantique permet de relier les centres financiers européens à New York. On peut donc penser que dans la situation de suspension de convertibilité, les déposants sont assurés de voir le système bancaire américain en capacité de prendre ses dispositions afin de recevoir les quantités d'or physique en contrepartie de titres de premier rang.

On évalue à deux ou trois semaines, le temps nécessaire pour que le transfert et la distribution soient effectués<sup>557</sup>. Pourtant, il semble que, dans le cas des paniques financières américaines du XIX<sup>e</sup> siècle, la durée de la phase de suspension de convertibilité des dépôts excède un mois, comme le montrent les crises de 1873 et 1893<sup>558</sup>. Quant à la panique de 1907, la suspension s'étend du 26 octobre 1907 au 7 janvier 1908.

Le niveau de liquidité disponible sous forme d'espèces métalliques n'est donc pas un élément suffisant pour résorber la panique. Dans le cas de la panique de 1890, il semble même ne pas être nécessaire, du moins si l'on se reporte à l'expérience anglaise.

L'étude de C.P.Kindleberger<sup>559</sup> montre le déroulement de celle-ci, de la manière suivante. En août 1890, prenant en compte les difficultés de la banque Baring Brothers, Lord Lidderdale, le gouverneur de la Banque d'Angleterre demande à celle-ci de limiter ses acceptations à l'escompte de la part de sa filiale argentine.

Puis en novembre, face au risque de panique que la situation de la Baring<sup>560</sup> fait courir à l'ensemble du système bancaire, la Banque d'Angleterre participe à la mise en place d'un comité dirigé par Lord Rothschild et comprenant les principales banques de la place pour traiter le problème des valeurs argentines détenues par la Baring.

Convaincues que le gouvernement prendra sa part, en commun avec la Banque d'Angleterre, dans l'action visant à soutenir la Baring, les onze banques participant au comité décident de mettre en place un fonds de garantie d'un montant total de 8 millions de livres. Kindleberger peut raisonnablement conclure de cet épisode:

***“Le fond de garantie fut considéré comme la preuve de la puissance du système, sans que la faillite de la Baring se révéla être le signe de sa faiblesse”***<sup>561</sup>

Ainsi, face à l'insolvabilité conjoncturelle de la Baring, c'est la coopération des banques

---

<sup>557</sup> Analysant la crise de 1907, Calomiris et Hubbard considèrent que la durée effective pour ces opérations a été un mois. In **Calomiris.C.W, Hubbard R.G** : « International Adjustment Under the Classical Gold Standard : Evidence for the US and Britain, 1879-1914”. North-Western University. 1989.

<sup>558</sup> **Sprague.O.M.W** : op. cité P 53-58 et P 180-186.

<sup>559</sup> **Kindleberger.C.P**: « Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises ». New York. Basic Books. 1978. P 153 à 156.

<sup>560</sup> Elle est solvable à long terme mais a besoin de 8 à 9 millions de livres à court terme.

<sup>561</sup> « *The guarantee funds was taken as a measure of the strength of the London financial system more than the Baring failure was taken as a sign of weakness Op. Cité P 155.*

anglaises qui en assumant collectivement la charge de ses dettes, a permis d'éviter la ruée aux guichets.

On n'assiste donc pas à un choc de demande de monnaie suivi d'une vague de retraits qu'un flux d'or tente de réprimer. De manière différente, c'est plutôt un mécanisme d'assurance collective mis en place par le système bancaire qui remet en cause des anticipations négatives résultant d'un contexte marqué par de fortes asymétries d'information.

Il faut donc insister, en ce qui concerne l'analyse du degré atteint par la fragilité bancaire, sur la qualité des arrangements institutionnels propres au pays concerné.

Dans le cas américain, trois formes peuvent être relevées. En premier lieu, des formes de coopérations informelles se mettent en place, souvent spontanément, dans le but de faire face aux paniques éventuelles. Cette première forme est d'autant plus développée que l'Etat permet la mise en œuvre du « **branch banking** ». C'est la situation qui prévaut autour de 1830 aux Etats-Unis.

Golembe et Warburton<sup>562</sup> étudient le système de garantie mutuelle mis en œuvre par les banques dans l'Indiana en 1834 puis l'Ohio et l'Iowa plus tard.

Ce dispositif permet aux banques d'opérer des transactions sur leurs dettes, de détenir un pouvoir de régulation étendu les unes sur les autres à travers la mise en place d'une institution commune<sup>563</sup> et d'être responsables des dettes de tous les autres acteurs bancaires.

Analysant la panique de 1839, ils estiment que cette capacité à la coordination de l'activité, modifiant la structure bancaire, rend la possibilité de faillite plus faible dans cet Etat que dans d'autres n'adoptant pas une démarche similaire.

Dans un second temps, les Etats choisissent d'ailleurs une démarche incitative favorisant la mise en place d'arrangements semblables mais plus formalisés sur le plan juridique et institutionnel notamment.

Enfin, à partir du milieu du siècle, apparaissent des solutions institutionnelles privées sous la forme de « **Clearing Houses** » dont le rôle essentiel est de prévoir la coordination des réponses bancaires au processus de panique.

Cette solution, initiée en 1853 à New York, résout le problème posé par les dettes interbancaires et permet l'existence d'une première forme de prêteur en dernier ressort en émettant de la monnaie et procurant une assurance des dépôts.

Afin d'assurer ces fonctions, la « **clearing house** » dispose du pouvoir d'auditer les banques en particulier sur la nature de leur prise de risque, elle encadre les transferts de capitaux et sanctionne les membres qui n'ont pas observé les règles communes.

Pendant la phase de panique, les « **Clearing Houses** » mettent en place un marché

---

<sup>562</sup> **Golembe.C, Warburton.C**: "Insurance of Bank Obligations in Six States during the Period 1829-1866". Federal Deposit Insurance Corporation. Typescript. In **Calomiris.C, Gorton.G** : Op. Cit. P 117.

<sup>563</sup> « Board of Control ».

d'actifs bancaires illiquides acceptant ceux-ci comme collatéraux en échange de l'émission de certificats de prêts.

Ces certificats de prêts <sup>564</sup> permettent aux banques adhérentes de répondre aux demandes des déposants. L'aspect essentiel de ces certificats de prêts reste cependant leur qualité d'engagement collectif. La faillite individuelle d'une banque particulière ne menace plus les déposants de celle-ci.

Ces certificats de prêts peuvent être escomptés contre de l'or. Le taux d'escompte indique par conséquent la capacité de la « **Clearing House** » d'honorer sa dette. Lorsque que cela n'est plus le cas, la suspension devient inévitable.

La stratégie coopérative des banques et les arrangements qui en résultent, ont donc été une solution efficace pour limiter la fragilité bancaire et donc le risque de panique tant que le système bancaire est demeuré peu centralisé et le nombre de banques réduit <sup>565</sup>.

Dès lors que le nombre de banques s'est accru, le problème du « **passager clandestin** » s'est posé dans le cadre de la « **clearing house** », puisque le coût de la supervision y est supporté individuellement alors que les gains sont diffusés à l'ensemble des banques.

Cela explique probablement que les principales réussites en ce domaine aient impliqué l'adoption du principe de monopole de la compensation.

C'est, par exemple, le cas du « **Suffolk Banking System** » <sup>566</sup> mis en place entre 1825 et 1858 en Nouvelle-Angleterre.

Les membres du système de compensation devaient conserver un dépôt sans intérêt auprès de la banque Suffolk de Boston. Celle-ci acceptait alors de compenser au pair les billets émis par les autres établissements financiers.

Le coût de l'information supporté par la Suffolk Bank était largement compensé par les économies d'échelle réalisées dans ses opérations de clearing mais également, dans les opérations de prêts interbancaires, activité pour laquelle elle se révélait, évidemment, tout particulièrement efficace.

Si l'on compare, maintenant, la situation américaine à d'autres cas connus pour l'importance qu'ils accordent aux accords de branches interbancaires, force est de constater l'existence d'une différence radicale en matière de fragilité bancaire.

Dans l'exemple canadien, Bordo <sup>567</sup> considère que l'absence de panique depuis 1830

<sup>564</sup> Ceux-ci, émis en quantité limitée, représentent de petites sommes ce qui permet leur circulation identique à celle d'une monnaie.

<sup>565</sup> Et que les lois affaiblissant la possibilité de « Branch Banking » n'ont pas été promulguées.

<sup>566</sup> **Rolrick.A.J, Smith.B.D, Weber.W.E:** "Lessons from Laissez-Faire Payments System: The Suffolk Banking System (1825-1858)" Federal Reserve Bank of St Louis. Review. Mai-juin 1998. P 105-115.

<sup>567</sup> **Bordo.M:** "The Impact and International Transmission of Financial Crises": Some Historical Evidence, 1870-1933. Revista di storia economica. 2d ser. Vol 2. 41-78.1985.

dans ce pays résulte de l'adoption, par celui-ci, d'une démarche favorable au « **branch banking** » dès le milieu du XIX<sup>e</sup> siècle.

Le système bancaire canadien favorise, en effet, la mise en place de réseaux bancaires au niveau national. De plus, la coordination y est rendue plus aisée par le faible nombre d'institutions bancaires (une quarantaine à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle).

Il résulte de ce dispositif que les possibilités de faire face à la menace de crises bancaires sont meilleures qu'aux Etats Unis : les principales banques coordonnent rapidement leurs activités en période de crise et la banque de Montréal s'impose en tant que prêteur en dernier ressort.

En conséquence, les difficultés bancaires seront beaucoup plus faibles au Canada. On estime pour la période 1870-1909<sup>568</sup> que le taux de faillite américain atteignait 0.36% contre 0.1% pour la banque canadienne.

De la même manière, l'étude de De Long et Becht<sup>569</sup> met en évidence l'extrême différence de volatilité financière observée dans dernière partie du XIX<sup>e</sup> siècle entre les Etats Unis et l'Allemagne d'avant la première guerre mondiale.

L'hypothèse la plus plausible pour expliquer cette différence tient probablement à la structure du système bancaire des deux pays.

La « Gro banken » allemande, comme instance de coordination de l'information, est plus apte que l'Unit Bank américaine. Réalisant une meilleure estimation des fondamentaux de l'entreprise, la « Gro banken » s'avère capable de maîtriser et d'anticiper les risques encourus par le secteur productif.

Il en est d'ailleurs de même en matière de marché financier. Dans ce cas, le prix des titres est administré par la banque à travers son activité d'information et de supervision, ce qui permet d'éviter les chocs spéculatifs qui éloigneraient le cours des titres de leur valeur fondamentale<sup>570</sup>.

Cependant, le degré de fragilité bancaire ne s'explique pas seulement par la capacité structurelle, plus ou moins grande, du système bancaire à coopérer pour mutualiser les risques et prévenir les crises.

Rien n'indique en effet, que la banque individuelle ait intérêt à participer à ce type d'arrangement coopératif.

Il paraît donc nécessaire de réfléchir sur le possible caractère incitatif de l'action publique. Celle-ci s'exprime, d'abord, en matière bancaire, par l'entremise de la loi.

### **4-2- Le degré de fragilité bancaire et l'action légale des pouvoirs publics :**

Du point de vue légal, la période la plus intéressante à examiner est probablement celle

---

<sup>568</sup> **Calomiris.C, Gorton.G:** Op. Cité P 116.

<sup>569</sup> **De Long.J.B, Becht.M:** « Excess Volatility and the German Stock Market, 1876-1990 » JEL C12, G14, G21, N23. Mars 1992.

<sup>570</sup> Idem P 21.

## DEUXIEME PARTIE L'EMERGENCE D'UN NOUVEL ORDRE PRODUCTIF :LE CAPITALISME MANUFACTURIER ET SA FRAGILITE BANCAIRE

précédant la « **National Banking Area** », qui de 1836 à 1865, va promouvoir le « **Free Banking** » aux Etats-Unis.

En effet, il semble que l'étude de cette période soit favorable à la validation de l'hypothèse selon laquelle la qualité de l'action réglementaire exercerait une influence décisive sur le degré de fragilité du système bancaire.

Après la non-reconduction de la charte de la « **Second Bank of the United States** » en 1836, les différents Etats, membres de l'Union, instituent un cadre légal permettant la mise en place d'un système bancaire indépendant des lois fédérales. Les caractéristiques de ce système de « **Free Banking** » sont les suivantes :

L'ouverture d'une banque nécessite la souscription d'un fonds minimum de capital. La loi exige que ce montant soit intégralement versé avant que ne débutent les opérations bancaires. Certains Etats indiquent le maximum de ce fonds pour chaque banque. Le bilan bancaire se présente conformément à l'exemple suivant<sup>571</sup> :

ACTIF		PASSIF	
Bons déposés avec l'autorisation de la banque d'Etat	\$50000	Billets	\$50000
Prêts aux actionnaires	15000	Capital	50000
Espèces	5000		
Prêts	30000		
Total	\$100000		\$100000

Document n°XII - Le bilan bancaire (1)

**Source** : Dwyer.G.P, Op.Cit P 5.

Le capital souscrit apparaît sous la forme du capital propre, tandis que les prêts aux détenteurs de titres à l'actif indiquent la partie du capital souscrit mais non encore versé.

Les actionnaires de la banque sont tenus d'une double manière puisqu'ils demeurent responsables sur leur part dans les fonds propres de la banque en faillite mais également sur l'ensemble du capital souscrit par l'ensemble des actionnaires.

La banque reçoit l'autorisation d'émettre des billets mais elle doit effectuer un dépôt de garantie auprès de l'autorité bancaire de l'Etat. Ce dépôt se compose, la plupart du temps, de titres d'Etat dont la valeur prise en compte dans les documents comptables doit être la valeur faciale. C'est une fraction de cette valeur<sup>573</sup> qui établit

<sup>571</sup> Dwyer.G.P: "Wildcat Banking, Banking Panics, and Free Banking in the United States" Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, December 1996, P 5.

le niveau d'émission autorisé pour la banque. A partir de là, cette autorité contresigne les billets qu'elle autorise à la circulation. Lorsque la valeur du dépôt de garantie tombe sous la valeur totale des billets émis, la banque doit augmenter son dépôt ou diminuer sa création de billets. Si elle n'y parvient pas, les autorités en déclarent la fermeture.

- La banque doit convertir ses billets à la demande et au pair à tout moment. La banque doit donc disposer d'espèces en actif pour faire face à cette éventualité (Voir Document n°XII).
- Lorsqu'une banque n'y parvient pas, le détenteur du billet se retourne vers les autorités bancaires qui laissent une période de grâce à la banque au-delà de laquelle celle-ci est administrativement fermée.
- Les banques disposent d'une autorisation d'ouverture dans une seule localité avec un minimum d'habitants.<sup>574</sup>
- Les lois sur le « Free Banking » imposent aux banques de rendre disponible les informations concernant leur activité. Les autorités de l'Etat disposent du pouvoir de superviser la banque pour déterminer la véracité de ses comptes.

Ne disposant que d'une fraction de leurs réserves en espèces, les banques ne peuvent pas satisfaire l'ensemble des détenteurs de billets de manière instantanée. Elles doivent, par conséquent, faire face à un problème de liquidité et donc à la possibilité d'un run bancaire.

Concernant ce dernier point, l'expérience du « **Free Banking** » est assez contrastée<sup>575</sup>. On peut opposer l'exemple du Michigan qui s'est concrétisé dans les années 1837 et 1838 par une panique financière majeure pour cet Etat, au cas de New York qui, jusqu'à la fin de la période du « **Free Banking** », ne connaîtra pas de difficultés majeures.

Peu après la naissance de cet Etat, les lois du Michigan prévoient un dispositif très souple lors de la création des banques.

En particulier, la mise en place d'un dépôt de garantie se composant de bons et d'hypothèques sur des propriétés immobilières et foncières ainsi que d'obligations émises par des résidents de l'Etat seront suffisants.

Cette simplicité favorisera le mouvement de création et le nombre de banques passera de neuf en janvier 1837 à 40 en février 1839.

Cependant, le caractère peu contraignant des règles présidant à la création des établissements bancaires rend, très rapidement, préoccupant l'équilibre même du système bancaire de l'Etat.

<sup>572</sup> En effet, la stratégie de certains banquiers peut être illustrée par l'exemple suivant<sup>576</sup>  
Mais pas toujours comme nous le verrons plus bas.

<sup>573</sup> Différente selon les Etats.

<sup>574</sup> En 1857, la loi de l'Illinois empêchait la création de banques dans des villes de moins de 200 habitants.

<sup>575</sup> **Dwyer G.P.** : Op. Cité. P 20.

, et se comprendre ainsi : le capital de la banque est exactement compensé par les prêts effectués. Les billets sont émis à l'occasion de ces prêts aux propriétaires de la banque. Mais le capital n'est jamais versé.

ACTIF		PASSIF	
Prêts aux actionnaires	\$100000	Billets	\$50000
		Capital	50000
<b>Total</b>	<b>\$100000</b>		<b>\$100000</b>

*Document XIII – Bilan bancaire (2)*

**Source** : Dwyer.G.P, Op.Cit P 7.

Si les propriétaires émettent des obligations ou des hypothèques survalorisées par rapport à des biens fonciers et s'ils créent des billets qu'ils s'abstiennent d'honorer après la fermeture de la banque, ils obtiennent forcément un gain correspondant au montant des billets émis.

De plus, les billets ont souvent été émis, dans la pratique, sans les précautions légales, pourtant prévues, mais non appliquées, de disposer de la signature d'un commissaire de la banque d'Etat et d'exécuter le dépôt de garantie.

Tant que les agents économiques ne perçoivent pas que, lorsqu'ils utilisent les billets, ceux-ci sont sans valeur, l'émission accroît la richesse du banquier. Mais, dès lors que les utilisateurs reçoivent des signaux alarmants sur la recevabilité de tels billets, la panique devient certaine.

Une suspension des paiements, au niveau fédéral et sans relation avec le système de « Free Banking », sera l'occasion de connaître cet événement. A l'issue de cette panique, en janvier 1839, on estime que le quart des billets émis restait dû sans espoir d'être remboursé.

Le cas de Chicago illustre donc l'effet négatif de la faiblesse de la loi et de son application sur le niveau de la fragilité bancaire.

A la même époque, la situation de New York évolue dans un contexte tout à fait différent. Les pertes supportées par les détenteurs de billets émis par les banques sont très limitées pendant toute la période de « Free Banking ».

Mis à part les années 1840-1842, pour lesquelles les pertes se montent à 4% de la masse totale de billets émis, les années suivantes ne dépassent jamais le chiffre de 0,1%.

Pour ce qui concerne les pertes occasionnées par les faillites bancaires, le graphique suivant en donne la mesure <sup>577</sup>.

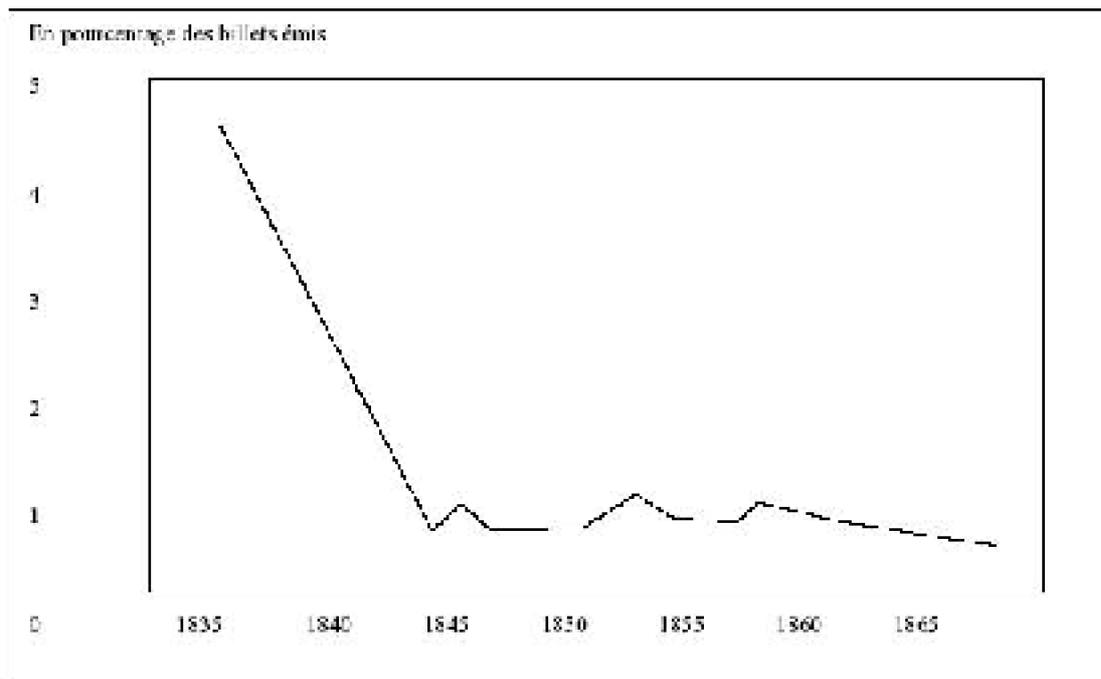
Le taux de perte sur les billets émis par les banques mises en faillite connaît la même

<sup>576</sup> Idem P 7.

tendance que précédemment. Si le taux est élevé en 1842, il diminue tendanciellement les années suivantes.

L'une des différences essentielles par rapport à la situation du Michigan semble être la mise en place de règles particulières en ce qui concerne la qualité des actifs utilisés comme garantie de dépôt.

Alors que dans le premier cas, les obligations et les hypothèques sur la propriété sont seulement émises par des personnes privées, dans le second, le dépôt de garantie se compose également d'obligations d'Etat.



Document XIV : Taux de perte sur les billets émis par les banques new-yorkaises en défaut entre 1840 et 1863

**Source** : Dwyer ; ibid. Tableau 3 p 8 in **King R.G** : «On the Economics of Private Money ». Journal of Monetary Economics. July 1983.127-58.

Cependant, Rockoff<sup>578</sup> met en lumière un autre élément décisif : la capacité du système légal à s'adapter de manière pragmatique en fonction des difficultés rencontrées. Ainsi, pendant la première période du « **Free Banking** » à New York, les obligations sont évaluées au pair lors du transfert de la garantie de dépôt.

Or, une telle situation favorise l'apparition de « **wildcat banks** ». En effet, pour prendre un exemple<sup>579</sup>, si l'on peut se procurer comme garantie de dépôt pour \$80000 d'obligations au prix de marché alors qu'elles sont de valeur faciale \$100000, l'émission

<sup>577</sup> **King R.G** : «On the Economics of Private Money ». Journal of Monetary Economics. July 1983. 127-58.

<sup>578</sup> **Rockoff.H**: « The Free Banking Era: A Re-examination » New York Arno Press. 1975.

<sup>579</sup> Idem in Dwyer P 11.

de billets peut alors dépasser \$80000, par exemple \$90000. Dans ces conditions, créer une banque revient à obtenir immédiatement un gain de \$10000.

Cette différence entre le montant reçu pour les billets et la valeur de marché des obligations fournit une incitation forte à créer un établissement bancaire puis à profiter de sa faillite pour réaliser un substantiel bénéfice pour peu que l'on échappe aux juridictions compétentes de l'Etat.

C'est la raison pour laquelle la loi de l'Etat de New York va s'infléchir dès 1841. Les obligations utilisées comme fonds de garantie ne seront plus évaluées au pair mais au prix du marché.

Cette modification législative, reprise par la plupart des Etats, reste un des facteurs essentiels d'assainissement du secteur bancaire et, par conséquent, de limitation de sa fragilité.

Ainsi, quoiqu'elle ne soit pas suffisante, comme nous le verrons ultérieurement, la qualité de l'action publique sous son angle juridique ne saurait être ignorée lorsqu'il s'agit d'analyser le degré atteint par la fragilité bancaire dans un système donné <sup>580</sup>.

#### **4-3- Un modèle bancaire insistant sur l'efficacité du système légal : L'analyse de David Iacovoni et Alberto Zazzaro :**

Comme on vient de le voir à travers l'analyse de deux phases de développement du système bancaire américain, le cadre institutionnel et plus précisément juridique est un facteur déterminant dans l'appréciation de la fragilité bancaire propre à cette époque. La démarche proposée par D.Iacovoni et A.Zazzaro présente une formalisation convaincante de cette hypothèse.

A travers ce modèle bancaire présentant deux types d'asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs, on peut évaluer l'importance de l'efficacité du système légal sur le marché du crédit.

Parmi les résultats obtenus sur la base de ce modèle, deux, liés entre eux, semblent tout à fait enrichissants dans le cadre de notre réflexion.

Tout d'abord, le caractère efficient du système légal s'accompagne, en général, d'un niveau des taux d'intérêt plus faible permettant une réduction radicale du défaut des emprunteurs.

D'autre part, l'amélioration de l'efficacité des institutions renforce l'efficience des procédures de sélection bancaire.

<sup>580</sup>

Il ne s'agit ici naturellement que d'un exemple d'efficacité de l'action publique en matière réglementaire. On pourrait également citer avec profit l'article d'Eugène White concernant la comptabilité bancaire américaine. L'absence d'uniformisation de cette comptabilité a été pendant longtemps une source d'instabilité financière majeure compte tenu de l'importance des phénomènes d'asymétrie d'information auxquelles devaient faire face les banques et leurs clients. Ce n'est que par une action législative progressive que le cadre comptable sera unifié, limitant ainsi de manière importante ces phénomènes. (cf. **White.E.N.**: « Were Banks Special Intermediaries in Late Nineteenth Century America? » Federal Reserve Bank of St Louis. Review. May-June 1998. P 32.

La condition fondamentale pour qu'un créancier accepte de financer une entreprise exige qu'une protection suffisante de ses droits soit assurée.

La satisfaction de ce besoin doit être mise en relation avec l'efficacité du système légal, c'est à dire, en particulier, la transparence des règles comptables, le niveau adapté des coûts d'accès au système juridique et la qualité de ce même système juridique.

En situation d'asymétrie d'information, la protection des droits du créancier constitue une procédure coûteuse. Si la recherche d'information est supportée par le prêteur individuel, elle va mobiliser une part importante de ses ressources.

Par contre, lorsque le degré de protection légal du créancier s'affirme, les incitations à s'informer sur l'emprunteur et à le superviser, s'affaiblissent. Cela peut favoriser le financement de projets d'entreprises plus risqués.

D'une certaine manière, *«la production d'information et la protection légale du créancier peuvent être considérées comme des substituts»*<sup>581</sup>.

D'autre part, plus le créancier est protégé, plus l'emprunteur doit adopter un comportement conforme à l'intérêt du créancier. On constate donc l'existence, en situation d'asymétrie d'information d'un double problème d'incitation.

Du côté du créancier, l'incitation à la supervision s'affaiblit avec l'amélioration de procédures légales, alors que du côté de l'emprunteur, les incitations ne peuvent que se renforcer dans une situation similaire.

La question reste donc de définir quel système légal optimal peut être mis en place, compte tenu du fait qu'une amélioration quelconque de ce système ne conduit pas nécessairement à une allocation optimale du crédit bancaire.

Il faut donc étudier les relations entre le système légal et les effets qu'il induit à la fois sur la recherche d'information effectuée par la banque (pour résoudre, ex ante, certaines asymétries d'information) et sur les opérations de supervision des entreprises débitrices (pour lever, ex post, d'autres asymétries d'information).

Les banques ne peuvent pas observer la capacité des entrepreneurs à mener à bien leurs projets. Aussi, ceux-ci seront considérés de deux types : les « bons » (qui peuvent choisir entre deux sortes de projets, de risque différent, mais d'une valeur actualisée nette positive) et les « mauvais » (ils mettent en œuvre un seul type de projet de valeur actualisée nette forcément négative).

Par hypothèse, le choix des emprunteurs, de manière aléatoire, par les banques conduirait celles-ci à des résultats négatifs.

Il en résulte que le marché du crédit implique, pour exister, la mise en pratique d'opérations visant à discriminer les entrepreneurs en fonction de leur valeur supposée. L'efficacité bancaire dans ce type d'évaluation va dépendre des ressources dépensées pour cette activité.

L'efficacité du système légal agira à la fois sur les coûts de recherche d'information consentis par les banques et sur le montant de prêts aux entreprises débitrices faisant

---

<sup>581</sup> Idem P 1. « To some extent information production and legal protection may be substitutes »

défaut que la banque est en mesure de recouvrer.

De manière plus formelle, le modèle avec une recherche d'information coûteuse (ex post et ex ante) se présente de la manière suivante :

N entrepreneurs ne disposant pas d'épargne souhaitent investir chacun une unité de ressources. M banques réunissent des fonds suffisants pour prêter aux entrepreneurs puisqu'elles ne disposent pas du savoir technologique pour investir elles-mêmes.

En ce qui concerne les entrepreneurs, chaque investissement génère un profit aléatoire <sup>582</sup> qui est observé par l'entrepreneur lui-même. La possibilité d'observation implique, par contre, une dépense de ressources de la part de la banque.

La probabilité de succès des investissements dépend, en outre, de la capacité de l'entrepreneur et de ses choix technologiques <sup>583</sup> :

Seuls les « bons » entrepreneurs <sup>584</sup> disposent de la capacité de mettre en oeuvre une technologie sûre <sup>585</sup>. La probabilité de succès des deux types d'entrepreneurs peut donc s'écrire :

$$P_b(0) = b$$

$$P_g(\square) =$$

Les bons entrepreneurs mettent en oeuvre des projets présentant une valeur actualisée nette positive <sup>586</sup>. L'utilisation d'une technologie sûre garantit des profits espérés plus élevés.

On peut donc en admettre l'hypothèse suivante :

Il en résulte que les projets sûrs mis en oeuvre par les bons entrepreneurs doivent toujours être préférés aux projets risqués et qu'aucun projet d'un mauvais entrepreneur ne devrait être soutenu.

Les prêteurs connaissent la proportion de bons entrepreneurs mais ne sont pas capables de les distinguer sans coûts. Avant de satisfaire une demande de prêt, les banques doivent donc s'informer de la qualité de l'emprunteur. <sup>587</sup>

Les coûts d'information dépendent d'abord de l'effort consenti pour cette recherche. Mais ils dépendent également de la qualité et de l'efficacité du système légal en vigueur

<sup>582</sup> Il existe deux possibilités selon que le projet réussit () ou qu'il échoue ().

<sup>583</sup> a indique les capacités de l'entrepreneur, bonne ou mauvaise  $a=\{b ; g\}$  et  $\square$  le choix technologique du plus risqué (0) au plus sûr (h) :  $\square=\{0 ; h\}$

<sup>584</sup> Dans une proportion  $\delta$  par rapport à l'ensemble des entrepreneurs.

<sup>585</sup> L'adaptation d'une technologie sûre est coûteuse, la fonction de coût s'écrit  $K(h) = kh$ .

<sup>586</sup> C'est l'inverse pour les mauvais entrepreneurs.

<sup>587</sup> S signale la capacité du candidat au prêt.

<sup>588</sup> . Le coût d'information ex ante peut donc s'écrire :

On admet dans ce modèle que le signal obtenu correspond à deux valeurs possibles <sup>589</sup> . Dès lors que ce signal est reçu, la banque doit décider de son action <sup>590</sup> .

La probabilité de reconnaître un bon entrepreneur correspond à <sup>591</sup> :

Un projet non évalué par la banque aura obligatoirement une valeur actualisée négative :

Ce projet ne peut donc être financé par la banque <sup>592</sup> . Par conséquent, cela implique, pour l'existence même d'un marché du crédit, l'acceptation par celle-ci de supporter un certain niveau de coût d'information ex ante. D'autre part, elle n'est pas en mesure, contrairement à l'entrepreneur, d'observer l'utilisation de l'investissement issu du prêt.

Il lui faut donc s'engager dans une opération de supervision occasionnant des coûts d'information <sup>593</sup> , cette fois-ci ex post. Un contrat de dette optimal fixe alors les conditions dans lesquelles la banque doit être remboursée dès lors que sa supervision l'amène à constater le défaut de l'emprunteur. La nature du système légal prend ici toute sa place puisque son inefficacité peut empêcher la banque d'appliquer correctement ce contrat.

En effet, le montant des recouvrements bancaires dépend étroitement de la possibilité, ou non, de mobiliser dans des conditions satisfaisantes l'appareil judiciaire. On peut donc admettre que pour chaque unité monétaire supervisée par la banque, le montant qu'elle doit pouvoir obtenir de l'emprunteur est juste équivalent <sup>594</sup> .

Compte tenu des hypothèses précédentes, les rapports entre prêteurs et emprunteurs vont se dérouler en trois étapes principales.

- Chaque entrepreneur connaît sa capacité et les banques choisissent un niveau de taux d'intérêt. Les entreprises décident de demander un prêt et choisissent leur technologie.
- Les banques examinent les demandes de prêts et déterminent leur choix en la matière.

---

<sup>588</sup> est le paramètre indiquant l'efficacité du système légal.

<sup>589</sup>  $S = \{ G , B \}$

<sup>590</sup> L'ensemble des possibles est où Y représente l'ouverture du prêt et D l'inverse.

<sup>591</sup>  $\square \tilde{\square}$  indique le contenu en information du signal s.  $\square$  représente la capacité de la banque à reconnaître le bon entrepreneur.

<sup>592</sup> Même s'il s'agit d'un bon entrepreneur qui a choisi une technologie sûre.

<sup>593</sup> D'un montant m.

<sup>594</sup> D'un montant l.. Les unités monétaires restantes (1-l) conservées par l'emprunteur montrent l'avantage pour lui, d'une inefficacité du système légal .

- Les entrepreneurs observent, de manière privée, leur retour sur investissement. Ils annoncent publiquement leur résultat et la banque décide (ou non) d'auditer l'entreprise.

Le contrat financier qui lie la banque et l'entreprise implique que le prêteur puisse superviser l'emprunteur car dans le cas inverse, l'emprunteur aurait intérêt à faire connaître un résultat nul<sup>595</sup> signifiant que la banque ne pourrait recouvrer le prêt consenti. En conséquence, un contrat de dette optimum doit spécifier :

le flux de paiements issu du résultat annoncé par l'entrepreneur<sup>596</sup> .

- L'état du monde dans lequel la supervision a lieu .

Le flux de paiement dépendant de l'annonce de l'emprunteur et des résultats de la supervision<sup>597</sup> .

La supervision étant une opération coûteuse pour la banque, elle ne se déroule que dans le cas pour lequel l'emprunteur n'est pas en mesure de faire face à ses obligations. Cependant, un contrat de dette peut être envisagé, comme nous allons le voir , qui peut auditer de manière aléatoire l'emprunteur, dans le cas de défaut.

Si l'audit a lieu et que l'annonce de l'emprunteur s'avère erronée, le paiement dû à la banque est . Cependant, seule une part  $\alpha$  de cette somme, dépendant de l'importance du système légal, sera récupérée par la banque.

Le contrat optimum est donc celui qui incitera l'emprunteur à révéler son véritable résultat et qui maximisera ses remboursements compte tenu des contraintes du prêteur. Si l'on admet que seuls les « bons » emprunteurs sont concernés, le contrat de dette optimum intégrant les coûts d'information ex post correspond au programme de maximisation du profit de l'entreprise (E) suivant<sup>598</sup> :

Sous contrainte d'incitation pour l'emprunteur à révéler la véritable information :

Et sous contrainte de participation du prêteur (B):

En admettant que le signal provenant de l'analyse du candidat aux prêts est G, alors le programme optimal de paiement peut s'écrire, lorsque l'emprunteur annonce un succès de son investissement<sup>599</sup> :

595

596  $j \{H,L\}$

597  $i \{H ,L\}$  est le véritable résultat observé à l'issu de l'audit.

598  $p_g$  représente la probabilité de succès des bons entrepreneurs et  $q$ , la probabilité que la banque audite l'entreprise annonçant un défaut.

599 dans le cas contraire.

On déduit, de la contrainte d'incitation, la probabilité minimum d'audit incitant les entreprises à révéler leur situation :

Lorsque l'emprunteur annonce un défaut, il sera audité avec une probabilité. Si l'audit révèle une fausse annonce, le paiement sera de .

Le prêteur doit donc auditer, un nombre suffisant de fois, les annonces de défaut de la part des emprunteurs pour que ceux-ci soient incités à révéler leur véritable résultat.

diminuant lorsque  $\alpha$  augmente, on constate que les banques doivent superviser toutes les entreprises seulement dans le cas où le système légal est défaillant.

Dans le cas inverse, une supervision probable, donc aléatoire est suffisante pour s'assurer que même si l'emprunteur connaît le caractère éventuel du contrôle, il sera néanmoins incité à dire la vérité plutôt que de risquer de supporter le paiement d'une part plus importante de son résultat au créancier.

Les règles optimales de prêts et le contrat de dette optimal étant précisés, il reste à évaluer les ressources utilisées par la banque pour analyser la situation des candidats au prêt. Cette situation est l'occasion de mettre en relation la production d'information par la banque et l'efficacité du système légal.

En effet, lorsque les institutions juridiques sont bien établies, le coût de recherche de l'information supporté par les banques, est faible. Il en résulte que leur taux d'intérêt est également plus faible que dans les régions où le système légal n'est pas encore reconnu comme crédible.

L'amélioration du résultat des entreprises (et donc du résultat bancaire) obtenue suite à l'analyse des candidats aux prêts est proportionnelle aux coûts de supervision évités grâce à cette opération.

Par rapport à cela, un accroissement de la valeur de  $s$  permet donc de réduire la fréquence avec laquelle les banques doivent contrôler les annonces d'emprunteurs. De manière paradoxale, il en résulte que le fait de tester la capacité des entrepreneurs devient moins profitable.

L'analyse optimum des candidats aux prêts correspond à la valeur de  $s$  qui minimise la valeur de la dette des entreprises<sup>600</sup> pour  $s_0$  :

Min

L'analyse optimale peut alors s'écrire<sup>601</sup> :

Puisque l'on sait que  $s > 0$ , pour  $s = 0$ , . Si  $s > 0$ , alors la solution du programme de minimisation est toujours positive.

Il en résulte que, quel que soit  $s$ , aucune analyse des candidats aux prêts, quelle que soit son intensité, ne peut inciter la banque à participer au marché du crédit.

<sup>600</sup> Sous condition que .

<sup>601</sup> L'équation provient de la condition de premier ordre utilisée pour minimiser le programme précédent.

Par contre, une amélioration de l'efficacité du système légal peut être obtenue qui permet une réduction de , de telle manière que . Le marché du crédit peut donc dans ces conditions exister.

Le coût supporté par les banques en analysant les prêts et en supervisant les entreprises s'affaiblit, comme le taux d'intérêt avec la montée de l'efficacité du système légal. Cependant, il ne s'agit pas d'un processus linéaire car si l'amélioration du système légal réduit les coûts marginaux de l'analyse des candidats à l'emprunt, elle réduit également les bénéfices marginaux liés à cette activité.

Le bénéfice supplémentaire obtenu par les banques à l'occasion de cette opération est proportionnel aux coûts d'audit évités grâce à elle.

L'accroissement de permet d'abaisser la fréquence de l'audit des entreprises à l'issue de leur annonce de résultats. Dès lors, l'analyse de la situation financière des candidats à l'emprunt devient moins profitable pour la banque.

Quand la proportion de bons entrepreneurs est faible et que le système légal est inefficace, une légère amélioration de son fonctionnement peut réduire la fréquence de l'audit effectué par la banque de manière suffisamment importante pour que le bénéfice attendu de l'analyse des emprunteurs diminue plus rapidement que les coûts induits par cette opération.

Dans cette situation, la banque préférera réduire son effort d'analyse et en cas de mauvais résultats, recherchera plus une contrepartie dans l'éventuelle saisie des actifs de l'emprunteur.

Au contraire, lorsque le système légal sera devenu suffisamment efficace et que les capacités des entrepreneurs seront bonnes, l'audit deviendra une opération peu appropriée. Cela signifie qu'une amélioration suffisante du système légal réduira les coûts d'analyse plus que les bénéfices relatifs à cette activité.

Dans ce cas, la banque trouvera intérêt à promouvoir sa recherche d'information ex-ante de manière à repérer correctement la capacité de l'emprunteur, ce qui réduira d'autant les anticipations de défauts.

On se trouve donc ici, dans une situation paradoxale puisqu'une amélioration seulement limitée du système légal conduit les banques à réduire le coût d'analyse des candidats à l'emprunt et par conséquent à augmenter la probabilité de financer de mauvaises entreprises<sup>602</sup> .

Si le niveau d'efficacité initiale est de , l'amélioration du cadre légal devra atteindre pour obtenir de la part des banques une incitation suffisante à augmenter leur niveau d'information concernant les emprunteurs.

On voit ici l'intérêt de cette analyse pour notre recherche. En effet, on peut considérer les phases d'émergence du capitalisme comme un moment pendant lequel se constitue, de manière souvent chaotique, un ensemble de règles de droit portant sur les transactions de nature économique.

---

<sup>602</sup> Le document XV rend compte de cette situation.

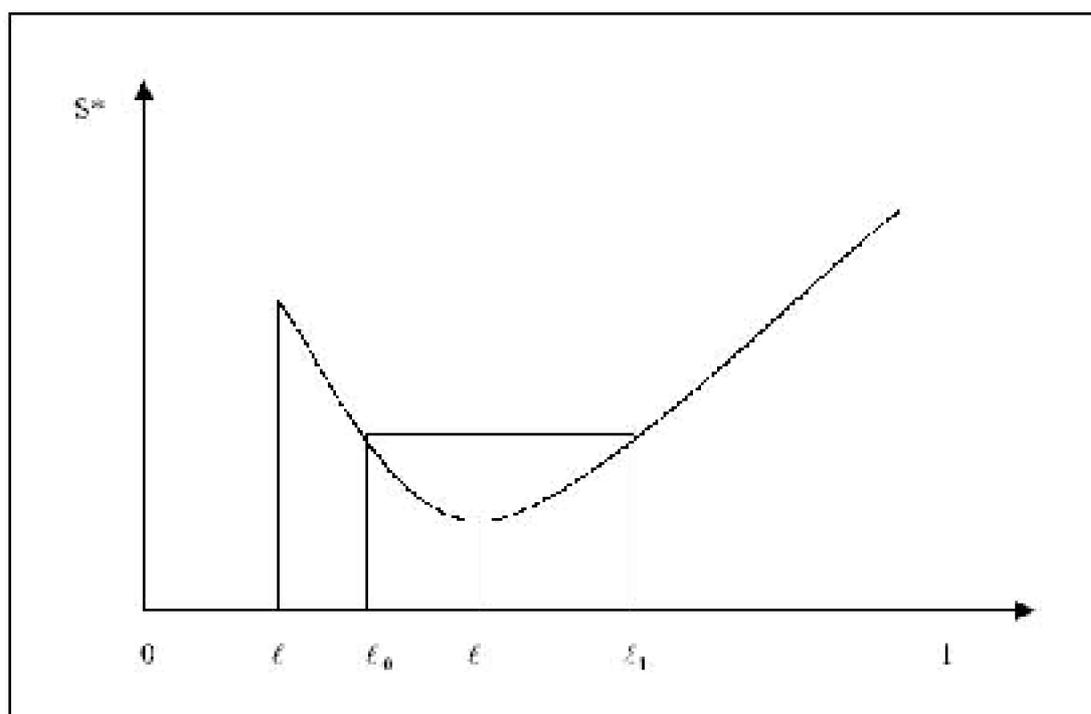
Tant que ce système juridique n'a pas atteint un certain seuil, c'est à dire tant qu'il ne satisfait à un principe de crédibilité de la part des acteurs économiques, les intermédiaires financiers adoptent un comportement rationnel mais non optimum sur le plan macroéconomique.

La protection limitée offerte par les institutions se substitue à la protection individuelle que se fournissaient les banques à elles-mêmes.

Au contraire, dès lors qu'un certain seuil est franchi <sup>603</sup> dans l'institutionnalisation juridique du marché, l'incitation des banques à améliorer leurs capacités d'information se développe.

C'est précisément ce processus juridique qui se déroule dans les phases d'émergence et qui en forme une des caractéristiques essentielles : la construction d'un Etat de droit doit se comprendre comme le cadre nécessaire pour que s'institutionnalise le marché du crédit.

L'amélioration du système légal n'influence pas seulement l'analyse des capacités de l'emprunteur, elle agit également sur l'évaluation par les banques de son activité dès lors que l'investissement est lancé. Cette évaluation porte, on l'a vu plus haut, sur les choix technologiques opérés.



Document XV : Efficacité du système légal et intensité optimale de supervision

**Source** : Iacovoni.D, Zazzaro.A Annexe. Figure 1.

Lorsque l'investissement s'effectue à partir de ressources externes, la technologie sans risque <sup>604</sup> est un choix optimum si le gain est positif, c'est à dire si ..

<sup>603</sup> Après sur le graphique.

Pour les bons entrepreneurs, le choix de la technologie optimale dépend de . Ce choix correspond à l'alternative suivante<sup>605</sup> :

Comme on le sait, la banque n'a pas connaissance du choix technologique opéré par l'entreprise<sup>606</sup> . Il en résulte une situation d'aléa moral potentiel.

En effet, si les remboursements exigés par la banque, compte tenu du niveau des taux d'intérêt, sont trop élevés, l'entreprise peut déclarer mettre en œuvre une technologie sans risque , mais dès lors que le prêt est effectué, ne pas respecter son engagement.

La banque n'ignore pas l'alternative précédente face à laquelle se trouve les emprunteurs. La probabilité d'être remboursée par les bons entrepreneurs peut s'écrire :

A partir de là, on peut montrer qu'il existe un niveau d'efficience du système légal tel que et,

La relation entre le taux d'intérêt d'équilibre qui détermine et le marché du crédit est donc marquée par une discontinuité comme l'indique le graphique ci-dessous.

Dans ce cas, les taux d'intérêt élevés ainsi que l'importance des prêts non performants résultent d'une mauvaise adaptation du système légal aux nécessités du marché du crédit.

Cette situation contribue, en effet, à fragiliser la banque puisqu'en lui imposant des taux d'intérêt qui alourdissent considérablement les remboursements dus par les emprunteurs, elle pousse ceux-ci à s'engager dans des choix technologiques trop risqués<sup>607</sup> .

Cela affecte négativement la probabilité de succès de l'investissement entrepris et par-là même la capacité de remboursement en faveur des banques.

Dans ce cas également, le niveau atteint par l'influence des institutions notamment juridiques est essentiel pour cerner le phénomène de fragilité bancaire.

Il apparaît donc clairement que l'amorce d'une législation en matière financière ne saurait en aucun cas être suffisante pour remédier correctement à des situations de fragilité bancaire.

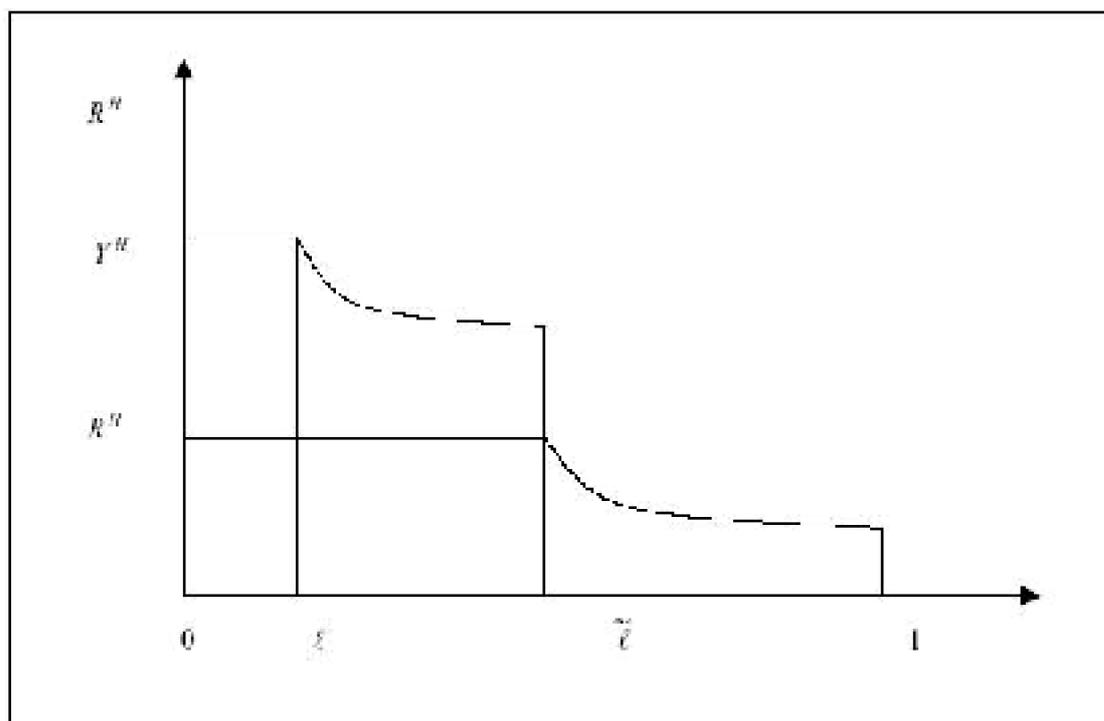
### **Document n°XVI : Efficience du système légal et taux des prêts**

<sup>604</sup> Dans ce cas .

<sup>605</sup> représente la capacité réelle de remboursement de l'emprunteur ; k résulte de la fonction de coût.

<sup>606</sup> Cependant, la probabilité de distribution du retour sur les investissements ainsi que la proportion des différents types d'entrepreneurs sont connaissance commune.

<sup>607</sup> On trouve ici un moyen d'endogénéiser la hausse du taux d'intérêt dans les situations de pré-paniques. Cf. Le débat sur ce point autour de l'analyse de la thèse de H.Minsky in **Brossard. O** : « L'instabilité financière selon Minsky : L'incertitude et la liquidité au fondement du cycle ? » M.IN.I-FORUM. Document de travail n°1. 1995. P 31.



**Source :** Iacovoni.D, Zazzaro.A Annexe. Figure 2.

Il faut franchir un certain seuil légal pour que les incitations des acteurs soient enfin modifiées dans le sens d'une plus grande sécurité des transactions gage d'une meilleure solidité des institutions bancaires.

C'est cette évolution qui s'est opérée dans les pays émergents occidentaux pendant tout le XIX<sup>e</sup> siècle. L'analyse des facteurs agissant sur le degré de la fragilité bancaire doit, cependant, ne pas omettre l'existence d'une intervention beaucoup plus directement financière de la puissance publique

## 5-L'INTERVENTION FINANCIERE DE LA COLLECTIVITE CONDITIONNE LE DEGRE DE FRAGILITE BANCAIRE LORS DE L'EMERGENCE DU CAPITALISME OCCIDENTAL

Si le cadre légal est évidemment essentiel pour ce qui concerne la réflexion sur la fragilité bancaire, il semble cependant non moins essentiel, et cela depuis le début de la mise en place d'un système bancaire, d'insister sur le rôle déterminant de l'intervention collective notamment (mais pas uniquement) celle des institutions.

On peut analyser cette intervention à deux niveaux distincts. En premier lieu, l'intervention de la puissance publique peut créer les conditions qui renforcent indirectement le système bancaire. Nous prendrons en exemple la relation du marché des titres d'Etat aux Etats-Unis à l'époque de l'émergence de son système bancaire.

En second lieu, il s'agit de réfléchir sur la nature des garanties offertes par la collectivité afin de limiter la fragilité bancaire.

Certes, la théories des asymétries d'information montre et nous y reviendrons, les limites de telles pratiques. On ne peut néanmoins ignorer, que sous une forme ou sous une autre, cette intervention a toujours eu lieu à cette époque.

Il s'agira donc de cerner, selon un certain nombre de critères, en quoi celle-ci a contribué à agir, en réduisant (ou en accentuant) le niveau de la fragilité bancaire.

L'aspect le plus méconnu de cette intervention porte sur la mise en place d'un marché des titres publics dont la nature a permis, d'une manière probablement involontaire, de structurer de manière relativement solide le système bancaire naissant. Le cas américain est particulièrement éclairant à cet égard.

Son cadre politique et économique général doit se comprendre comme celui d'une nation endettée au sortir d'une guerre d'indépendance, qui cherche à enclencher un processus de modernisation économique.

Pendant les années postérieures à 1780, les différents Etats de l'Union se sont engagés dans des opérations de résorption de la dette issue de la guerre par deux types de moyens : la fiscalité et l'émission de titres de crédit.

Le premier moyen était fort mal adapté puisque le Congrès manquait du pouvoir nécessaire pour imposer un niveau fiscal suffisant.

La seconde méthode, comme c'est souvent le cas dans ces circonstances, a rapidement dominé ; l'émission de nouveaux bons permettait de couvrir la charge d'intérêt due sur les emprunts précédents<sup>608</sup>.

Le gouvernement américain devait gérer une dette nationale considérable d'un montant de 77 millions de dollars<sup>609</sup>. Il se trouvait d'autre part face à un dilemme puisque la première constitution des Etats-Unis interdisait à l'Etat fédéral de lever des impôts<sup>610</sup>.

L'adoption d'une seconde constitution en 1788 a permis de jeter les bases d'une modernisation économique, en particulier dans le domaine financier où le point de vue fédéraliste s'est affirmé contre la volonté décentralisatrice des Etats.

On peut analyser la portée de ces réformes à travers les deux rapports soumis par Alexander Hamilton au Congrès en 1790<sup>611</sup>.

Insistant sur l'importance de la confiance<sup>612</sup>, celui-ci propose que la dette nationale soit remboursée au pair. Celle-ci est classée en trois catégories : La dette nationale, la dette des Etats et la dette domestique.

<sup>608</sup> La dette étrangère était elle-même financée par le moyen de nouveaux emprunts notamment auprès des créanciers européens qui étaient condamnés à anticiper un éventuel rétablissement économique des Etats-Unis.

<sup>609</sup> Ce que l'on peut estimer à 40% du PNB des Etats-Unis de l'époque.

<sup>610</sup> **Loos, John** : "Great Events from History: North American Series", Vol. 1. Salem Press. 1997. P 207.

<sup>611</sup> **Hamilton Alexander** : « The Report on Public Credit I » du 9 Janvier 1790 et « the Report on Public Credit II » soumis au congrès le 13 Décembre 1790 in **DeCarolis Lisa Marie** : « A biography of Alexander Hamilton , From Revolution To Reconstruction» Rijkuniversiteit Groningen. Faculteit der Letteren. Chap. 19-22.

A partir de là, la dette est restructurée sous la forme de trois émissions de bons du Trésor. La dette étrangère, principal et intérêt est honorée dans les termes initialement spécifiés.

Le capital de la dette domestique est payé au pair en bons du Trésor à un taux de 4% à long terme et 6% à court terme. La dette des Etats est prise en charge par la Confédération et les intérêts payables à partir de 1792.

Le second rapport défend, quant à lui, la nécessité de doter le pays d'une banque nationale sur le modèle anglais dans le but de réguler l'ensemble du futur système bancaire et de procurer une monnaie stable pour l'économie nationale. La Banque des Etats-Unis créée en 1791 se voit dotée d'un capital de 10 millions de dollars<sup>613</sup>. Les 4/5 de ce capital sont vendus au public et le gouvernement fédéral s'octroie le solde.

Le mode de règlement de ces actions est essentiel pour notre réflexion, puisque l'Etat incite le public à utiliser les nouveaux bons du Trésor pour effectuer les trois quarts de leur paiement, le solde étant réglé en espèces<sup>614</sup>.

Ainsi, la dette publique participe à la mise en place de la clef de voûte du système financier. Mais en même temps, c'est la banque qui rend attractive l'usage des instruments de la dette de l'Etat américain. Entre 1790 et 1800, la banque est autorisée à ouvrir des succursales dans l'ensemble du pays<sup>615</sup>.

Le résultat des réformes financières est évident en matière de crédit public et de confiance. Alors que les titres de la dette étaient, en 1788, cotés à 10 ou 20 cents pour un dollar, ils reviennent au pair dès 1791-92.

Cependant, un aspect moins spectaculaire, et probablement non voulu également, apparaît aujourd'hui essentiel. Un marché financier commence à se développer sur une base avant tout constituée par des titres publics.

A partir des transactions effectuées à l'occasion de l'émission de ces nouveaux titres, les principales villes américaines de l'époque, New York, Philadelphie et Boston organisent leurs cotations. Celles-ci, hebdomadaires, sont répercutées dans la presse.

L'analyse de l'évolution de ces différents marchés donne l'impression, malgré le caractère rudimentaire des moyens de communication de l'époque, de l'existence d'un arbitrage efficace entre ces différents marchés<sup>616</sup>.

<sup>612</sup> « That an *adequate* provision for the support of the Public Credit is a matter of high importance to the honour and prosperity of the United States » in Reports on publics Credit I.

<sup>613</sup> 25000 actions d'une valeur de 400 dollars.

<sup>614</sup> **Brookhiser, Richard:** « Alexander Hamilton, American ». New York. Gale Group, 1999.

<sup>615</sup> Ce qui incite les Etats à ouvrir eux-mêmes leurs propres banques dans une optique anti-fédérale.

<sup>616</sup> **Sylla, Richard:** « US Securities Markets and the Banking System, 1790-1840 ». Federal Bank of Saint Louis. Review. Mai-juin 1998. P 88.

D'autre part, les données disponibles, notamment pour l'année 1803<sup>617</sup>, montrent que la moitié des 81 millions de dollars de dettes américaines est détenue par des Européens notamment Anglais et Hollandais, ce qui semble plaider pour un retour de confiance de la part des prêteurs internationaux.

On comprend l'intérêt de l'avènement de ce marché pour le gouvernement américain. L'intérêt est cependant tout aussi évident pour le système bancaire naissant lui-même. En effet, les banques américaines vont pouvoir utiliser le nouveau marché pour émettre des titres<sup>618</sup> afin de constituer leur capital social.

Mais d'une manière beaucoup plus importante, les titres publics émis, compte tenu du degré de confiance dont ils sont crédités, vont pouvoir faire office, de manière de plus en plus satisfaisante, d'instruments collatéraux à l'occasion des opérations de prêts effectuées par les banques. Comme l'indique R.Sylla<sup>619</sup> :

***“Le marché financier devint une source de demande de prêts ayant pour conséquences des investissements en actions et bons du trésor, qui servirent de collatéraux pour les prêts consentis par les banques »***

Par exemple, en 1790, la Banque du Massachusetts accepte les anciens titres publics comme collatéraux à la hauteur de 25% de leur valeur. En 1791, le nouveau bon du Trésor à 6% est accepté à la moitié de sa valeur. L'année suivante, il l'est, comme collatéral, au pair.

Dés son origine, le système bancaire va utiliser des techniques propres au marché financier visant à sécuriser les opérations de prêts. Ainsi, de nombreuses banques d'Etat vont déposer une part de leur ressources en titres publics auprès de banques new-yorkaises en tant que moyens éventuels de remboursement des billets qu'elles émettaient en contrepartie des crédits qu'elles procuraient à leur client ou des dépôts qu'elles recevaient<sup>620</sup>.

Cette pratique, empruntée aux « appels de marge » sur le marché des titres a accru notablement la sécurité des opérations effectuées par les banques.

En définitive, parce qu'elle limitait le risque pour le prêteur, l'interaction entre les banques et le marché financier de titres publics a permis une extension considérable du nombre des établissements financiers dans le Nord-Est des Etats-Unis.

En effet, l'objectif premier du gouvernement répondait d'abord à la nécessité de régler le problème fondamental de la dette publique. C'est de manière non intentionnelle que l'intervention de l'Etat a pu, dans l'exemple ci-dessus, contribuer, en plus, à limiter la

<sup>617</sup> **Blodget, Samuel:** « *Economica: A Statistical Manual for the United States* » 1806 in Augustus Kelley. 1964.

<sup>618</sup> On estime que 10% des titres objet de transactions représentait le capital levé par les banques. La totalité du reste demeurait les différents titres d'Etat. Cf. **Sylla, R** op. cité p 9 Table 2.

<sup>619</sup> « The securities market became a source of demand for loans to carry investments in stocks and bonds, which served as liquid collateral for loans in the city banks.” *Op.Cité. P 97.*

<sup>620</sup> **Myers Margaret:** “The New York Money Market: Origins and Development”. Columbia University Press. 1931. P 128.

fragilité bancaire.

Au contraire, d'autres modalités seront employées à l'époque de l'émergence du capitalisme productif occidental pour limiter, cette fois-ci consciemment et directement, le niveau de la fragilité bancaire.

Nous allons voir que dans les crises financières survenues dès cette époque, à un moment ou à un autre, sous des formes très diversifiées, avec des acteurs variés, des opérations de sauvegarde du système bancaire seront mises en œuvre.

Le caractère récurrent de ces opérations ne peut pas ne pas être interprété comme une garantie implicite (ou explicite) donnée au secteur bancaire avant même que ne se produise la panique. L'ambiguïté de ces actions est bien connue<sup>621</sup> :

D'un côté, elles produisent des incitations négatives potentiellement préjudiciables à l'équilibre du système financier sous la forme d'une exacerbation de comportements entachés de hasard moral.

Mais d'un autre côté, parce qu'elles offrent précisément des garanties, elles permettent aux établissements financiers de s'engager dans des opérations de prêts, qui par nature, puisqu'elles portent sur une promesse, sont porteuses de risques.

En ce sens, elles renforcent la capacité du système à financer l'activité. Elles sont donc, aussi, un facteur limitatif de la fragilité bancaire. En tout état de cause, parce qu'on ne peut isoler complètement le processus financier du contexte social et politique dans lequel il se meut, on doit reconnaître que quelles que soient les annonces de la collectivité à l'égard de l'intervention, celle-ci a eu lieu. Kindleberger formule cette réalité d'une manière radicale :

**« L'argument dominant contre l'a priori selon lequel les paniques doivent se résoudre d'elles-mêmes, c'est qu'elles ne se sont jamais résolues d'elles-mêmes. Les autorités se sentent contraintes d'intervenir. Panique après panique, crash après crash, crise après crise, les autorités ou quelques « citoyens responsables » essaient d'en terminer avec la panique par un moyen ou par un autre. L'histoire offre un grand nombre d'occasions pour lesquelles les autorités étaient résolues à ne pas intervenir mais se trouvèrent, à contrecœur, obligées de le faire. »**<sup>622</sup>

Afin d'analyser l'action financière publique au regard de la fragilité bancaire, il est nécessaire de distinguer, comme on le fait traditionnellement, les situations d'insolvabilité de celles d'illiquidité.

Nous avons déjà évoqué la situation d'insolvabilité dans laquelle le montant de l'actif bancaire (réserves et crédit sans risque) devient inférieur au montant des dépôts.

---

<sup>621</sup> Bien avant la réflexion contemporaine en terme d'asymétrie d'information. Cf. Kindleberger.C.P. Op. Cité P 163.

<sup>622</sup> « *The dominant argument against the a priori view that panics can be cured by being left alone is that they almost never are left alone. The authorities feel compelled to intervene. In panic after panic, crash after crash, crisis after crisis, the authorities or some "responsiblecitizens" try to bring the panic to a halt by one device or another. History offers a number of occasions when the authorities were resolved not to intervene (...) but found themselves reluctantly to do so".* in Kindleberger Op. Cité P 144.

L'insolvabilité résulte donc d'un volume de prêts non performants excédant les réserves accumulées. Dans ce cas, la fragilité bancaire peut être limitée par la mise en œuvre de normes prudentielles assorties d'une capacité de supervision.

Ce cadre implique que des procédures de sanctions des dirigeants et des actionnaires concernant le caractère imprudent de leur gestion et de leur surveillance soient publiquement requises<sup>623</sup>.

A l'époque du capitalisme productif émergent, deux formes dominent dans ce domaine. Lorsque l'Etat adopte une position libérale en matière financière, la supervision et la production d'un cadre prudentiel s'effectue à travers une démarche coopérative de type « **branch banking** »<sup>624</sup>.

Au contraire, lorsque l'Etat est résolument interventionniste, outre le « branch banking », il participe plus directement à la prise en charge de la supervision.

Les modalités attendues par la communauté financière sont alors de trois types : la liquidation, la reprise de la banque par un investisseur se chargeant de la recapitaliser, enfin la reprise par l'Etat qui assure ses engagements en provisionnant les créances douteuses. Pour le reste, la situation d'insolvabilité réclame les mêmes moyens que la situation d'illiquidité.

Celle-ci, caractérisée par une insuffisance temporaire et réversible de réserves, provient de l'activité bancaire elle-même, qui consiste généralement à emprunter « court » et prêter « long ».

Dans cette situation, un mouvement de retrait des dépôts à vue ou la non-reconduction de dépôts à terme peut épuiser les réserves bancaires<sup>625</sup>.

Dans ce cas, la plus ou moins grande fragilité bancaire dépend de l'existence d'un dispositif permettant de fournir des liquidités lorsque le marché inter-bancaire n'y pourvoit pas spontanément.

La plupart des études concernant la fragilité financière de cette époque montrent que la mise en place d'une banque centrale réduit, de manière sensible, le risque de crise d'illiquidité<sup>626</sup>. Dans le cas américain sur lequel nous nous sommes particulièrement appuyé dans ce chapitre, Miron<sup>627</sup> montre qu'avant la création du Federal Reserve Board en 1914 une panique apparaissait en moyenne tous les trois ans. Au contraire, aucune de ces crises ne s'est déroulée entre 1914 et 1928.

<sup>623</sup> « ...if it is clear that management will always lose heirs jobs, and shareholders their capital, in event of a failure, moral hazard should be alleviated" in **Crockett, Andrew:** " The Theory and the Practice of Financial Stability" De Economist, vol. 144(4) p 531-68. 1996.

<sup>624</sup> Le « branch banking » a déjà fait l'objet d'uns analyse dans §3.

<sup>625</sup> **Thornton.H:** « An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain". London. 1802.

<sup>626</sup> Cf. **Bordo.M.D:** « Financial Crisis, Banking Crisis, Stocks Market Crashes, and the Money Supply: Some International Evidence, 1870-1933" in **Capie.F et Wood.G.E:** "Financial Crisis and the World Banking System". Macmillan. London. P 190-248. **Goodhart.C.A.E:** "The Evolution of Central Banks" MIT Press. Cambridge. MA. 1988.

Etudiant chacune des crises précédant la première guerre mondiale <sup>628</sup>, R.Sylla estime que la fragilité du système financier peut conduire à des crises industrielles majeures qui déstabiliseront, en retour, gravement le secteur bancaire. Il synthétise ainsi ses principaux résultats :

**« Qu'est ce qui fait que certaines crises financières et pas d'autres, conduisent à la dépression ? Cela dépend de la présence ou de l'absence d'un prêteur en dernier ressort. »**

De manière plus générale, il semble que le développement de la régulation, de l'amélioration du système légal, de la supervision, aussi bien que l'apparition d'un prêteur en dernier ressort, aient été déterminants pour réduire les vagues de retraits. Sur ce point, l'analyse de Mishkin montre que la Grande Bretagne, par exemple, n'a plus souffert d'une crise bancaire depuis 1866 grâce à ces derniers éléments <sup>629</sup>.

Le problème du hasard moral demeure, cependant, non résolu, lorsque l'on réfléchit à la nature de la fragilité bancaire à l'époque du capitalisme productif occidental émergent.

Comme on vient de le voir, les principaux outils d'intervention financière se mettent en place progressivement dans tous les pays. Or, on le sait, le paradoxe propre à ces outils c'est que la règle affirmée de ne pas intervenir est systématiquement bafouée lors de la crise bancaire. Le fait que les agents intègrent cet élément à leurs anticipations rend la prévention et la gestion des crises futures plus difficiles <sup>630</sup>.

Il est donc nécessaire de savoir si et comment, le capitalisme de cette époque a pu résoudre ce dilemme, c'est à dire fondamentalement, comment, malgré le risque du hasard moral, il a su se préserver (ou non) d'une fragilité financière trop prononcée.

Le concept de « **constructive ambiguity** » semble pouvoir être mobilisé pour aborder cette question.

En élaborant ce concept, Corrigan <sup>631</sup> a cherché à montrer qu'en introduisant, de manière volontaire ou involontaire, un élément d'incertitude relatif à la nature, la destination, l'étendue, l'origine et même la date du soutien public, on peut exercer une

<sup>627</sup> **Miron.J.**: "Financials Panics, the Seasonality of the Nominal Interest Rate and the Founding of the FED» American Economic Review. Vol. 76. P 125-40.

<sup>628</sup> Son analyse porte sur les années 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1890, 1893, 1907. « *What causes some crises and not others to lead to depressions? This might depend on the presence or absence of an effective lender of last resort.* » in **Sylla.Richard**: « Financial Disturbances and Depressions: The View from Economic History ». Working Papers n° 47. Prepared for presentation at "The crisis in Finance" a conference of the Jerome Levy Economics Institute. Bard College. April 1999.

<sup>629</sup> **Mishkin.F.**: « Moral Hazard and Reform of the Government Safety Net" Paper prepared for FRB Chicago Conference "Lesson from Recent Global Financial Crisis". Chicago. 30 septembre 1999. L'auteur montre cependant que dans ce pays l'assurance de dépôt n'existe que depuis 1979.

<sup>630</sup> Kindleberger l'exprime d'une manière saisissante: « Today win over tomorrow". Op. Cité P 163.

<sup>631</sup> **Corrigan.E.G.**: « Statement Before US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs." Washington.D.C. 1990.

pression qui est susceptible de produire, dans une certaine mesure, une incitation sur le système bancaire induisant une démarche plus prudente, puisque la banque, prise individuellement, n'est pas en mesure de savoir si elle sera soutenue elle-même, tout en sachant qu'un soutien, global mais indéterminé, aura néanmoins lieu.

Evidemment, cette situation laisse à l'institution chargée de la régulation toute latitude pour mener à bien son action.

On pourrait craindre qu'un problème « *d'incohérence temporelle* »<sup>632</sup> puisse apparaître, en ce sens que toute politique discrétionnaire cherche à réaliser une prise de décision optimale à chaque période et qu'elle peut donc aboutir à des pertes collectives de bien-être pour peu que les agents se révèlent aptes à anticiper le fait qu'en recherchant à tout instant la solution optimale, la politique discrétionnaire n'est pas cohérente et qu'elle aboutit sur le plan gouvernemental à revenir sur les promesses faites.

Mais, ce dispositif n'est pas nécessairement dominant pendant la phase d'émergence du capitalisme productif en Occident.

En effet, si l'on considère, la situation historique et économique propre au XIX<sup>e</sup> siècle dans cette région du monde, la principale caractéristique de l'action publique demeure, pour chaque pays, son extrême diversification, quel que soit le critère évoqué.

Les déterminants de l'action publique sont marqués par des oppositions multiples, des négociations dont l'issue n'engage pas nécessairement toutes les parties en présence. Il y a parfois pluralité de candidats à l'action collective pour réduire la panique bancaire, notamment pour tenir le rôle de prêteur en dernier ressort.

Le cas anglais est typique à cet égard<sup>633</sup>. Durant tout le XIX<sup>e</sup> siècle, il n'apparaît jamais clairement aux protagonistes quelle instance se trouve en position de prêteur en dernier ressort, ni même s'il l'un des acteurs pressentis est en mesure de porter ce rôle.

Ainsi, lors des crises de 1793 et 1811, l'acteur principal est le Trésor. Il se trouve en mesure de résorber la crise grâce à l'émission d'importantes quantités d'Exchequer Bills.

Par contre, alors que la communauté financière attend son action pendant la crise de 1825, il s'y refuse.

En effet, cela apparaît hasardeux pour lui, puisque ayant déjà largement eu recours à cette émission, le risque d'une décote de ces bons et de leur chute au-dessous du pair devient réelle. Dans ce cas, les agents s'en seraient servis, opportunément, pour régler les sommes dues à l'Etat.

Le gouvernement fait alors pression sur la Banque d'Angleterre qui s'engage et émet des billets sur la garantie de marchandises et non sur garantie de bons du Trésor<sup>634</sup>. De la même manière, en 1847, 1857 et 1866, la Banque intervient sur l'insistance du

---

<sup>632</sup> **Kydland F.E, Prescott E.C:** « Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans ». Journal of Political Economy 85. June 1977. P473-491.

<sup>633</sup> **Kindleberger.C.P:** Op. Cité P 165.

<sup>634</sup> **Bagehot.W:** « Lombard Street ou le marché financier en Angleterre ». Librairie Germer-Baillière. Paris. 1874.p192-349.

gouvernement, en violant l'acte de Peel récemment promulgué <sup>635</sup> .

Par contre en 1890, elle refuse son intervention. De son côté, le Trésor n'émet pas de Bons. La solution est alors trouvée dans la garantie offerte d'honorer les engagements d'un certain nombre d'entreprises et de banques.

L'analyse de Sprague <sup>636</sup> en ce qui concerne les Etats-Unis montre la même incertitude sur la nature de l'acteur effectif, lorsque la panique bancaire menace. Cette incertitude se prolonge si l'on considère la situation des bénéficiaires. Ainsi, l'ouvrage de Bagehot contient une règle impérative : le prêt en dernier ressort doit être octroyé à tout débiteur qui présente de « bons » collatéraux.

La difficulté évidente apparaît dès lors que la valeur de la plupart des collatéraux dépend, en grande partie, de la profondeur de la crise financière.

Par conséquent, leur évaluation est, en dernière analyse, à la discrétion du prêteur. Il résulte de ce dispositif que, pour la plupart des bénéficiaires éventuels de prêts en dernier ressort, « *the rule is that there is no rule* » <sup>637</sup> .

La même démarche peut être conduite, avec les mêmes résultats pour ce qui est du moment où l'action publique s'engage, mais également, le niveau à laquelle cet engagement s'effectue <sup>638</sup> .

De manière paradoxale, le contenu du concept contemporain de « *constructive ambiguity* » peut donc être retrouvé au moment où s'ébauche les contours du dispositif de régulation financière propre au capitalisme productif occidental naissant. D'un côté, son caractère sommaire, inachevé et multiforme est évident, de l'autre côté, les agents peuvent compter de manière quasi certaine sur son intervention.

On peut, par conséquent, faire l'hypothèse que ce cadre présente certains éléments d'incitation positive pour les banques puisque celles-ci se trouvent en une situation d'incertitude propre à les dissuader de tenter de bénéficier d'une situation de hasard moral.

Bien entendu, il ne saurait être question de voir dans ce dispositif, le cadre favorisant en toutes circonstances la stabilité bancaire par des pratiques financières prudentes. En effet, il peut être rationnel pour l'acteur public de défendre la position d'un établissement financier notoirement insolvable.

Cependant, l'absence de garanties absolues, couplées à l'attente d'une intervention de nature indéterminée, peut permettre, en l'absence de normes prudentielles élaborées, de modifier le comportement des financiers dans un sens susceptible de limiter la fragilité

<sup>635</sup> Le fondement de la loi de 1844 concernait, pourtant, l'obligation faite à la Banque de limiter sa création monétaire en fonction de sa réserve métallique.

<sup>636</sup> **Sprague.O.M.W.**: « History of Crises Under the National Banking System ». Augustus.M.Kelley. New York. 1968.

<sup>637</sup> **Kindleberger.C.P.**: Op. Cité P 176.

<sup>638</sup> Idem P 178-181.

bancaire. C'est ce qui semble être le cas pendant la phase d'émergence du capitalisme industriel occidental<sup>639</sup>.

## CONCLUSION : NATURE DE LA FRAGILITE BANCAIRE DU CAPITALISME EMERGENT « CLASSIQUE »

---

L'émergence du capitalisme productif telle qu'elle s'est déroulée en Occident, a donné lieu à une instabilité financière caractérisée par un grand nombre de crises financières prenant une forme nouvelle, celle des paniques bancaires. C'est donc la fragilité propre de ces institutions qui est ici en question.

En étudiant l'évolution de l'écart des taux constatés pendant pratiquement toutes les phases de pré-paniques aux Etats-Unis durant le XIX<sup>e</sup> siècle, nous avons pu mettre en lumière les indicateurs de cette fragilité spécifique.

L'analyse théorique et historique des causes de cette fragilité ainsi que la discussion qui l'a accompagnée ont mis en évidence l'importance tenue par les asymétries d'information dans la compréhension de ce phénomène.

La fragilité bancaire du capitalisme émergent doit se comprendre en relation avec la structure de l'environnement économique et politique propre à cette période.

La faible amélioration de l'efficacité du système légal est en particulier décisive à cet égard. Il a été possible, en particulier, de montrer que lorsque le progrès enregistré dans les procédures légales, quoique réel, reste limité, l'incitation à superviser les emprunteurs s'affaiblit en ce qui concerne les établissements de crédit.

La probabilité d'effectuer des prêts inefficients devient alors très forte. Elle le devient d'autant plus lorsque le système bancaire est mal coordonné et que le prêteur en dernier ressort suscite lui-même, par la croyance en son intervention systématique, un dispositif favorisant le hasard moral.

Ces deux caractéristiques sont structurellement présentes dans les phases émergentes du capitalisme productif de la période « classique ».

Elles vont contribuer de manière essentielle à fonder la réalité du mécanisme de double-contrainte qui structure la fragilité financière autour de la banque.

En effet, dès lors que le marché bancaire est peu coordonné soit explicitement par une démarche de « **branch-banking** » soit implicitement par la référence à un même corps de règles et le caractère effectif de son application, il est forcément soumis à une situation de concurrence insuffisamment régulée.

Celle-ci, fruit de ce caractère incomplet du système légal, pousse inévitablement la banque à cesser de réaliser l'un des ces fonctions premières, celle de lever les situations d'asymétrie d'information. Elle se trouvera contrainte de réduire les coûts d'analyse et de

---

<sup>639</sup> On doit cependant ajouter qu'il faut comprendre le concept de « constructive ambiguity » avec toute son épaisseur historique : il est largement le résultat de l'accumulation d'expériences intégrées par les hommes et par les institutions. En ce sens, elle l'est largement moins aux époques émergentes qu'aux époques de maturité.

supervision des emprunteurs, sauf à ne plus être en mesure de répondre de manière compétitive aux impératifs de son métier bancaire, celle de maintenir ses parts de marché et ses profits.

L'injonction paradoxale face à laquelle se trouve placée la banque ouvre donc la possibilité d'un processus de panique puisqu'en situation d'incertitude, la réponse rationnelle à un signal négatif sera, de la part de la clientèle, le retrait des dépôts de l'ensemble des banques puisque l'information sur la qualité de chacune d'elles fait défaut.

Seule l'expérience collective accumulée par le système bancaire, la progression du système légal et l'amélioration de la qualité d'intervention du prêteur en dernier ressort qui lui sont liées permettront de dépasser cette phase spécifique de la fragilité financière.

## **CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE: SPECIFICITE DE LA FRAGILITE FINANCIERE AUX DIFFERENTES EPOQUES D'EMERGENCE DU CAPITALISME PRODUCTIF:**

\* A l'issue de cette réflexion sur la nature de la fragilité financière du capitalisme productif naissant, dans les pays émergents contemporains et dans ceux ayant initié des révolutions industrielles « classiques », nous pouvons mettre en lumière le degré de proximité constaté en matière de fragilité dans ces deux cas.

Cette mise en relation est importante puisque si l'on est en mesure de cerner des invariants en ce qui concerne la forme de la fragilité financière en situation d'émergence, on peut renforcer l'hypothèse que ce type de fragilité est propre à l'émergence en tant que telle. Cette fragilité financière spécifique devient un concept que la théorie peut interpréter puis intégrer à l'analyse.

Il en résulte, alors, que les tâtonnements initiaux en matière de régulation financière, puis les différents dispositifs progressivement choisis, doivent être considérés comme un ensemble d'expériences utiles et un guide précieux pour l'action publique des pays en développement. En l'occurrence, l'existence de tels invariants rend pertinente l'idée que dans le domaine de la régulation financière, l'histoire importe.

Pour cerner la forme spécifique de la fragilité financière du capitalisme émergent, il a d'abord fallu rendre compte de la nature historique du financement des entreprises pendant la révolution industrielle.

Que l'on se réfère à la révolution industrielle initiale, celle de la Grande Bretagne ; à des révolutions industrielles plus tardives comme celles du Japon, d'Allemagne ou des Etats-Unis ; ou bien encore à des révolutions industrielles contemporaines, on a pu montrer que le marché financier joue un rôle mineur et parfois inexistant au niveau du financement des firmes industrielles.

Dans la première révolution industrielle, le marché ne permet pas l'expérimentation

parce qu'il est incapable de résoudre les problèmes d'externalités que pose le processus d'innovation : l'information devenue bien commun pénalise l'activité d'investissement et plus généralement bloque le processus de croissance.

De même, dans les révolutions industrielles plus tardives, comme celle qui se développe en Asie du Sud-Est avec une similitude forte par rapport à l'Allemagne et au Japon, le marché financier n'est pas, dans un premier temps, apte à financer de manière optimale des projets industriels.

Dans ce cas, le marché n'est pas suffisamment institutionnalisé pour conduire une coordination efficiente des agents. Il résulte de cette incapacité, l'apparition d'équilibre sous optimaux.

Il revient à l'organisation de suppléer le caractère déficient du marché en matière de coordination. La production du lien technologique, la supervision de l'activité seront le fait d'un système bancaire mieux à même de financer de manière optimale l'investissement productif.

C'est donc dans sa fonction d'intermédiation et de transformation, de mise en relation impersonnelle des prêteurs et des emprunteurs par le moyen du crédit que la banque répondra à ces imperfections du marché.

Dans le premier âge de l'industrialisation, le marché financier restera donc d'une importance limitée. Non qu'il n'existe pas, mais d'une manière non décisive pour l'activité globale.

Comme à l'époque préindustrielle, on verra le marché financier fonctionner essentiellement comme un instrument de gestion de la dette publique.

Il deviendra pendant la phase d'industrialisation, un lieu mineur de financement de l'activité bancaire d'intermédiation et de transformation.

Il faudra attendre les progrès de la diffusion de l'innovation dans l'appareil productif mais aussi ceux du système réglementaire pour que son institutionnalisation lui permette de devenir un candidat majeur au financement de l'activité des secteurs économiques essentiels.

Partant de ces résultats, on a pu montrer que la fragilité financière propre à cette époque du développement économique portait sur la fragilité du système de crédit.

De manière plus générale, on peut considérer que la fragilité financière du capitalisme émergent prend la forme d'une fragilité bancaire d'intermédiation<sup>640</sup>.

\* Le caractère spécifique de cette fragilité peut être précisé par l'analyse des crises financières qui en découle, qu'il s'agisse des crises américaines de l'époque du « National Bank Area » ou de la crise asiatique de 1997.

Dans tous ces cas, l'aggravation du degré de la fragilité bancaire a conduit vers des crises dont la forme dominante est celle de la panique bancaire.

---

<sup>640</sup> Il s'agit ici essentiellement d'une intermédiation de bilan qui inclut l'intermédiation de crédit (collecte de dépôts, octroi de crédits) et l'intermédiation de titres (prise de participation). Voir à ce propos **Courbis.B, Froment.E, Karlin.M** : « Banque et Finance ». Encyclopédie Economique. Chapitre 44. Economica. 1991.

Le contexte général qui sous-tend le processus menant de la fragilité bancaire à ce type de panique répond à un cheminement identique pendant les différentes émergences passées et présentes du capitalisme productif.

On constate, en effet, dans la plupart des cas, que le niveau de la croissance est exceptionnel pour les années précédant la panique. Le taux de croissance des années antérieures à la crise asiatique est, certes, beaucoup plus important que les taux de croissance préalable aux crises bancaires du XIX<sup>e</sup> siècle, mais dans les deux cas, ce taux est supérieur au taux de croissance de long terme pour la période considérée<sup>641</sup>.

Dans les deux cas également, la croissance s'appuie sur une forte ouverture au commerce international puisque le taux de croissance des exportations et des importations dépasse également le taux de long terme.

Le rôle moteur de l'accroissement du stock de capital privé apparaît déterminant dans chacune des époques puisqu'un boom de l'investissement productif peut être noté dans les années précédant la plupart des paniques.

Cet investissement est financé par un secteur bancaire fortement stimulé par une intervention de la puissance publique plus ou moins directe mais toujours influente<sup>642</sup>.

Il résulte de cette situation que le taux de croissance de la masse monétaire connaît une rapide expansion<sup>643</sup> dans les années précédant la crise.

Dans cette période, les taux d'intérêt réels tendent à augmenter (notamment en relation avec les taux servis dans les centres financiers dominants) d'autant plus fortement que l'on s'approche de la panique<sup>644</sup>.

L'existence d'une situation d'asymétrie d'information permet d'expliquer ce dernier fait, tout en éclairant les racines de la fragilité financière du capitalisme productif émergent.

Les taux d'intérêt s'accroissent non seulement parce que la liquidité se raréfie mais surtout parce que les banques promettent des taux de rémunération élevés aux prêteurs du fait qu'elles prennent des risques de plus en plus importants compte tenu du niveau de concurrence bancaire et des garanties dont elles pensent disposer.

Cette hausse des taux aggrave les problèmes d'agence inhérents aux situations de crédit. Elles sélectionnent, par ces taux, les mauvais emprunteurs<sup>645</sup> et en acceptant des

<sup>641</sup> **Delargy.P.J.R., Goodhart.C:** « Financial Crises : Plus ça change, plus c'est la même chose » Special Paper N°18. LES Financial Markets Group an ESRC Research Center. Special Paper Series. London. January 1999. P 18.

<sup>642</sup> **Idem** P 25: « Nevertheless governments in both the pre-1914 crisis country and in Asia were quite closely involved in encouraging and facilitating the continuation and extend of the investment boom, with a view to the rapid development of their economy" P 25.

<sup>643</sup> **Ibid.** P 39.

<sup>644</sup> **Ibid.** P 52 : « Only just before the start of the crisis was there much evidence of interest rate raising in this countries, either pre-1914 or Asian, relative to the international centre, London pre-1914 , New York 1990s. »

projets qui se révéleront, à terme, peu fiables <sup>645</sup>, précipitent le système financier dans des espaces où la fragilité bancaire peut évoluer dans le sens de la panique généralisée.

\* Ce processus menant à la panique, structuré comme une double-contrainte, peut se développer parce qu'il existe des incitations fortes, conduisant à la fragilité bancaire, liées à un contexte marqué par les garanties implicites ou explicites offertes par la présence plus ou moins affirmée d'un prêteur en dernier ressort sans que le système légal génère des normes prudentielles suffisamment exigeantes pour assurer la discrimination entre les banques solvables et celles qui ne le sont pas.

Les banques, dominant le mode de financement du capitalisme émergent, se trouvent alors inéluctablement placées devant l'alternative suivante :

- Soit, elles acceptent le jeu d'une concurrence non régulée dans laquelle elles pourront maintenir ou accroître leurs parts de marché au prix d'une prise de risque croissante et en produisant collectivement un surcroît de hasard moral.
- Soit, elles adoptent individuellement les normes prudentielles suffisantes qui les éloignent définitivement de leur propre marché puisque les rémunérations qu'elles pourront servir à leurs clients -incapables de discriminer les banques- seront inférieures à celles des autres établissements de crédit.

\* En ce qui concerne les pays émergents au XIX<sup>e</sup> siècle, Mishkin <sup>647</sup> montre, en prenant le cas de la Grande Bretagne, que les paniques financières s'achèvent dans les années soixante de ce siècle.

L'analyse que l'on peut en proposer repose sur le fait que ce pays utilisant depuis le début, mais de manière parcimonieuse, le prêt en dernier ressort, a effectué de manière efficace la transformation et l'adaptation de son appareil légal modifiant ainsi l'information financière disponible pour les agents notamment les prêteurs.

La même analyse peut être menée, pour l'émergence contemporaine –en particulier en Asie du Sud-Est- en se référant aux travaux de Demirgüç-Kunt et Detragiache <sup>648</sup>.

Entre 1980 et 1997, la présence d'une assurance de dépôts accroît la fragilité bancaire et le risque de panique lorsque les pays étudiés ne se sont pas dotés d'un système légal incluant des normes prudentielles de régulation et de supervision suffisamment efficaces.

Sans de tels outils, la mise en œuvre d'un système d'assurance ne peut que se heurter à des prises de risques finalement incompatibles avec la stabilité financière.

<sup>645</sup> Situation de « sélection adverse ».

<sup>646</sup> Situation « d'aléa moral ».

<sup>647</sup> **Mishkin.F.** : « Moral Hazard and Reform of the Government Safety Net » paper prepared for FRB Chicago Conference "Lessons from Recent Global Crises" Chicago, September 30 – October 2 . 1999.

<sup>648</sup> **Demirgüç-Kunt.A, Detragiache.E.** : « Does Deposit Insurance increase Banking System Stability ? An Empirical Investigation ». World Bank.

La période d'émergence du capitalisme productif conduit donc à une évolution spécifique des rapports entre l'espace économique et l'espace politique. Celui-ci, en approfondissant son action institutionnelle et légale et en lui donnant une véritable cohérence, peut parvenir, progressivement à desserrer la double-contrainte et ainsi à réduire la fragilité financière sous sa forme bancaire.

Dans le même temps, cette amélioration de l'appareil de supervision et de régulation favorise une meilleure institutionnalisation du marché permettant à celui-ci de devenir un centre essentiel du financement de l'activité productive. Dès lors, c'est l'axe même de la fragilité financière qui va devoir se déplacer sensiblement.

# TROISIEME PARTIE DUALITE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LE CAPITALISME PRODUCTIF DE MATURITE

## INTRODUCTION

**\* A partir de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, dans une partie des pays développés, la tendance inhérente au capitalisme, celle qui œuvre à l'émancipation du « *marché autorégulateur* », est en marche comme elle l'était déjà au dix-septième et dix-huitième siècle en Europe.**

Certes, le capitalisme a changé. Le capital marchand est devenu capital productif. Il ne s'agit plus de contrôler seulement les espaces, c'est-à-dire les flux de richesse. Il s'agit de contrôler la création même de la richesse.

Ce processus, comme l'avait bien vu Polanyi -et Marx avant lui- transforme en marchandise tout objet et toute relation... au point de devenir marchandise pour lui-même

649 :

**« Le profit est réalisé en faisant du capital productif, lui-même la marchandise qui s'échange d'où le terme de métacapitalisme[...]pour désigner « les jeux du capital sur le capital » menés essentiellement, aujourd'hui sur les marchés financiers »**

L'expression évidente de ce métacapitalisme, qui tel Shylock transforme tout en or, <sup>650</sup> reste aujourd'hui sa capacité à dissoudre les frontières politico-économiques au profit du marché autorégulateur.

L'espace politique recule face à l'espace économique conquérant du marché. Mais cette tendance profonde ne se meut pas de manière aussi linéaire.

Certes, elle domine les années 80, comme elle a dominé les années 20. Cependant, elle ne le fait jamais au même rythme partout, ni sans reculer, elle-même, sous l'assaut de son propre désordre. Le mode de financement de l'activité productive est le terrain de ce mouvement discontinu.

A l'époque du capitalisme de maturité dans son mouvement vers le métacapitalisme, ce mode de financement ne présente pas un visage uniforme.

A la fois, parce que les révolutions industrielles ont émergé à des moments historiques différents; à la fois, parce que le type d'institutionnalisation du marché ne s'est pas construit à partir d'outils identiques mais au contraire avec des éléments issus des cultures nationales, en particulier sur le plan du droit.

Il est de fait que l'existence d'une forme juridique propre à favoriser la liberté d'utilisation du capital a contribué à réduire fortement les asymétries d'information consubstantielle de la relation prêteurs-emprunteurs.

Par contre, l'absence d'une telle forme laisse une place centrale à la banque comme instance réductrice d'incertitude.

Il serait néanmoins tout à fait excessif de voir dans « *l'amélioration du cadre juridique* » en faveur du propriétaire de capital, le facteur causal expliquant un processus uniforme vers le financement de marché.

En effet, l'histoire financière du capitalisme de maturité se révèle beaucoup plus discontinue. A une phase –généralement qualifiée par la pensée orthodoxe- de « *développement financier* » répond une phase de « *répression financière* » <sup>651</sup>.

A l'espace du marché répond, comme toujours à d'autres époques et sous des formes renouvelées, l'espace du politique.

<sup>649</sup> **Dockés.P.**: « Périodisation du capitalisme et émergence d'un néo-capitalisme » p 83 in **Dockés.P.**: « Ordres et désordres dans l'économie-monde. Essai. P.U.F. Quadrige. Mai 2003. Paris. P 551. L'auteur emploie aussi le terme de « capitalisme au carré » le capitalisme qui prend comme matériau d'échange le capital lui-même.

<sup>650</sup> **Shakespeare.W.**: « Le marchand de Venise » in **Marx.K.**: « Critique de l'économie politique » -b- Les moyens de paiement. Œuvre Tome I. Bibliothèque de la Pléiade. P 400.

<sup>651</sup> D'une certaine manière, ne peut-on pas interpréter le financement bancaire comme une réponse optimale aux tentatives de financement par le marché mises en œuvre à l'époque du capitalisme marchand sans qu'un contexte institutionnel adéquat ne soit édifié ?

Car le problème est bien là : l'immense capacité innovatrice du marché financier se paye d'une instabilité redoutable susceptible de détruire jusqu'au cœur de « *l'économie réelle* ».

\* Dès lors, l'espace politique ne peut pas ne pas répondre aux asymétries d'information non surmontées par le marché, en replaçant au centre de l'activité financière, le système bancaire dans sa fonction traditionnelle d'intermédiation de crédit.

**Ainsi l'existence d'un système de rente bancaire qu'implique cette stratégie va favoriser, un temps, la croissance économique. Mais paradoxalement celle-ci, en stimulant le développement des firmes de grandes dimensions, en particulier transnationales, permettra à ces dernières de s'émanciper du financement bancaire et de rétablir les avantages propres au fonctionnement du marché financier, réactualisant cette tendance de fond du capital. Ce retour du marché va contribuer à créer des formes financières variées.**

Nous observerons à cette occasion que les pays dont les systèmes légaux favorisent depuis l'origine une intermédiation de crédit se trouvent soumis au risque d'une double fragilité financière.

Nous pourrions le montrer dans le cas japonais comme dans le cas des pays nordiques. La montée de la crise bancaire se construit autour d'un double processus.

Pendant la période de croissance, les institutions bancaires répondent à la fois aux débiteurs et aux créanciers en démontrant leur capacité de maîtriser -en contrepartie d'une rente financière- les asymétries d'information propres au contrat de prêt.

La prise de dimension nationale et internationale des groupes industriels dominant rend ce mode de financement progressivement inadapté et les incite à s'en échapper.

Dès lors, la banque ne peut que s'adapter à cette démarche en investissant, elle-même, le marché financier sans disposer des atouts nécessaires à la mise en œuvre efficiente de cette nouvelle stratégie.

La crise qui en résulte est l'issue presque fatale d'une rencontre inévitable entre le monde du crédit et celui du marché.

Crise de transition, elle illustre la tentative de passage d'un mode de financement axé sur la régulation financière administrée à un nouveau type plus conforme aux canons de la libéralisation et du marché.

\* Parallèlement, lorsque le niveau de développement économique est suffisant et lorsque la nature du système légal le rend possible, l'intermédiation de marché peut reprendre une progression remise en cause, antérieurement, par sa propre crise.

A ce moment, le marché peut être interprété -sur le plan de la théorie orthodoxe- comme une institution permettant une allocation des ressources parfaitement efficiente, c'est-à-dire d'une nature telle que si elle connaît des fluctuations provoquées par les soubresauts de l'économie réelle, elle ne peut connaître ni fragilité ni crise.

Or, l'instabilité qui résulte de ce mode de financement, oblige, pourtant à considérer favorablement l'hypothèse de sa fragilité financière.

On peut la découvrir à travers les nombreux processus de surréaction qui éloignent,

pendant des moments parfois longs, le cours du marché de la valeur fondamentale des actifs qu'ils représentent.

Cet état de fait montre que, d'une certaine manière, le marché financier est capable au moins partiellement, de s'émanciper de la sphère productive et de poursuivre un cheminement relativement autonome. On retrouve là, sous une forme se rapprochant de la pureté de son concept, le métacapitalisme.

Le caractère endogène que cette déconnexion confère à ce marché n'est pas sans conséquences sur les comportements induits chez les agents ; il n'est pas sans conséquences non plus sur la nature de la fragilité financière qui lui est propre.

Dés que prix et valeur divergent, l'agent ne saurait être rationnel et s'efforcer de lever les asymétries d'information qui pèsent sur le marché, s'il ne considère, dans ses prises de décision que les fondamentaux du marché. Il se doit aussi et parfois prioritairement d'intégrer les représentations qu'ont adoptés les autres acteurs.

La rationalité mimétique qui en résulte alimente la possibilité, pour le marché, de connaître une dynamique marquée par des équilibres multiples. Parmi eux, celui qui fonde l'existence d'une fragilité financière de marché, c'est le changement de convention conduisant à l'éclatement de bulles que l'on peut qualifier de rationnelles.

Finalement, quelle que soit la forme des modes de financement du capitalisme de maturité -nouvelle intermédiation bancaire ou intermédiation de marché- émerge une fragilité spécifique. Il s'agira, alors, de montrer en quoi chacune d'elles répond à une même structure de double contrainte.

**\* Il s'agit donc pour nous de valider l'hypothèse selon laquelle le capitalisme mature est marqué par une dualité de sa fragilité financière. L'examen de cette hypothèse nous amènera à adopter la démarche suivante :**

- Dans un premier chapitre, nous expliciterons les conditions de développement du financement par intermédiation de marché en insistant sur l'importance des conditions institutionnelles et légales. Nous explorerons ensuite les limites au développement du marché financier dont lui-même est porteur en justifiant ainsi le maintien d'un financement par intermédiation de crédit. La dualité financière qui résultera de cette analyse devra être discutée sur le plan théorique afin de présenter les deux modes de financement du capitalisme mature comme à la fois complémentaires et en compétition.
- A partir de là, le second chapitre s'efforcera de définir les fondements de la fragilité d'intermédiation de crédit du capitalisme de maturité. A travers l'exemple japonais, nous tenterons de mettre en évidence l'existence d'une double fragilité financière. La croissance économique remet en cause le financement par intermédiation de crédit. Les difficultés du système financier à modifier sa stratégie l'entraîne alors vers une fragilité initiale où la sélection adverse joue un rôle majeur. Il en résultera une fragilité induite du fait de l'incapacité à s'adapter à un nouveau mode de régulation pourtant inévitable.
- Dans le dernier chapitre, nous examinerons les sources de la fragilité propres à

l'intermédiation de marché. Après avoir développé l'hypothèse d'efficience de marché, nous nous efforcerons de démontrer -en nous appuyant sur des résultats issus de l'économie expérimentale, de l'analyse économétrique et de la recherche théorique- que l'on peut limiter la portée de cette analyse en mettant en lumière, dans le cadre d'un marché soumis à l'asymétrie d'information, l'existence d'acteurs dotés d'une rationalité procédurale induisant la possibilité de processus mimétiques propices à l'apparition de phénomènes de surréaction durables. A partir de là, nous nous efforcerons de valider cette analyse en examinant les phases précédant les crises de 1929 et de 1987.

Nous concluons en observant qu'en dépit de la dualité des formes de la fragilité financière du capitalisme de maturité, celle-ci conserve bien dans sa nature une structure de double-contrainte.

## **CHAPITRE I LE FINANCEMENT DU CAPITALISME DE MATURITE**

Le passage du capitalisme productif, d'une phase émergente à une phase de maturité, modifie les conditions du financement de son activité.

Il paraît donc essentiel de déterminer les voies, nouvelles et complexes, qu'emprunte ces modes de financement.

Pour cela, plusieurs approches peuvent être mises en œuvre, de manière complémentaire, afin d'éclairer l'évolution du phénomène étudié.

Tout d'abord, le recours à l'analyse empirique permet de déterminer les changements structurels en jeu et particulièrement la place relative des intermédiaires bancaires et du marché financier dans ce processus.

Cependant, la structure financière du capitalisme productif parvenu à maturité s'avère complexe dans l'espace, comme dans le temps économique.

Dans l'espace, des modèles nationaux différents semblent s'opposer, quant à leur organisation sinon quant à leur efficacité. L'apport des analyses, empiriques et théoriques, en terme de systèmes légaux et institutionnels permettra d'en expliciter les contours.

Dans le temps, l'analyse historique éclaire le fait troublant que le processus emprunté par les modes de financement n'obéit pas à une logique linéaire, mais oscille entre des tendances répondant à la domination de l'intermédiation de marché ou valorisant l'intermédiation bancaire.

Il sera donc nécessaire, dans un second temps, d'interpréter la nature théorique des rapports entre les deux formes majeures de financement présentées ici.

Quoique apparemment substitués, elles se révéleront beaucoup plus complémentaires. Mais cette complémentarité, elle-même, posera question. Elle ne répondra pas simplement à une répartition des rôles, sur une base purement

fonctionnelle.

Elle sera aussi une complémentarité dynamique et compétitive, susceptible de provoquer des bouleversements radicaux dans l'organisation du financement de l'activité.

Ses caractéristiques seront le moyen privilégié de comprendre, à la fois le rythme de l'évolution du processus de financement du capitalisme productif de maturité, mais aussi les racines qui fondent ses fragilités financières.

Notre démarche, s'efforçant de valider l'idée que le capitalisme de maturité présente une dualité financière complexe faite à la fois de complémentarité et d'opposition, va se développer de la manière suivante :

- Nous démontrerons la corrélation existant entre le processus de croissance et la progression de l'intermédiation de marché. Nous chercherons les sources de cette évolution dans l'amélioration du contexte institutionnel, légal et culturel.
- Nous infirmerons cependant l'existence d'un processus linéaire qui conduirait à une domination historique de l'intermédiation de marché en explicitant les raisons qui peuvent motiver un retour durable de l'intermédiation de crédit.
- Après avoir montré, sur le plan théorique, que ces deux modes de financement peuvent en effet apparaître comme des substituts, nous indiquerons qu'ils peuvent également offrir une complémentarité dynamique.

Nous concluons en formulant une hypothèse induite de l'analyse précédente et proposant l'idée d'une dualité de la fragilité financière du capitalisme mature.

## 1 - LA MONTEE DU FINANCEMENT DE MARCHE, SES CONDITIONS ET SES LIMITES :

---

**- La corrélation entre le processus de croissance et le développement du financement de marché :**

### **1-1-1 - Niveau de revenu et développement financier :**

L'importance du nombre de pays ayant entamé, à des degrés divers, une amorce de croissance économique permet d'analyser empiriquement les relations existant entre la situation de l'économie émergente ou mature et la nature du système de financement de l'activité.

On peut en particulier mettre en évidence la corrélation existant entre le niveau de revenu par tête (différent selon l'étape du capitalisme productif considérée) et le niveau atteint par le développement financier dans son ensemble.

Plusieurs études économétriques, par leurs tests, ont contribué à apporter des précisions quant à l'importance de cette corrélation<sup>652</sup>. Nous nous appuyons sur l'étude de Demirgüç-Kunt et Levine<sup>653</sup> pour en mesurer la qualité.

En premier lieu, il s'agit d'évaluer la relation entre l'importance des intermédiaires financiers et le niveau de revenu. Quatre indicateurs vont rendre compte de l'état des intermédiaires financiers. Le ratio « **Passif liquide / PNB** » sera utilisé pour mettre en lumière, de manière générale, l'importance du développement et de la taille du secteur financier par rapport à la situation de l'économie.

Afin d'évaluer la taille du secteur bancaire, le ratio « **Actif bancaire / PNB** » sera mis en œuvre. Le rapport entre les titres de dépôts bancaires en monnaie rapporté au PNB indiquera le niveau d'activité bancaire du secteur privé. Enfin, le ratio « **Titres des institutions non bancaires/ PNB** » évaluera l'importance de l'activité des institutions non bancaires.

Les niveaux de revenu par tête seront groupés, quant à eux, en quatre catégories conformément au classement opéré par la Banque Mondiale<sup>654</sup>.

**Document I : Corrélation des indicateurs de développement financier avec le PNB par tête :**

	Corrélation
Passif Liquide / PNB	0,465
Actifs bancaires / PNB	0,663
Titres d'institutions non bancaires / PNB	0,636
Titres de dépôts bancaires / PNB	0,639

**Demirgüç-Kunt.A, Levine.R:** "Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. Annexe P 2.

Les résultats obtenus laissent apparaître, assez nettement, la présence d'une corrélation entre les indicateurs de croissance et les indicateurs de développement bancaire.

Bien qu'à ce stade, l'on ne puisse, bien entendu, en inférer une quelconque causalité, il semble établi que plus un pays dispose d'un haut niveau de revenu, plus son organisation financière bancaire et non bancaire est importante et active.

Si l'on ajoute les résultats concernant le ratio « **Frais généraux / Actifs bancaires** »

<sup>652</sup> En particulier, **Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross:** « Stock Market Development and Financial Intermediary Growth: Stylised Fact ». World Bank Economic Review. May 1996. **Demirgüç-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav:** « Law, Finance and Firm Growth ». Journal of Finance. December 1998, 53(6), P2107-2137. **Levine Ross:** « Law, Finance and Economic Growth » Journal of Financial Intermediation. January 1999.

<sup>653</sup> **Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross:** "Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. Cette étude concerne 150 pays et rassemble les données des années 1990.

<sup>654</sup> Le classement pour 1995 du PNB/Tête se présente comme suit : - **Faible** : inférieur ou égal à 765 \$ - **Moyen faible** : compris entre 766\$ et 3035\$ - **Moyen élevé** : compris entre 3036 et 9385\$ - **Elevé** : 9386 et plus.

<sup>655</sup> rapporté au PNB dont la valeur peut fournir des indications sommaires sur le niveau d'efficacité du secteur bancaire, il semble que le résultat obtenu (-0,353) indique une efficacité d'autant plus forte que le niveau de croissance est élevé.

Le caractère ambigu de ce ratio peut être, cependant, complété par l'analyse d'un autre indicateur, la « **Marge d'intérêt bancaire** »<sup>656</sup> dont le caractère resserré est généralement l'indice d'une forte compétition bancaire et par-là d'une meilleure efficacité.

Dans ce cas également, La corrélation négative (-0.443) indique un résultat cohérent avec le résultat du ratio précédent.

Des observations semblables pourront être effectuées en ce qui concerne l'importance des marchés financiers.

Pour mesurer la taille du marché financier relativement à l'importance de l'économie considérée, on utilisera le ratio « **Capitalisation du marché financier / PNB** ». Le niveau d'activité sera interprété à travers le rapport entre le niveau des transactions sur titres et le PNB.

Enfin, l'efficacité<sup>657</sup> de ce marché s'analysera grâce au ratio « **Valeurs des transactions domestiques sur titres / Valeur des transactions domestiques** ».

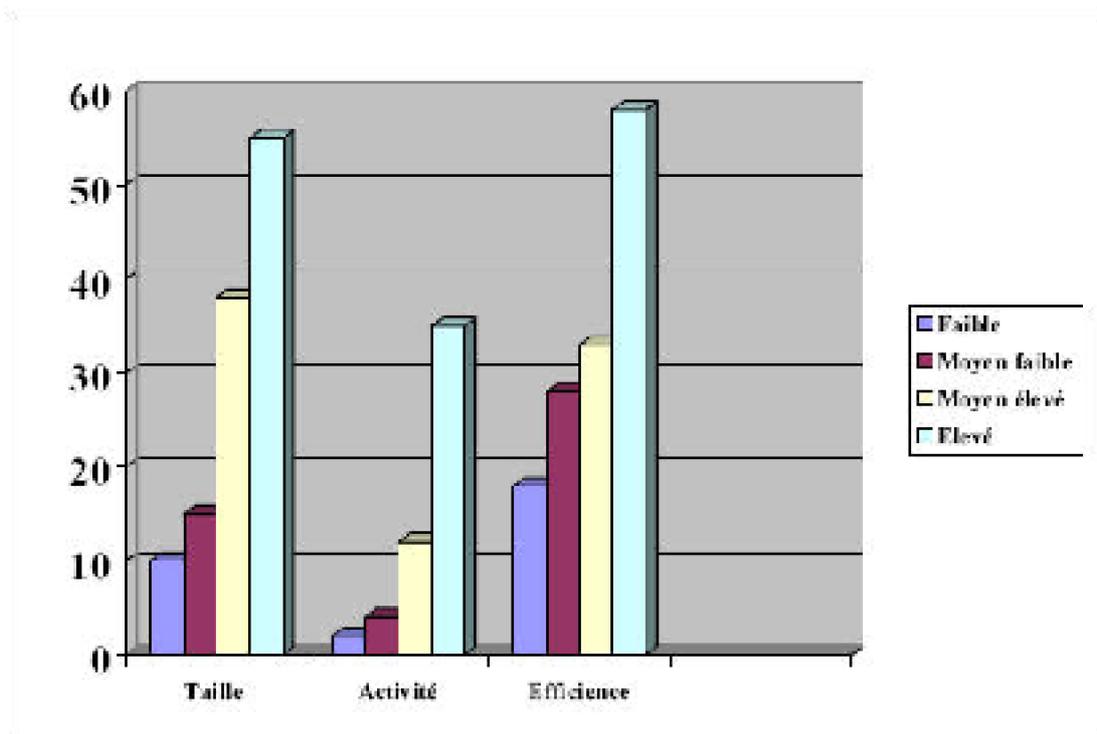
Si l'on met en relation ces indicateurs avec les catégories de pays déjà évoquées précédemment, on doit constater que plus le revenu est élevé, plus les marchés financiers semblent être de grande taille, actifs et efficaces.

---

<sup>655</sup> « Overhead cost / Assets of Banks ». D'un côté, l'importance des frais généraux par rapport aux actifs signifie une efficacité faible du système bancaire puisqu'il peut s'agir de gaspillage et d'un manque de compétitivité mais d'un autre côté, une banque compétitive doit entreprendre des investissements suffisants pour améliorer la qualité de son service : Cela entraîne nécessairement une forte augmentation des frais généraux.

<sup>656</sup> Ce ratio correspond à la différence entre le taux débiteur et le taux créditeur rapportée à l'actif total.

<sup>657</sup> Indirectement rendue par le niveau de la liquidité du marché.



*Document II : Le développement des marchés financiers dans les années 90 :*

**Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross:** "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. Annexe.

La même analyse peut être poursuivie en ce qui concerne les institutions financières non bancaires avec des résultats similaires <sup>658</sup>.

Si l'on analyse le système financier dans son ensemble, on est en mesure de pouvoir considérer qu'une corrélation est clairement établie entre le niveau de développement d'une économie et le niveau de développement de son secteur financier.

### **1-1-1-Niveau de développement et structure du système financier :**

Il est maintenant nécessaire de réfléchir sur l'importance relative que prennent les différentes modalités de financement de l'activité en fonction du développement de l'économie. Il s'agit en particulier de centrer l'analyse sur la situation relative des banques et du marché financier.

Pour cela, nous pouvons, dans un premier temps, analyser l'évolution de la taille relative des formes de financement au regard du processus de croissance à travers deux indicateurs mettant en relation tout d'abord le niveau de l'actif bancaire et celui de la capitalisation du marché financier <sup>659</sup>, puis, le niveau de l'actif bancaire et celui de l'actif

<sup>658</sup> Ibid P 12.

<sup>659</sup> « Bank Assets / Market Capitalization »

non bancaire <sup>660</sup>.

En ce qui concerne la taille relative de la banque par rapport aux autres formes de financement, il s'avère que la première ne s'accroît pas mais ne décroît pas, non plus, par rapport aux secondes.

Par contre, si l'on examine l'activité relative, les résultats diffèrent sensiblement de ceux constatés en ce qui concerne la taille.

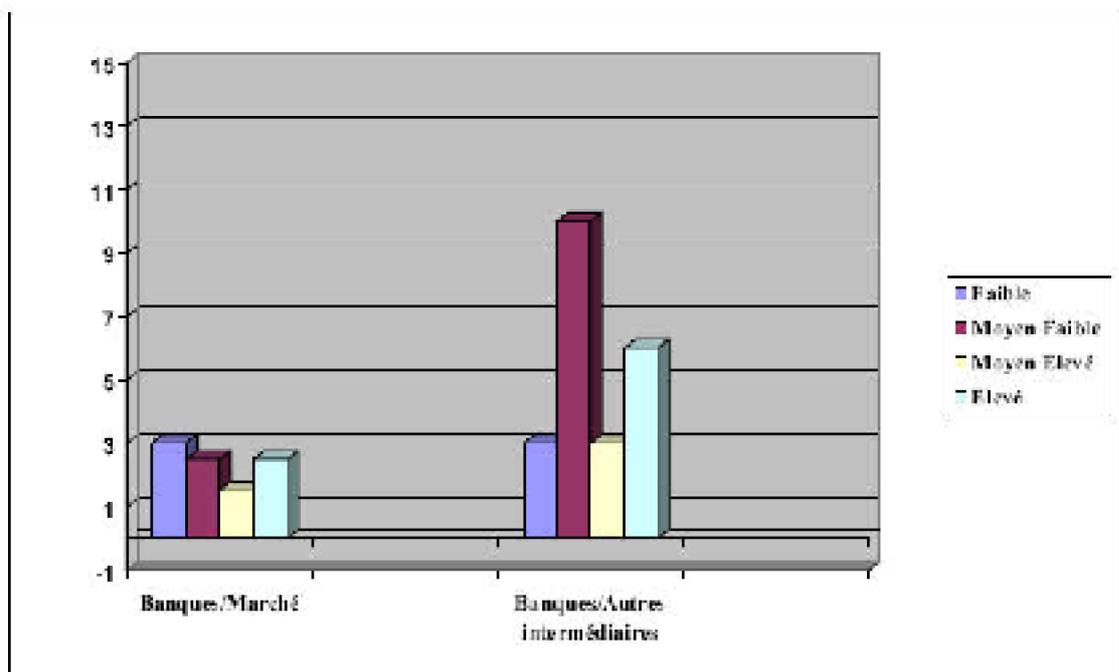
La comparaison de l'évolution de l'activité bancaire par rapport à celle du marché financier peut être illustrée par le ratio «Crédit bancaire / Total des valeurs échangées».

L'évolution de ce ratio en fonction du niveau de développement des quatre catégories de pays concernés par l'étude laisse apparaître clairement que l'activité bancaire est inversement corrélée au niveau de développement.

Les pays les plus riches sont ceux pour lesquels le ratio est remarquablement faible, indiquant par-là, que du point de vue de l'activité, ils sont plus des économies de marché de capitaux que les autres.

Une analyse similaire peut être conduite en ce qui concerne l'efficacité relative de la banque et du marché financier.

Afin de mesurer celle-ci, les indicateurs d'efficacité relative les plus adaptés mettent en relation l'indice d'efficacité de marché et celui de la banque.



Document III : Taille relative des banques, du marché financier et des autres institutions financières relativement au niveau de développement

**Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross:** "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group.

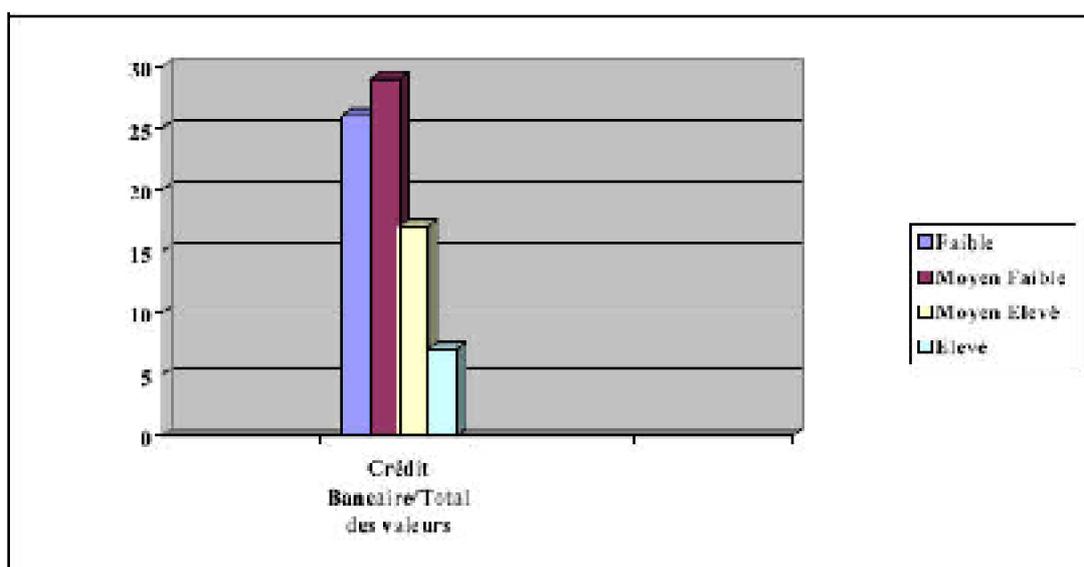
<sup>660</sup> « Banks Assets / Others Financial Institution »

2001. Annexe.

Le rapport obtenu permet d'établir les ratios « *Valeur totale échangée sur le marché / Marge d'intérêt bancaire* » et « *Valeur totale échangée / Frais généraux* ».

Le résultat montre, sans équivoque, que dans les pays à haut niveau de revenu, les marchés financiers domestiques tendent à devenir plus efficaces que les banques locales.

L'ensemble de ces résultats permet de penser que le système financier s'est généralement développé parallèlement au développement économique global pour les 150 pays concernés pendant les années 90<sup>661</sup>.



*Document IV : Activité relative des banques et du marché financier en fonction du niveau de développement*

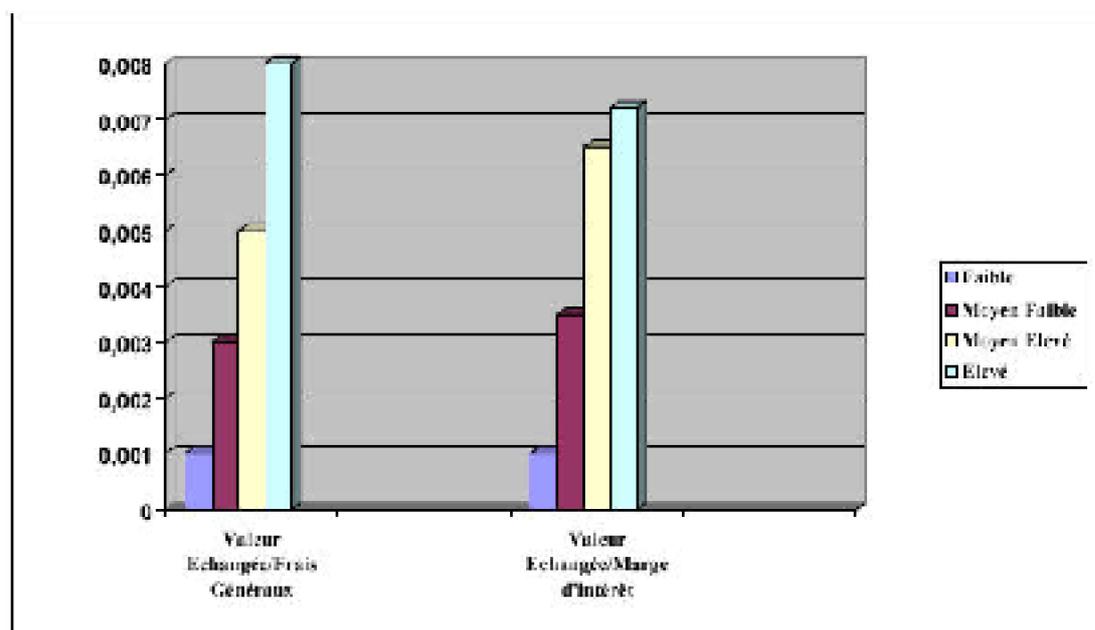
**Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross:** "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. Annexe extrait.

Dans le même temps, la structure du système de financement a sensiblement évolué d'une économie d'endettement vers une économie de marché de capitaux.

La même analyse a été étendue par les auteurs aux décennies 60, 70 et 80 en plus des années 90. Des résultats similaires ont été obtenus sur l'ensemble de ces périodes.

Il reste donc à fonder les corrélations observées comme causalités. Plus précisément, on doit s'interroger sur ce qui, avec le développement économique, est susceptible d'influencer la taille, l'activité, l'efficacité et la structure du système financier.

<sup>661</sup> Cf. **Valeriano F Garcia, Lin Liu** : « Macroeconomic Determinants of Stock Market Development » Journal of Applied Economics. Vol. II, N° I. May 1999, 29-59. A partir d'une étude économétrique les auteurs montrent, dans les pays émergents, l'existence d'une corrélation forte entre le niveau du revenu par tête, le taux d'épargne et le développement des premières formes de marché financier.



Document V : L'efficacité relative des banques et du marché financier relativement au niveau de développement

**Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross:** "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. Annexe.

## 1-2 -Le contexte institutionnel et légal, moteur du financement de marché :

### 1-2-1- Le développement du système légal et institutionnel favorise la croissance relative du financement de marché :

Le développement économique s'accompagne d'un certain nombre de bouleversements sur le plan macroéconomique, juridique et institutionnel dont on peut penser -et il faudra le démontrer- qu'ils influencent la structure financière d'une nation.

Une littérature importante a analysé ce type de problème <sup>662</sup>. Dans les principales analyses, les différents pays étudiés ont été classés en trois catégories, les pays non développés, développés à économie bancaire, développés à marché de capitaux <sup>663</sup>, afin d'éclairer la corrélation entre leur niveau de développement et la nature de leur structure financière.

<sup>662</sup> En particulier : **Laporta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Sheifler Andrei, Vishny Robert** : « Law and Finance » Journal of Political Economy. July 1997, 52(3), P 1131-1150. **Demirgüç Asli, Maksimovic Vojislav**: « Law, Finance and Firm Growth » Journal of Finance. December 1998, 32(3) P 513-42. **Levine Ross, Loayaza Norman, Beck Thorsen**: « Financial Intermediation and Growth: Causality and causes » Mimeo, World Bank. 1999.

<sup>663</sup> **Laporta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Sheifler Andrei, Vishny Robert**: « Law and Finance » Journal of Political Economy. July 1997, 52(3). P 1132.

Les résultats proposés par La Porta, Lopez de Silanes, Sheifler et Vishny indiquent un certain nombre de pistes de réflexion.

Tout d'abord, les pays dont les systèmes légaux assurent une protection élevée des créanciers et des actionnaires (en particulier des actionnaires minoritaires) semblent disposer en général d'un secteur financier axé sur le marché.

Au contraire, la faiblesse des systèmes légaux<sup>664</sup> s'accompagne d'un développement limité du secteur financier et en particulier d'une grande restriction de la place faite au marché des titres. Il sera donc nécessaire de confirmer le fait que l'existence de lois susceptibles d'être un recours crédible pour les actionnaires, en ce qui concerne notamment la garantie de leur propriété et le respect de leur droit de vote, incite ceux-ci à intervenir sur ce marché<sup>665</sup>.

Il faut également tenir compte de la capacité des pouvoirs publics et du système judiciaire à appliquer les règles légales et le respect des clauses du contrat commercial. Dans l'analyse économétrique menée par Demirgüç-Kunt et Levine<sup>666</sup>, l'indicateur d'application des contrats mesure le fait que les lois sont efficaces, qu'elles sont appliquées de manière impartiale et que les autorités ne s'engagent pas régulièrement dans la modification ex post de la nature des contrats.

La valeur élevée de cet indicateur signifie une efficacité robuste du respect de l'application des contrats. Les résultats obtenus en la matière montrent, en effet, l'existence d'une relation forte entre la nature du système de financement et l'efficacité de l'application de la loi.

**Document VI : Indicateur d'application de la loi et système financier**

Système Financier	Non Développé	Axé sur la banque	Axé sur le marché
Indicateur d'application de la loi	5.49	8.68	8.54

**Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross:** "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. Tableau 13. Extraits.

Il paraît clair qu'un degré d'application de la loi faible s'accompagne d'un sous développement du système financier. Cependant, l'indicateur fortement corrélé à des systèmes de financement développés ne semble pas pouvoir permettre de différencier la nature du système puisque, axés sur la banque ou axés sur le marché, ces indicateurs sont très proches.

Dans ses grandes lignes, l'analyse montre également qu'en matière de corruption,

<sup>664</sup> Ou du moins, l'orientation juridique différente de ces systèmes.

<sup>665</sup> Le système légal constitue, dans cette optique, l'élément conditionnel pour que le financement de marché se développe. Cela impulsera, par ailleurs, de nouvelles adaptations juridiques répondant aux transformations incessantes provenant de ce marché.

<sup>666</sup> Op. Cité P 29.

## ORDRES PRODUCTIFS ET INSTABILITE DES MODES DE FINANCEMENT

---

une corrélation positive peut être observée avec le sous développement du système financier. Il semble que les pays bénéficiant d'un faible niveau de corruption soient plus enclins à développer un système financier de marché.

### Document VII : Indicateur de corruption et système financier

Système Financier	Non Développé	Axé sur la banque	Axé sur le marché
Indicateur de Lutte contre la Corruption	4.60	7.73	8.44

**Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross:** "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. Tableau 13. Extraits.

Concernant les institutions mettant en œuvre la régulation du secteur financier, leurs caractéristiques influencent fortement, et dans des directions parfois diverses, la structure du système de financement.

L'homogénéisation comptable, par la standardisation des procédures, est d'autant plus prononcée que le système est clairement orienté vers le marché.

Disposer d'une information réputée fiable est évidemment essentiel pour superviser l'activité des entreprises et choisir, du point de vue des créanciers, le niveau de l'investissement consenti.

Au contraire, la procédure d'assurance de dépôt semble beaucoup plus s'accompagner d'une domination du financement bancaire puisque la garantie explicite des créanciers offerte ici, accroît la confiance de ceux-ci dans le secteur bancaire.

### Document VIII : Indicateur de standardisation des comptabilités, assurances de dépôt et système financier

Système Financier	Non Développé	Axé sur la banque	Axé sur le marché
Assurance de dépôt	0.61	0.83	0.54
Indicateur de standardisation des comptabilités	49.53	63.17	71.69

**Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross:** "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. Tableau 13. Extraits.

Lorsque l'information concernant la sécurité du placement provient d'une intervention directe de la puissance publique, le système financier semble valoriser le financement bancaire.

Au contraire, lorsque l'intervention publique en matière d'information produit une norme, ici comptable, le financement s'oriente plutôt vers le marché.

L'ensemble de ces résultats empiriques plaide donc plutôt pour confirmer l'hypothèse que le développement du système légal permet le développement du système de financement comme nous l'avons déjà montré dans la seconde partie.

Ils mettent également en lumière le fait que certaines améliorations du système légal et institutionnel tendent à favoriser l'accentuation du rôle d'un financement de marché sans remettre pour autant en cause l'existence d'un financement bancaire.

### **1-2-2- Marché financier et efficacité du système légal et institutionnel : les nuances d'un modèle explicatif :**

On ne peut réfléchir en terme de neutralité de la liquidité désirée par les entreprises lorsque l'on se réfère à son origine. La situation de l'actionnaire et celle du créancier ne peut pas être considérée comme semblable.

Les droits effectifs de l'actionnaire semblent moins clairement spécifiés que ceux des créanciers. Ils semblent plus exposés aux comportements opportunistes des dirigeants d'entreprises en ce qui concerne leur capacité à adopter des stratégies non optimum du point de vue des intérêts des apporteurs de capitaux.

Les deux limites à ce type d'asymétrie d'information, couramment admise par la littérature contemporaine, sont, d'un part la mise en place d'un corps de règles protégeant les droits de l'actionnaire et d'autre part, l'existence d'un système judiciaire apte à faire observer ces règles.

A partir de là, l'hypothèse <sup>667</sup> qui en découle est qu'une meilleure législation garantissant les droits sur les revenus du capital conduit à un accroissement du rôle des marchés et de l'émission de titres dans le financement de l'activité.

Il s'agit alors de se pencher sur la nature de cette législation ainsi que sur les conditions structurelles dans lesquelles elle va pouvoir se mettre en place.

Dans ce cadre de réflexion, le modèle proposé par Lombardo et Pagano <sup>668</sup> montre que l'effet de l'environnement légal concernant la rentabilité du capital dépend du mécanisme particulier par lequel cette modification agit sur le marché financier.

### **1-2-3- La forme du système légal est-elle une explication suffisamment robuste de la nature du financement dans le capitalisme parvenu à maturité ?**

Pour ce qui concerne la réflexion portant sur la période postérieure aux années 60, la plupart des analyses semblent converger vers deux postulats :

- Le développement favorise l'émergence du marché financier, sous des conditions particulières propres au système légal et institutionnel.
- L'existence d'un développement d'un système plutôt axé sur le marché n'entraîne pas nécessairement plus de croissance économique que le système basé sur la banque

<sup>667</sup> Obtenue à partir des résultats empiriques précédents.

<sup>668</sup>

**Lombardo Davide, Pagano Marco:** « Law and Equity Markets: A Simple Model ». Centre for Studies in Economics and Finance. Oxford University Press. March 2002. P 35.

669

Pourtant, si l'on adopte une vision plus large, c'est à dire concernant l'ensemble du XX<sup>e</sup> siècle, le premier résultat semble offrir plus de complexité. Les pays disposant aujourd'hui d'un système légal et institutionnel favorable au financement de marché ne se sont pas nécessairement trouvés plus développés financièrement, du point de vue du marché, pendant tout le siècle, que des pays disposant d'un autre système légal et institutionnel.

Il résulte de cette remarque que d'autres critères doivent compléter l'analyse en terme de système légal pour comprendre la dynamique historique du financement du capitalisme de maturité.

Après avoir réfléchi sur la nature de ces prolongements, concernant la période 1960-2000, nous les mettrons en relation, à la fois d'opposition mais aussi de complémentarité, avec des données propres à l'ensemble du XX<sup>e</sup> siècle caractérisé par la domination d'un capitalisme de maturité construit sur un mode de financement dual.

Les analyses centrées sur la période contemporaine<sup>670</sup> insistent sur l'idée d'une corrélation forte entre un système légal de type anglo-saxon<sup>671</sup> et l'importance donnée au financement par le marché.

Ce système légal présente, en effet, un certain nombre de caractéristiques liées à son histoire particulière.

La « **Common Law** »<sup>672</sup> prend sa forme moderne entre le XVI<sup>e</sup> et le XVII<sup>e</sup> siècle, à une époque de conflit aigu entre la monarchie anglaise et son parlement. A cette époque, le roi s'efforce de réintroduire ses prérogatives féodales pour lever des impôts afin de résoudre des difficultés budgétaires endémiques. Le Parlement, essentiellement composé de propriétaires fonciers et de marchands, utilise alors les tribunaux pour défendre les droits de propriétés contre les intentions de la monarchie. Les rapports de force lui étant devenus défavorables, celle-ci ne peut obtenir satisfaction.

Il en va de même lors de la tentative royale de réintroduire les monopoles commerciaux à son profit<sup>673</sup>. Les cours de justice défendent et obtiennent la réaffirmation des droits individuels à commercer contre l'arbitraire royal. A travers ce processus, la « Common Law » se constitue comme une source de liberté individuelle. Elle contribue ainsi à démanteler le système féodal anglais en protégeant le droit des propriétaires

<sup>669</sup> L'analyse est développée plus loin. Cf. infra Paragraphe 2-1.

<sup>670</sup> **Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross**: "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. P 26.

<sup>671</sup> Du type « Common Law » britannique.

<sup>672</sup> Son origine semble remonter à la conquête normande, Guillaume le Conquérant allouait des terres à ses barons dans le but de disposer d'un soutien de leur part tout en les empêchant de remettre en cause son pouvoir. Les cours royales avaient pour but essentiel d'examiner les requêtes concernant les litiges autour des droits de propriétés. Cf. **Zweigert.K, Kotz.H**: « Introduction to Comparative Law » Oxford University Press. New York. NY. 1998. P 183.

<sup>673</sup> Cf. supra. Première partie.

Traditionnellement, la « Common Law » correspond également à une très forte autonomie des juges quant à l'interprétation du droit, expression de leur liberté par rapport à l'autorité politique.

Enfin, il découle de la proposition précédente que la « Common Law » doit être vue comme essentiellement dynamique et empirique, c'est à dire favorable aux adaptations. Elle évolue dès lors que le juge se trouve confronté à de nouveaux cas<sup>674</sup>. En ce sens, ce sont bien les juges qui produisent la loi autant qu'ils la font appliquer.

On peut donc comprendre que ce cadre légal prête, aujourd'hui, en matière de financement, une attention toute particulière à la défense du détenteur de titres ainsi qu'à l'application des contrats, comme respect du droit inhérent à la propriété individuelle.

La nouvelle configuration que cette conception du droit permet d'opérer en matière d'asymétrie d'information explique, au moins pour partie, la place décisive qu'occupent les marchés financiers dans l'activité économique américaine et anglaise.

La nature des normes légales est donc importante à prendre en compte pour comprendre la structure du système financier. Les normes légales sont également un déterminant essentiel du processus de croissance. Par contre, la structure du financement de l'activité n'est pas un élément probant pour expliquer la croissance<sup>675</sup>.

Il ne s'agit pas, bien entendu, de défendre l'idée d'une quelconque neutralité de la structure du passif du bilan.

Cependant, on devra simplement constater que la structure financière n'explique pas les différentiels de croissance observables entre pays dotés d'un capitalisme parvenu à maturité<sup>676</sup>. La forme prise par le mode de financement de l'activité importe non seulement au regard du système de normes juridiques en vigueur dans un pays donné, mais aussi des fondements culturels sous-jacents à chaque aire juridique.

Un certain nombre d'analyses, en particulier celle menée par Garretsen, Lensink et Sterken<sup>677</sup> permet de préciser cette approche. Ces auteurs présentent un ensemble d'estimations de variables susceptibles d'expliquer le développement des marchés financiers.

Reprenant les caractéristiques légales habituelles<sup>678</sup>, ils leur substituent, comme

<sup>674</sup> Le dicton relevé par **Zweigert et Kotz** (Op. Cité P 181) : "The life of the law has not been logic: It has been experience" exprime bien cet état de fait.

<sup>675</sup> Cf. infra paragraphe 2-1.

<sup>676</sup> Cela implique qu'il ne saurait y avoir un mode de financement optimum dans l'absolu. Celui-ci est seulement relatif à l'environnement du système de financement, en particulier en ce qui concerne le champ légal, sociétal et culturel.

<sup>677</sup> **Garretsen H, Lensink R, Sterken E**: « Development of Stock Markets, Societal Norms and Legal Institutions" Department of Applied Economics. University of Nijmegen. March 2000. P 57.

<sup>678</sup> Cf. **Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross** et **Laporta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Sheifler Andrei, Vishny Robert** Op. Cités.

variables muettes, d'abord l'origine légale, permettant d'opposer la « Common Law » aux « Continental Laws », puis, d'autre part, des éléments portant sur des normes sociétales remarquables propres aux pays déjà utilisés sous l'angle juridique<sup>679</sup>.

Ils montrent, à travers cette analyse, que le fait culturel est corrélé de manière plus robuste que les fondements légaux à la forme spécifique du financement. Le système légal est essentiellement vu par ces auteurs comme une conséquence du facteur culturel au même titre que le financement lui-même.

Les précisions apportées par cette analyse, en introduisant un facteur culturel comme instance causale du système légal, limitent le pouvoir explicatif propre au cadre juridique. Mais elles n'empêchent pas de considérer celui-ci comme un indice important permettant d'interpréter l'existence de formes diverses dans les modes de financement du capitalisme de maturité.

La démarche adoptée jusqu'à présent a permis de concevoir le développement financier comme un processus qui, sous contrainte du système légal (incluant les normes sociétales), présente un caractère relativement linéaire.

Dans la phase émergente du capitalisme productif, telle que nous l'avons envisagée dans la seconde partie, le financement est fondamentalement dominé par l'intermédiation bancaire. Par contre, dès lors que le capitalisme parvient à sa maturité, les facteurs sociaux, culturels et juridiques orientent le système de financement vers le marché ou une nouvelle forme de l'intermédiation bancaire.

Sans remettre en cause la validité de ce processus, il est nécessaire maintenant, de comprendre que cette tendance profonde du développement financier du capitalisme de maturité ne se réalise pas de manière linéaire lorsque l'on procède à une analyse concrète, c'est à dire prenant en compte l'historicité du phénomène.

L'évolution du système financier, pendant le XX<sup>e</sup> siècle, dans les pays de capitalisme parvenu à maturité montre, effectivement, pour certaines périodes, l'existence d'une corrélation forte entre le développement des marchés financiers et le processus de croissance.

Cependant, d'autres périodes présentent un tout autre profil et indiquent un retour significatif à la domination du financement bancaire.

Il est donc décisif d'expliquer pour quelles raisons l'évolution des modes de financement ne présente pas la continuité que les analyses économétriques précédemment citées laissaient pressentir. Cela ne remettra pas en cause l'analyse ci-dessus. La tendance constatée, qui relie le système légal et sociétal à la structure du financement, existe clairement.

Mais, il ne saurait être question de confondre cette tendance avec son achèvement car d'autres contraintes rendent cette évolution, sur des « **temps longs** », plus complexe qu'une analyse portant sur les dernières années du XX<sup>e</sup> siècle le laissait présager.

Une recherche s'efforçant de restituer l'évolution structurelle, de longue période, du

---

<sup>679</sup> Ces normes incluent, à titre d'exemples, les thèmes relatifs aux relations à l'autorité, la nature du lien entre individu et société, les rapports individuels et sociaux à l'incertitude...

système de financement se heurte, d'abord, à une difficulté d'ordre méthodologique.

Il faut choisir une démarche analytique qui soit utilisable sur toute la période considérée tout en résolvant le problème de la collecte des ressources en particulier pour le début du siècle. Les données de première main sont souvent indisponibles et, lorsqu'elles existent, répondent à des préoccupations différentes de celles d'aujourd'hui rendant ainsi une étude comparative complexe.

Pour résoudre ces questions méthodologiques Rajan et Zingales<sup>680</sup> se sont efforcés d'adapter les indicateurs pour l'ensemble de la période en cherchant à les relier aux modalités couramment adoptées par la littérature contemporaine<sup>681</sup>.

L'évolution du secteur bancaire sera évaluée en utilisant le ratio « **Dépôts/ PIB** » qui permet une analyse convenable quoique s'appuyant exclusivement sur le passif bancaire<sup>682</sup>. C'est cependant, la seule série disponible dans l'ensemble des pays étudiés sur la totalité de la période considérée.

Pour ce qui concerne le marché des titres, le ratio « **Emission de titres / Formation Brute de Capital Fixe** » peut être utilisé mais les données relatives à l'investissement des entreprises sont souvent partielles, il en résulte le choix de la FBCF comme variable approchée. La difficulté propre à ce ratio réside dans le caractère cyclique des émissions de titres et au fait que les cycles ne sont pas coordonnés entre les pays.

Aussi, un autre indicateur, moins sensible à ce caractère cyclique, doit être mis en œuvre. La « **Capitalisation totale du marché des titres** » semble échapper à ce type de difficulté d'analyse, bien que la présence d'entreprises dont la valeur des titres a fortement augmenté puisse donner l'impression d'un marché financier plus important qu'il n'est en réalité.

Enfin, l'évolution du « **Nombre de firmes inscrites au marché financier par million d'habitants** » permet d'estimer l'importance du financement de marché sans subir la perturbation des fluctuations du prix des titres<sup>683</sup>.

Le document X synthétise certains résultats obtenus à l'échelle du vingtième siècle. Nous avons choisi de focaliser notre attention sur quatre pays<sup>684</sup> car ceux-ci illustrent particulièrement l'opposition des principales structures de financement dont dispose le capitalisme de maturité.

<sup>680</sup> **Rajan.G.Raghuram, Zingales Luigi:** « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century » Economics Department Working Papers n° 265. OCDE. Paris. 12 Octobre 2000.

<sup>681</sup> **King, Levine (1993), Demirgüç-Kunt, Maksimovic (1998), Levine, Zervos (1998).**

<sup>682</sup> Elle ignore l'actif. Les banques allemandes ayant une plus grande partie de leur actif investi dans les prêts commerciaux que les banques anglaises, cela peut conduire à sous-estimer l'importance des banques allemandes sur le marché du crédit.

<sup>683</sup> Cependant, les phénomènes de consolidation ou de fractionnement du capital réduisent quelque peu la portée de cet indicateur.

<sup>684</sup> Plutôt que les 24 pays de l'échantillon analysés par Rajan et Zingales.

Il apparaît d'abord clairement que les systèmes financiers étaient déjà fortement développés dès 1913. Quel que soit le ratio analysé, les résultats obtenus en 1913 sont comparables à ceux de 1990 sinon à ceux de 1999.

L'émission de titres relative au niveau de la FBCF de 1913 (et de 1929) correspond à une source d'investissement des entreprises aussi importante qu'en 1990 malgré les biais relevés précédemment. Pour ce qui concerne les entreprises inscrites à la cote (par million d'habitants), les données de 1913 et de 1929 ne se retrouvent qu'à partir des années 90. La plupart du temps, les marchés financiers paraissent plus importants en 1913 ou 1929 que pendant les années 80.

On peut ensuite remarquer que le modèle de développement financier propre à la période précédant la seconde guerre mondiale se présente différemment aujourd'hui. Avant la première guerre mondiale, l'émission de titres paraît être relativement plus importante sur le continent européen ou même au Japon qu'aux Etats-Unis. La Grande Bretagne, seule, à cette époque, semble disposer d'un très haut niveau de capitalisation.

Ce résultat est d'ailleurs cohérent avec les analyses proposées en ce qui concerne l'analyse des modes de financement du capitalisme productif émergent en Europe<sup>685</sup>.

La distinction traditionnelle entre le modèle continental et le modèle anglo-saxon semble peu opératoire avant la première guerre mondiale. Par contre, elle va le devenir très nettement après la seconde guerre.

Ce résultat est important puisqu'il limite la portée des analyses en terme de système légal. Les pays disposant d'un système basé sur la « Common Law » protégeant de manière plus efficace leurs investisseurs financiers devraient disposer d'un développement du marché financier plus avancé.

Si l'on admet que l'existence du système légal fondé sur un substrat culturel spécifique présente une certaine stabilité à travers le temps, la structure de financement devrait s'orienter très tôt vers le marché des titres.

Or, les résultats obtenus dans le cas américain semblent infirmer cette hypothèse. Le manque de corrélation entre le développement financier de 1913 et celui de 1999 rend donc nécessaire une série d'hypothèses complémentaires à une seule explication par la nature du système légal.

**Document X : L'évolution du développement financier pendant le vingtième siècle pour quatre pays et à travers quatre ratios**

---

<sup>685</sup> Cf. Supra. Chapitre I, deuxième partie.

**TROISIEME PARTIE DUALITE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LE CAPITALISME  
PRODUCTIF DE MATURITE**

Années Ratio / Pays	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1999
<u>Dépôts/PIB :</u>	0.53	0.27	0.25	0.20	0.31	0.46	0.49	0.55	0.60
Allemagne	0.19	0.18	0.99	0.20	0.16	0.22	0.79	1.08	1.11
Japon GB	0.50	0.33	0.45	0.53	0.25	0.20	0.29	0.94	1.11
Etats-Unis	0.33	0.33	0.44	0.46	0.38	0.42	0.30	0.33	0.30
<u>Titres/FBCF :</u>	0.07	0.17	0.06	0.00	0.04	0.02	0.01	0.04	0.06
Allemagne	0.08	0.13	0.75	0.08	0.15	0.03	0.01	24.78	0.08
Japon GB	0.14	0.35	0.09		0.09	0.01	0.04	0.06	0.09
Etats-Unis	0.04	0.38	0.01		0.02	0.07	0.04	0.04	0.12
<u>Capitalisation/PIB</u>	0.45	0.35	0.18	0.15	0.35	0.16	0.09	0.20	0.67
Allemagne	0.49	1.20	1.81	0.05	0.36	0.23	0.33	1.64	0.95
Japon GB	1.09	0.75	1.92	0.86	1.15	1.99	0.38	0.81	2.25
Etats-Unis	0.41		0.56	0.33	0.61	0.66	0.46	0.54	1.52
<u>Entreprises inscrites/Population :</u>	15.80	12.52	10.91	13.22	11.33	9.07	7.46	6.53	11.09
Allemagne	7.53	16.65	19.48	9.15	8.35	15.19	14.80	16.76	20.00
Japon GB	47.06	6.92	6.52	6.94	6.33	6.59	47.22	29.63	31.11
Etats-Unis	3.84						23.11	26.41	28.88

**Rajan.G.Raghuram, Zingales Luigi:** « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century » Economics Department Working Papers n° 265. OCDE. Paris. 12 Octobre 2000.

Synthèse des Tableaux 2 à 5. P 38 à 41.

La troisième remarque concerne le caractère non linéaire du processus de développement financier. Entre 1929 et 1980, le développement financier connaît un mouvement « régressif ». Les résultats exprimés par le tableau ci-dessus sont confirmés par une analyse concernant l'ensemble des 24 pays de l'échantillon<sup>686</sup>.

Alors que le niveau moyen du ratio «Dépôts / PIB» reste stable sur la période<sup>687</sup>, on assiste au contraire à une forte baisse du ratio «Capitalisation / PIB». Celui-ci décline de 56% en 1913 à 25% en 1980. Le nombre de firmes inscrites à la cote subit d'ailleurs le même mouvement passant de 23 par million à 20 par million de 1913 à 1980.

Les difficultés à développer un système financier sont souvent expliquées par le niveau trop élevé des coûts d'établissement<sup>688</sup>. On pourrait donc s'attendre à ce que la résolution de ce problème permette le déroulement du processus financier. Or, la réduction de la place du marché financier, au milieu du vingtième siècle, rend cette

<sup>686</sup> Op. Cité P 14.

<sup>687</sup> 41% en 1913 et 40% en 1980.

<sup>688</sup> **Bencivenga.V.R, Smith.B.D:** «Financial Intermediation and EndogenousGrowth » Review of Economics Studies P 195-209. 1991.

explication insuffisante.

On peut également remarquer que le degré de régression du développement financier est variable selon les pays concernés. Le cas américain est remarquable, à cet égard, puisque si l'on analyse les données propres au marché, l'amplitude des modifications est sensiblement plus importante que celles constatées dans un pays comme l'Allemagne.

Enfin, le phénomène probablement le plus significatif reste l'évolution tout à fait spectaculaire du développement financier dans la dernière décennie du vingtième siècle. La période 1980-1999 est, en effet, marquée par une forte croissance de tous les indicateurs de développement des marchés financiers. Si l'on se réfère, sur cette période, à l'ensemble des pays de l'échantillon, le ratio «Dépôts/ PIB» augmente en moyenne de 50%, le ratio «Capitalisation /PIB» est multiplié par quatre ainsi que le ratio «Titres / FBCF».

Le manque de continuité constaté dans le processus de développement financier rend donc nécessaire de reconsidérer l'analyse théorique sous-jacente. Le perfectionnement du système légal pouvait laisser penser que le mouvement vers l'extension des formes de financement par le marché était irrépessible.

Les résultats obtenus sur le long terme montrent que le développement financier obéit à des impératifs plus complexes qui, sans nécessairement remettre en cause les explications en terme de système légal et sociétal, lui adjoignent d'autres éléments de causalité.

Un élément essentiel à considérer tient à la capacité politique du gouvernement de faire appliquer un système de normes légales<sup>689</sup>. En l'absence de cette capacité, le système légal n'est pas capable de limiter les asymétries d'information, d'assurer un certain niveau de transparence et, en conséquence de favoriser l'émergence d'un financement de marché plus développé.

D'autre part, l'intégration d'une dimension politique dans le processus du développement financier permet d'interpréter d'une manière particulière la non-linéarité de ce processus. En particulier, on peut analyser la remise en cause de l'évolution vers le financement de marché, telle qu'elle s'est opérée entre 1929 et 1980, en mettant en lumière l'existence de rapports de force changeants ayant pour enjeu la nature même du mode financement de l'activité.

De ce point de vue, l'analyse de Rajan et Zingales considère que l'avènement de la domination d'un financement de marché remet en cause l'existence d'un système de rente propre au financement bancaire et marquant les comportements du financier comme celui de l'entrepreneur.

En effet, l'avantage que procure l'absence d'un financement de marché à un titulaire de rente financière est évident. Il se révèle, seul, apte à financer ces projets, sans subir la sanction du marché, parce qu'il dispose d'une réputation et de collatéraux suffisants pour s'assurer le pouvoir de garantir le retour sur investissement des projets mis en œuvre<sup>690</sup>.

---

<sup>689</sup> **Rajan.G.Raghuram, Zingales Luigi:** Op. Cité P 16.

On comprend que l'existence d'un système légal favorisant la transparence remet, au moins partiellement en cause, les assises sur lesquels se constitue ce système de rente. L'existence de règles plus précises et leur application qualitativement meilleure réduit l'importance de la réputation et des collatéraux dont dispose le titulaire de la rente, puisque cette nouvelle situation permet l'entrée de nouveaux prêteurs qui vont entrer en concurrence avec lui.

Etudiant le cas de l'Allemagne, Kukies<sup>691</sup> montre qu'avant l'introduction du nouveau marché financier, peu d'entreprises finançaient leur activité par le recours à l'émission de titres. Celles qui agissaient de cette manière étaient, en général, les plus anciennes (au moins cinquante ans d'existence) et les plus connues.

Le nouveau marché financier, disposant de procédures d'information standards permet à des sociétés plus jeunes et ne disposant pas nécessairement d'une solide réputation de lever des fonds<sup>692</sup>. Leur âge moyen est descendu au-dessous de douze ans et la plus grande partie intervenant dans le secteur des nouvelles technologies ne présente pas encore de preuves d'une quelconque profitabilité.

La perte d'un avantage informationnel, par l'apparition de règles valables pour tous les intervenants et réellement observées par eux-mêmes, remet en cause la capacité des titulaires de rentes à influencer les pouvoirs politiques et judiciaires.

En l'absence d'informations fiables et d'une garantie d'application de la loi, le financement ne peut être envisagé que sur une base de partenariat entre la banque et l'entreprise. Ce type de relation, outre qu'il permet à l'entreprise de disposer de capitaux dans des conditions favorables, comme nous venons de le voir, assure au financier un retour garanti par les formes de pouvoir dont il dispose sur l'entreprise qu'il finance.

Le financier peut, par exemple, posséder tout ou partie de l'entreprise, il peut également prendre des participations dans le capital et imposer son monopole de financement. Dans tous ces cas, il se trouve en situation d'imposer une barrière à l'entrée face à d'éventuels concurrents.

La mise en place d'un système plus compétitif, en facilitant la venue de nouveaux entrants, ne peut que dissoudre la rente propre au système de partenariat financier. Cependant, promouvoir des barrières à l'entrée n'est pas nécessairement une solution optimum pour maintenir un niveau de rente satisfaisant.

En premier lieu, cette méthode implique un coût d'application des restrictions particulièrement onéreux. Toute innovation financière doit d'abord être perçue, évaluée pour subir finalement un ensemble de restrictions. L'opération de contrôle devient, pour la bureaucratie, un moyen de prélever sa part de la rente. Si, au contraire, le marché

<sup>690</sup> **Lamoureaux N:** « Insider Lending » National Bureau of Economic Research. 1994.

<sup>691</sup> **Kukies Jorg:** « The Effect of Introducing a New Exchange stock on the IPO Process » Mimeo, University of Chicago. 2000. In **Rajan.G.Raghuram, Zingales Luigi:** Op. Cité. P 17.

<sup>692</sup> Cette remarque peut évidemment être relativisée si l'on se réfère à l'éclatement de la bulle technologique du début des années 2000 qui oblige à réfléchir en terme de fragilité de marché. Voir Infra chapitre III. Troisième partie.

demeure simplement non développé, les coûts de contrôle disparaissent, sans pour autant favoriser une concurrence préjudiciable à la rente.

De plus, l'application d'un plan de restriction à l'entrée constitue un choix politique visible et apparaît plus clairement, du moins dans une société démocratique, comme une volonté évidente de préserver la rente. Dans ce cas également, le fait de laisser le système financier fonctionner sur des bases plus archaïques permet d'éviter ce type de problème.

Cela peut même apparaître comme une mesure de service public puisque, par exemple, refuser l'accès à la cote pour des sociétés très jeunes peut aisément s'expliquer comme élément d'une politique de protection des investisseurs financiers.

Enfin, un système de restrictions à l'entrée ne permet pas de définir des règles d'attribution précises en ce qui concerne les droits sur la rente issue du développement d'innovation sur le marché intérieur. Le rôle de la bureaucratie, dans l'administration de l'évolution du système de financement et de la répartition de la rente, devient prépondérant.

Au contraire, l'absence de développement du système financier, c'est à dire un système de « **répression financière** », réduisant le nombre de titulaires de la rente, rend son attribution mieux définie dans le cas de la mise en œuvre d'une innovation.

La disparition de la rente bénéficie d'abord aux entrepreneurs innovants nécessitant un niveau d'investissement élevé. Pour eux, comme d'ailleurs pour l'ensemble des ménages, le développement financier signifie une baisse importante du coût de financement.

Cependant, leur situation défavorable dans le rapport de force avec les titulaires de rentes financières, ne peut pas leur permettre d'impulser ce développement financier. Le développement financier n'apparaîtra, en fait, que lorsque le changement de contexte économique induira, pour le système rentier lui-même, un besoin de modifier sa stratégie traditionnelle.

En règle générale, comme on vient de le voir, le développement financier réduit les possibilités de rente. Cependant, certaines situations modifient cette perspective. Ainsi, l'apparition d'une phase de croissance forte impulse une demande de financement auquel le système traditionnel ne peut que difficilement répondre compte tenu de ses structures inappropriées.

Une telle situation se produit, à la fois comme cause et conséquence, lorsque l'économie s'ouvre sur l'extérieur.

La possibilité de financement extérieur permet de développer les opportunités productives, mais, elle favorise également l'accroissement de la concurrence, orientant ainsi la structure financière dans la direction du marché.

L'Etat, lui-même, peut stimuler ce processus, puisque, non seulement il favorise le développement de l'appareil productif, mais il permet de répondre favorablement à sa propre contrainte financière.

La réduction des rentes qui en résulte rend l'opportunité d'entrer dans le système

financier moins attrayante pour les candidats domestiques potentiels. Par contre, la présence des capitaux étrangers impulse, en ce qui concerne le système productif et financier domestique, une remise en cause radicale de sa gestion traditionnelle.

En effet, compte tenu des coûts fixes et à cause des asymétries d'information, les firmes modernes mais de taille limitée ne bénéficient pas, du moins dans un premier temps, du financement externe.

Seules les firmes traditionnelles, de grande dimension, disposent de cet accès. C'est celui-ci qui va promouvoir le développement financier. Rajan et Zingales<sup>693</sup> décrivent ainsi ce processus :

**« Les rentiers ont accès aux marchés financiers internationaux qu'ils peuvent utiliser sans ouvrir la voie à de nouveaux entrants ; ils n'ont donc aucune incitation à se restreindre eux-mêmes. Si toutes les grandes firmes, cependant, accroissent leur financement externe, les institutions financières domestiques perdent leurs rentes et se sentent obligées de stimuler le développement financier. [...] C'est ce qui est arrivé au Japon dans les années 80 lorsque les principales firmes industrielles se tournèrent vers l'Euromarché pour emprunter et que les banques japonaises devinrent alors les principales supporteurs de la dérégulation. »**

On doit ajouter le fait que les investisseurs financiers domestiques préfèrent quitter une zone de répression financière pour gagner des marchés financiers plus développés et offrant de meilleures opportunités ainsi qu'une diversification optimum.

Cette perte d'une source de financement captive impose au secteur financier local d'accepter la compétition avec les marchés extérieurs.

Enfin, les financeurs étrangers, eux-mêmes, constituent une source de pression non négligeable puisque leur intérêt les porte à privilégier la transparence des contrats plutôt que les arrangements négociés fatalement plus opaques.

La poussée du développement financier telle que nous venons de l'évoquer, est perceptible, pour ce qui est des pays disposant d'un capitalisme productif parvenu à maturité, dans le premier tiers du XX<sup>e</sup> siècle ainsi qu'à partir des années 80<sup>694</sup>.

Il reste que la période intermédiaire correspond clairement à une remise en cause du développement financier alors que le système légal concernant le financement, n'a pas été, dans l'ensemble de ces pays, remis en cause de manière radicale.

Le rôle de la rente doit alors être réexaminé car si elle peut conduire à des équilibres sous optimaux comme l'enseigne la théorie néoclassique, elle peut également accompagner la formation de relations financières de long terme pouvant développer le

---

<sup>693</sup> «Incumbents have access to foreign financial markets that they can tap without opening the way for new entrant, they have no incentives to restrain themselves. If all the large firms, however, raise finance outside, domestic financial institutions lose rents and feel compelled to push for financial development. As we will argue, this what happened in Japan in the beginning of the 1980s, when the majors industrial firms turned to the Euro market to borrow and Japanese banks became big supporteurs of the deregulation. » Op.Cité P 18.

<sup>694</sup> Cette même tendance a pu être observée également à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle.

bien-être notamment en procurant aux acteurs du système financier une assurance contre les risques que le marché n'est pas en mesure de garantir.

A travers son étude empirique, Rodrick<sup>695</sup> montre que le développement du marché financier, résultant de l'ouverture économique, provoque trois conséquences majeures. Tout d'abord, ce processus accroît le risque financier ; il stimule ensuite, une demande d'assurance de la part de la puissance publique ; il provoque enfin, une réduction de la capacité du gouvernement à offrir cette assurance.

Dés lors, la « Grande Dépression » des années trente peut être interprétée comme le moment où les gouvernements répondent à la crise du marché par une remise en cause de l'ouverture économique sur le plan commercial comme financier<sup>696</sup>.

Le système de rente peut alors inverser le processus de développement financier en profitant du retour des méthodes de protection des économies nationales.

On peut, en effet, montrer l'existence d'un lien entre le développement des marchés financiers, la montée des asymétries d'information et, en conséquence, le besoin de se garantir de la part des agents économiques.

Lorsque la relation entre emprunteurs et prêteurs est médiatisée par la banque, celle-ci se révèle apte à réduire les asymétries d'information en établissant une relation fondée sur la supervision financière des débiteurs qui, certes, élève les coûts de financement, mais assure l'équilibre du créancier.

Dans un système de marché financier, la compétition entre les institutions financières remet en cause l'incitation individuelle à se porter au secours des entreprises en situation financière délicate.

Ce comportement de passager clandestin obligé, de la part des institutions financières, en détruisant la relation privilégiée du débiteur et du créancier sur le long terme, semble donc pouvoir accroître de manière considérable le risque financier. Avant la première guerre, cette situation ne se révélait pas encore avec la même acuité car la place du financement de marché, croissante, s'appuyait sur une domination (pratique et non seulement idéologique) incontestable du paradigme libéral dans tous les domaines de la vie économique et sociale<sup>697</sup>.

Les deux guerres mondiales et la Grande Dépression vont détruire cet état de fait.

<sup>695</sup> **Rodrick.D.** "Has Globalisation Gone Too Far?" Institute for International Economics. Washington DC. 1997.

<sup>696</sup> L'analyse de Rodrick est consolidée par **Bordo, Eichengreen, Irwin** : « Is Globalization Really Different than a Hundred Years ago ? » NBER Working Paper 7195. juin 1999 qui constatent que la globalisation était à peu près équivalente à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle à ce qu'elle est aujourd'hui. Les deux guerres et la dépression des années trente ont induit un repli national et une désintégration mondiale.

<sup>697</sup> La même analyse peut être conduite pour ce qui concerne tous les marchés. Il était admis que les retournements conjoncturels ne nécessitaient pas d'intervention exogène. C'était aux acteurs intervenant sur ce marché de supporter les coûts du retour à l'équilibre. Cette situation était favorisée par la faiblesse de l'organisation des groupes sociaux en compétition (avec comme conséquence un rapport de force défavorable pour le Travail) ainsi que par la place de l'étalon or qui dissuadait les Etats d'agir sur le plan budgétaire.

Dés la fin de la première guerre mondiale, l'économie et la société vont sortir largement transformées en particulier sur deux points. D'une part, l'économie va tendre à s'organiser et à se hiérarchiser. D'autre part, les relations sociales vont se modifier grâce à une structuration du mouvement ouvrier.

Malgré cela, le consensus libéral demeure puissant, mais il devient plus difficile de faire porter à un groupe social particulier le poids de la totalité des ajustements sans contreparties. Il résulte de cette nouvelle configuration<sup>698</sup>, le développement de déficits publics que l'on cherche à résoudre par une politique monétaire déflationniste et un endettement auprès du prêteur international qui, jusqu'à 1928, restent les Etats-Unis.

La crise des années trente induit des solutions nationales très diverses mais dont le point commun reste une réduction de la place du marché (domestique et international) comme instance de coordination de l'activité. Les conséquences sur le plan financier sont tout aussi profondes. Dans ce domaine également, la compétition est institutionnellement limitée à l'intérieur et à l'extérieur des pays en dépression.

Le contrôle du système financier provoque un retour au dispositif ancien. Il introduit des barrières à l'entrée et reconstitue le mode de fonctionnement rentier qui accompagne la limitation du cadre compétitif propre au marché. Le retour à l'équilibre du secteur financier est rendu possible par la remise en cause des mouvements internationaux de capitaux qui s'étaient développés avant la crise. Un nouveau consensus financier s'établit, dont Rajan et Zingales établissent les contours généraux ainsi :<sup>699</sup>

**« D'ailleurs, les contrôles gouvernementaux offraient la perspective de la mise en place de cartels, qui pouvaient améliorer plutôt que réduire la profitabilité. Avec peu de chance d'avoir une concurrence provenant des capitaux étrangers dans le secteur financier et avec des marchés financiers moribonds, les institutions financières domestiques étaient prêtes à accepter ce retournement, spécialement sur leurs activités orientées vers le marché, à partir du moment où la conséquence en était que les autres activités devenaient plus profitables. »**

L'intervention publique sur le secteur financier prend deux formes principales pendant cette période. Tout d'abord, la puissance publique organise la structuration du système bancaire en favorisant le processus de concentration, tout en limitant drastiquement la compétition interbancaire.

Ces mesures de réorganisation sont d'autant mieux acceptées par les banques que celles-ci se voient attribuer une part de la rente prélevée sur le secteur productif. La stratégie bancaire devient, dès lors, très conservatrice voir suspicieuse vis à vis des nouveaux entrants en industrie et beaucoup plus tolérante pour les grandes firmes disposant de l'aval de l'Etat.

Bien entendu, ce type de restructuration du secteur bancaire n'atteindrait pas son but

<sup>698</sup> Sous la contrainte du Gold Exchange Standard.

<sup>699</sup> « Moreover, government controls brought with them the prospect of government enforced cartels, which could enhance rather than reduce profitability. With little prospect of foreign competition in the financial sector, and with financial markets moribund, domestic financial institutions were willing to accept curbs, especially on their market oriented activities, if other activities were consequently rendered more profitable" Op. Cité P 29.

si le marché financier demeurait en l'état. C'est précisément dans ce domaine que la seconde forme de l'intervention publique va s'exprimer. Le gouvernement va choisir de diriger les flux de l'investissement privé à travers le système bancaire plus aisément contrôlable que par l'intermédiaire du marché financier sur lequel le contrôle public est plus indirect.

Dans la plupart des pays concernés, des mesures de restrictions des possibilités d'émettre des titres financiers ont été prises avec une plus grande sévérité dans les conditions aux Etats-Unis, une limitation sur le niveau des dividendes en Allemagne et même une interdiction d'émettre au Japon.

La période des guerres et de la dépression conduit donc à un retrait des marchés financiers et à une concentration du système bancaire. L'allocation du capital passe, directement ou indirectement, sous le contrôle de l'Etat dans un cadre largement marqué par l'autarcie. La sphère du marché financier se rétrécit au profit du cadre organisé des transactions financières. Le passage du marché à l'organisation répondant à la nécessité de réduire l'incertitude.

Une question importante reste cependant posée si l'on considère la période étudiée. L'influence du politique semble, en effet, largement expliquer le retour à un ordre financier non axé prioritairement sur le marché pendant la période des guerres mondiales et de la dépression.

Il apparaît donc curieux de constater le maintien de ce modèle alors même que la période postérieure à la seconde guerre mondiale connaît des taux de croissance inédits. Dans ce cas, on aurait pu penser que le retour du marché comme instance de coordination des transactions financières devrait devenir patent. Or, cela est infirmé par les faits.

L'influence du système légal aurait dû pouvoir à nouveau jouer, après la fin de la seconde guerre mondiale et induire une nouvelle phase de développement financier. Or, cette situation ne va apparaître que dans les années 80, certes avec une puissance remarquable mais néanmoins avec un retard que la théorie<sup>700</sup> semble ne pas avoir complètement expliqué.

Le premier élément, susceptible d'apporter un éclairage sur ce problème, semble être le degré d'ouverture internationale des économies après la seconde guerre mondiale<sup>701</sup>. Il atteint 5,2% en 1950 alors qu'il se montait à 8,2% en 1913<sup>702</sup>. Les valeurs précédant la première guerre mondiale ne se retrouvent pas avant les années 70.

Cette situation peut, pour une part expliquer la faiblesse du développement financier dans cette période. Cependant, l'aspect essentiel porte sur la situation des mouvements de capitaux.

---

<sup>700</sup> Notamment celles qui insistent sur la relation entre la forme du système légal et le niveau de la croissance.

<sup>701</sup> Cf. Supra, le modèle de Lombardo et Pagano (Intégration et segmentation internationales).

<sup>702</sup> **O'Rourke Kevin, Williamson Jeffrey:** « Globalization and History : The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy » MIT Press, Cambridge. MA. 1999. P 30.

Les restrictions les frappant depuis la « *Grande Dépression* » sont, en partie, maintenues à travers les mesures imposées par l'accord de Bretton Woods.

Le système de change fixe, adopté en juillet 1944, favorise le commerce international de manière aussi efficace que le permettait le Gold Exchange Standard, mais cet accord s'accompagne d'un contrôle des changes sur le compte de capital dont la fonction reste celle de rendre aux gouvernements nationaux une capacité d'action favorisant, en particulier, la mise en œuvre de garanties à l'occasion des transactions financières.

L'existence d'une combinaison entre le libre échange sur les biens et sur les capitaux rend l'opposition au processus de développement financier inefficace parce que le secteur financier ne parvient pas à construire un partenariat durable avec les entreprises si celles-ci peuvent se financer à moindres coûts auprès de concurrents étrangers. L'absence complète de contrôle du flux de capitaux interdit le recours à des mécanismes de répression financière.

A contrario, le dispositif issu des accords mettant en place le Système Monétaire International laisse une marge de liberté suffisante aux acteurs financiers pour maintenir une relation spécifique entre banques et investisseurs dont la contrepartie est constituée par un système de rente financière.

Ce consensus impulsant la répression financière va se poursuivre alors même que la croissance économique de haute conjoncture ainsi que l'ouverture internationale des économies marquent la période d'après guerre.

Pourtant à partir des années 80, celui-ci va rapidement se fissurer. Le retour de la liberté des flux internationaux de capitaux, en remettant en cause la répression financière, va orienter le mode de financement vers le marché, en rupture complète avec les cinquante années précédentes.

La rupture du système de Bretton Woods et ses causes sous-jacentes<sup>703</sup> permettent d'en comprendre le mécanisme. Dès les années 70, alors que l'Europe et le Japon souhaitaient maintenir le contrôle des mouvements internationaux de capitaux, les Etats-Unis commencèrent à s'y opposer.

Face à leur déficit budgétaire et commercial croissant, ils souhaitaient développer un marché financier attractif permettant de drainer une part importante des capitaux internationaux<sup>704</sup> pour résoudre les déséquilibres mentionnés<sup>705</sup>.

Dés 1974, les Etats-Unis vont supprimer le contrôle des flux de capitaux, puis,

---

<sup>703</sup> Cf. **Helleiner E.** : « From Bretton Woods to Global Finance: A World Turned Upside Down » in R.Stubbs and G.Underhill (ed.). Political Economy and the Changing Global Order. Toronto. 1994.

<sup>704</sup> Cf. l'analyse d'Emmanuel Todd montrant la complémentarité entre le leadership politique et militaire mondial maintenu couplé à un déclin économique et commercial. In **Todd E.** : « Après l'Empire. Essai sur la décomposition du système américain » Edition Gallimard. P 253. 2002.

<sup>705</sup> Dans le même ordre d'idée, la Grande Bretagne souhaitait également une remise en cause du contrôle des mouvements de capitaux pour redonner à Londres sa place traditionnelle de marchés des capitaux. Dès 1960, elle encourage donc la naissance du marché de l'Eurodollar.

l'année suivante, débutera la première partie du processus de dérégulation de la bourse de New York. La Grande Bretagne fera de même entre 1979 et 1986.

A la fin des années 80, l'ensemble des pays dotés d'un capitalisme de maturité a ouvert son marché du capital<sup>706</sup>. La résurgence du marché financier, dans les dernières décennies du vingtième siècle, est donc étroitement corrélée, à la fois, à la libéralisation des échanges de biens et à la globalisation financière.

Cette analyse ne s'oppose pas de manière radicale à l'idée que la nature du système légal est une donnée importante pour rendre compte de la forme du mode de financement. Il s'agit bien d'une tendance forte que porte en lui le capitalisme parvenu à maturité. Cependant, il y a loin de la tendance à son achèvement. L'histoire financière du vingtième siècle fait apparaître un cheminement beaucoup moins linéaire que les approches en terme d'amélioration du système légal ne le laisserait supposer.

Il semble que l'efficacité du marché financier, basée sur le libre échange des biens et des capitaux, trouve sa contrepartie dans une fragilité manifeste résultant de la destruction opérée dans les relations de financement partenariales et les garanties provenant des dispositifs de répression financière.

Cela explique un possible « retour en arrière » des processus de développement financier malgré l'existence d'un système légal apte à réduire une partie des asymétries d'information propres aux transactions financières.

La physionomie des modes de financement du capitalisme de maturité laisse donc apparaître un fonctionnement dual appuyé à la fois sur l'organisation bancaire et sur le marché financier, dont il faut maintenant apprécier sur le plan théorique leur opposition et leur complémentarité, afin de faire émerger la nature complexe des types de fragilités propres à ce système économique.

## 2- LA DUALITE FINANCIERE DU CAPITALISME DE MATURITE SUR LE PLAN THEORIQUE :

---

### 2-1- Banque et marché comme substituts :

Le financement bancaire reste la source externe dominante dans tous les pays développés. Partout, il dépasse le financement par le marché, y compris dans un pays comme les Etats-Unis<sup>707</sup>.

Dans le même temps, si l'on considère le système financier du point de vue du volume relatif d'actifs possédés par les agents, on peut remarquer, qu'aux Etats-Unis, la part des actifs bancaire est très limitée (le ratio « **Actifs Bancaires / PIB** » est de 52% alors que celui de l'Allemagne atteint les 152%) alors que la situation inverse prévaut en

<sup>706</sup> La constitution de l'Union Economique et Monétaire en Europe a été un pas essentiel dans cette voie.

<sup>707</sup> **Mayer Colin**: « Financial Systems, Corporate Finance, and Economic development » in "Asymmetric Information, Corporate and investment" edited by Glenn Hubbard. University of Chicago. 1990. Table 1.

Allemagne où l'actif sous forme de titres s'avère faible par rapport à la situation américaine (Le ratio « **Titres / PIB** » est de 82% aux Etats-Unis contre seulement 24 % en Allemagne).

Si l'on prend en compte les processus de développement de l'une ou l'autre des formes de financement externe, on peut être amené, selon l'époque, à considérer que le financement bancaire remet en cause le financement de marché (la fin des années Trente) ou l'inverse (la fin du vingtième siècle). On peut donc penser qu'une forme historique peut se substituer à l'autre et réciproquement.

Sur le plan théorique, cette opposition se construit sur l'analyse des différentes fonctions du système de financement auxquelles la banque comme le marché pourraient contribuer chacun à l'exclusion de l'autre.

### **2-1-1- Banque et marché : La mobilisation de l'épargne et l'allocation de l'investissement comme premier enjeu.**

La banque et le marché se révèlent apte à mobiliser l'épargne et à allouer l'investissement parce qu'ils disposent d'une capacité à diminuer les coûts de transaction et à résoudre le problème d'asymétrie d'information contenu dans la relation financière. La manière de répondre à ces objectifs diffère cependant, si bien que l'efficacité relative de chacun d'eux reste en débat.

La banque, par sa situation, collecte l'épargne du public dans des proportions permettant la réalisation d'économie d'échelle<sup>708</sup> dont le résultat correspond à une réduction des coûts unitaires. D'autre part, grâce à ses capacités à établir des relations de long terme avec les emprunteurs, elle limite le hasard moral et la sélection adverse ; les créanciers acceptent alors plus aisément de lui déléguer le contrôle de leur épargne.

Sur le marché du crédit, en situation d'information imparfaite, les problèmes d'agence peuvent être résolus dès lors que le prêteur est en situation de sanctionner l'emprunteur dans le cas de défaut ou de performance insuffisante par rapport à celle annoncée<sup>709</sup>. En particulier, l'emprunteur est soumis au risque de ne pas se voir accorder un crédit à une période ultérieure.

Cependant, cette éventualité reste liée à la possibilité de renégociation du prêt. En effet, bien qu'il soit rationnel de menacer, par avance, l'emprunteur d'une suspension de nouveaux crédits, il est également évident que dans le cas de défaut, les engagements en cours se transforment en perte pour le prêteur.

Si l'emprunteur peut présenter un nouveau projet offrant une bonne opportunité, il semble avantageux, à la fois pour le prêteur et pour l'emprunteur de procéder à une renégociation de leur transaction.

En conséquence, la possibilité de renégociation du prêt dissimule un problème

<sup>708</sup> Puisqu'elle standardise les procédures de collecte, de traitement, de contrat, de contrôle, etc....

<sup>709</sup> **Stiglitz J, Weiss A:** « Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets » American Economic Review. 73. 912-27. 1983.

d'incohérence temporelle puisque si l'emprunteur anticipe que le prêteur peut ne pas mettre à exécution sa menace, l'incitation à présenter les résultats attendus s'affaiblit. L'engagement de l'emprunteur, optimal ex ante devient sous-optimal ex post.

Dans ce cas, quelle instance est la plus apte pour répondre à cette incohérence temporelle ? Si l'on prend l'exemple du marché obligataire américain<sup>710</sup>, celui-ci semble présenter un avantage sur la banque parce que si l'emprunteur souhaite obtenir de nouveaux fonds de ce marché alors qu'il n'a pas rempli ses engagements antérieurs, il se heurtera à une impossibilité.

En effet, les obligations sont aux mains d'un grand nombre de titulaires, ce qui rend difficile une renégociation de la créance compte tenu du niveau de coûts de transaction anticipés. De plus, l'emprunteur subit la présence d'un problème de « free rider » du côté des obligataires.

Chacun de ceux-ci a intérêt à refuser une nouvelle avance, évitant ainsi toute perte, en souhaitant que tous les autres acceptent une renégociation de la dette permettant la pérennité de l'entreprise.

La solution optimale, pour les intervenants sur le marché, consiste à acquérir la réputation de respecter leurs engagements en acceptant le coût d'une action sous-optimale (refus de renégocier) dans la perspective de conserver le niveau de sa réputation<sup>711</sup>.

D'un autre côté, c'est précisément, la capacité d'adopter un comportement coopératif avec l'entreprise, grâce aux relations de long terme qu'elle a su établir avec l'emprunteur, qui donne à la banque un avantage sur le marché.

Dans ce cas, la renégociation devient un comportement optimum n'entachant pas la réputation des acteurs. Cela est d'autant plus vrai que la banque acquiert une grande dimension. James<sup>712</sup> montre que plus une banque dispose d'une proportion importante de la dette des entreprises, plus elle se trouve en situation de se confronter à des défauts et plus la probabilité qu'elle participe à des restructurations d'entreprises, impliquant une renégociation de la dette, est forte.

Du point de vue de l'allocation de l'investissement et de la mobilisation de l'épargne, la banque et le marché semblent donc en mesure, avec des stratégies largement différentes de remplir des fonctions similaires, c'est à dire d'être de parfaits substituts financiers.

### **2-1-2- Banque, marché et la capacité informationnelle comme second enjeu.**

<sup>710</sup> **Dewatripont.M M, Maskin.E:** « Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies » Review of Economic Studies. 62, 541-55. 1995.

<sup>711</sup> **Dolar.Veronica, Meh.Césaire:** « Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey ». Working Paper 2002-24. Bank of Canada. 2002. P 12.

<sup>712</sup> **James Christopher:** « Bank Debt Restructuring and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress » Journal of Finance. 51, 711-727. 1996.

En situation d'asymétrie d'information, l'emprunteur dispose d'information sur la qualité de son projet contrairement au prêteur. Cette situation demande de la part de ce dernier, une capacité d'expertise permettant d'éviter que l'emprunteur présente son projet comme viable alors qu'il ne l'est pas, ceci conduisant à une mauvaise allocation de l'investissement.

L'expertise du projet étant coûteuse, il apparaît rationnel de la part des prêteurs de déléguer cette opération d'expertise à un intermédiaire disposant de la capacité d'éviter la multiplication des coûts de recherche d'information<sup>713</sup>, c'est à dire bénéficiant d'économie d'échelle en la matière.

Le fait de discriminer les projets et de rejeter ceux qui paraissent douteux permet d'alléger le coût du financement des emprunteurs, tout en contribuant, dans le même temps, à résoudre le problème de la sélection adverse.

En ce qui concerne la réalisation du projet, les emprunteurs possèdent également des informations privées sur les résultats obtenus et sur l'effort consenti pour y parvenir. La supervision devient donc nécessaire afin d'imposer aux agents de révéler le niveau de réalisation de leur projet.

L'absence de la mise en œuvre de cette capacité conduit à ne pas résoudre le problème du hasard moral et entraîne une limitation du retour attendu par le prêteur. En effet, l'emprunteur n'honorera sa promesse ex-ante de payer que si une incitation à le faire existe. Comme la supervision serait très coûteuse pour un prêteur individuel, il est efficace de la concéder à un seul agent, l'intermédiaire financier.

Diamond<sup>714</sup> montre, en effet, que le coût de la supervision diminue en fonction du nombre d'emprunteurs analysés du fait, là encore, des économies d'échelle réalisées. Il serait possible de résoudre ce problème contractuel en imposant des pénalités à l'emprunteur qui ne parvient pas à payer au-delà d'un minimum.

Mais, il peut être avantageux, en terme d'incitation, de chercher à s'informer sur la technologie mise en œuvre par l'entrepreneur afin de l'évaluer. C'est cette production d'information concernant l'activité de l'emprunteur qui va constituer le cœur de l'opération de supervision.

D'autre part, le fait qu'un emprunteur puisse être en relation avec plusieurs prêteurs signifie que chacun d'eux devrait supporter un coût de supervision : un problème de « passager clandestin » surgit donc. Le fait que l'opération de supervision soit déléguée à un intermédiaire bancaire devient la solution optimum pour l'éliminer.

Néanmoins, une nouvelle difficulté apparaît. Les prêteurs individuels se trouvent devant l'exigence impérieuse de superviser, non plus l'emprunteur, mais l'agent spécialisé dans le monitoring de cet emprunteur.

Cette question de la «supervision du superviseur»<sup>715</sup> s'exprime alors ainsi : les prêteurs en relation avec un intermédiaire bancaire peuvent réduire leur coût de

---

<sup>713</sup> **Boyd J.H, Prescott E.C:** « Financial Intermediary-coalitions" Journal of Economic Theory. 38: 211-32. 1986.

<sup>714</sup> **Diamond Douglas:** « Financial Intermediation and Delegated Monitoring » Review of Economic Studies. 51, 393-414. 1984.

supervision si le coût de supervision de l'intermédiaire est inférieur au coût de supervision direct de l'emprunteur par les prêteurs.

Dans ce cadre, l'apport de Diamond est de montrer que, lorsqu'un intermédiaire développe son activité, il doit s'engager à rétribuer les déposants de telle manière qu'un non-respect de cet engagement démontre l'incapacité de l'intermédiaire à superviser. Celui-ci encourt alors une pénalité non directement pécuniaire que l'on peut assimiler à une perte de réputation.

Dans le modèle de Diamond, la supervision déléguée à l'intermédiaire lui impose de gérer un portefeuille suffisamment diversifié de projets auxquels il attribue un financement. Il s'engage à superviser les emprunteurs en assurant aux prêteurs un retour fixé à l'avance. C'est l'existence d'un retour de cette nature qui constitue pour l'établissement bancaire une incitation majeure à produire l'information rendant efficace l'allocation des ressources.

La capacité de la banque à résoudre les asymétries d'information ne se pose pas uniquement à l'occasion de la supervision. D'autres problèmes inhérents au processus d'acquisition de l'information se posent et semblent également pouvoir être résolus de manière optimum par la présence, ici également, d'un intermédiaire financier.

A partir du moment où l'information concernant l'investissement des entreprises n'est pas « connaissance commune », les agents peuvent être amenés à la produire. Le fait que nombre d'entre eux s'orientent dans cette direction est clairement une voie inefficace puisque cela a pour conséquence de dupliquer les coûts de production de cette information.

D'un autre côté, si un nombre seulement limité d'agents la détient, il est en mesure de la vendre aux agents non informés. Cette transaction s'accompagne d'une difficulté majeure : l'agent informé ne peut assurer que l'information transmise est de la qualité requise. On se trouve donc en présence d'un problème de fiabilité<sup>716</sup>.

Ce problème induit une autre difficulté inhérente au processus informationnel. A partir du moment où le producteur détient une information crédible, on vient de voir qu'il peut la vendre à un autre agent.

Rien n'empêche celui-ci de la vendre, à son tour, sans en diminuer l'utilité pour lui-même puisqu'il s'agit ici d'un bien « non rival »<sup>717</sup>. Le producteur se trouve donc confronté à un « problème d'appropriabilité »<sup>718</sup> puisqu'il ne peut éviter la circulation de l'information. C'est l'opération même de recherche, quant à son efficacité privée, qui est

<sup>715</sup> « Monitoring the monitor » in **Diamond.D.W** Op. Cité.

<sup>716</sup> « Reliability problem » in **Hirshleifer.J.** « The Private and Social Value of Information and the Reward To Inventive Activity » American Economic Review. September 1971. P 561-74.

<sup>717</sup> **Cornes.R, Sandler.T.** « The Theory of Externalities, Public Goods, and Club Goods » Cambridge University Press. 1986.

<sup>718</sup> **Grossman. Sanford, Stiglitz.Joseph:** « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets » American Economic Review 61, 393-408. 1980.

remise en cause.

Du point de vue théorique, ce double problème pourrait être résolu de manière plus efficace par l'intermédiaire financier que par le marché. Pour Leland et Pyle<sup>719</sup>, lorsqu'un entrepreneur individuel dispose d'information sur une opportunité d'investissement sans disposer des moyens de financement, cela l'oblige à solliciter des financeurs externes.

Ceux-ci, n'étant pas en mesure d'observer l'information privée de l'entrepreneur, se trouvent face à un problème potentiel de sélection adverse. On peut penser que la fraction de l'actif du projet conservée par l'entrepreneur (par rapport à celle détenue par les investisseurs extérieurs) signale la nature de l'information privée dont il est porteur.

Aussi, semble-t-il efficient de résoudre les problèmes de fiabilité et d'appropriabilité en ayant recours à un intermédiaire financier qui offre des garanties sur un projet, à propos duquel il a été informé de manière privée et pour lequel il organise l'émission des titres, dont il conserve, à titre incitatif, une fraction.

Une telle démarche pourrait s'avérer d'une efficacité supérieure à un recours au marché puisque les problèmes d'appropriabilité et de fiabilité peuvent être résolus à partir du moment où le producteur d'information subit une perte dans le cas où il ne produirait pas l'information escomptée.

Le fait que l'intermédiaire investisse, lui-même, au nom des autres agents, répond à cette situation<sup>720</sup>. De manière plus formelle, Boyd et Prescott<sup>721</sup> définissent l'avantage de l'intermédiaire financier par rapport au marché, dans le domaine des asymétries d'information, puisque les agents présentent différents types et possèdent, de manière privée, cette information.

Chaque agent dispose, en outre d'une technologie lui permettant d'évaluer les projets et de déterminer le type de l'agent. Il existe alors une possibilité de faire face au problème de sélection adverse lié à la production d'information.

Sur le marché, les agents, après évaluation de leur propre projet, peuvent émettre des titres promettant des retours spécifiques aux investisseurs financiers. Une coalition d'agents peut alors se former et offrir aux investisseurs, un droit sur les retours obtenus par le groupe.

Cette coalition, comme intermédiaire financier, évalue les projets, choisit ceux dans lesquels elle souhaite investir et finalement, partage les retours, issus de son portefeuille de projets, entre les différents investisseurs financiers.

De manière alternative, dans le cadre du marché, l'agent peut utiliser sa dotation soit en produisant lui-même l'information sur le type d'un seul projet<sup>722</sup>, soit en investissant

<sup>719</sup> **Leland, Pyle:** « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation » 1977.

<sup>720</sup> **Campbell.Tim, Kracaw.William:** « Information Production, Market Signaling and the Theory of Financial Intermediation » Journal of finance. 35, 863-881. 1980.

<sup>721</sup> **Boyd. John, Prescott. Edward:** « Financial Intermediary Coalitions » Journal of Business. 67, 539-561.

<sup>722</sup> Si le projet est évalué, cette évaluation est publiquement observable et vérifiable.

dans un seul projet (le sien non évalué ou celui d'un autre).

La meilleure solution réside évidemment dans le fait d'investir dans le nombre de bons projets le plus important possible. La difficulté majeure provient du fait que les agents présentant un mauvais projet cherchent à imiter les agents disposant d'un bon projet, promettent un retour équivalent et s'efforcent d'obtenir un haut retour. Compte tenu de la faible occurrence de cette dernière possibilité, l'équilibre de marché qui en résulte sera inefficent.

L'alternative présentée par la coalition constituant l'intermédiaire financier est à même de résoudre ce type de problème.

D'un côté, les membres livrent leur dotation à la coalition avant la mise en œuvre de l'investissement. Celle-ci est utilisée pour évaluer le projet. De l'autre côté, les déposants transfèrent leur propre dotation en contrepartie d'une promesse sur le montant futur de leur consommation.

Les agents, disposant de projets évalués comme bons et obtenant une rentabilité de haut niveau, recevront une part des profits en rapport avec ce succès. Les déposants, quant à eux, percevront un montant d'un niveau supérieur à celui issu d'un projet de mauvaise qualité mais inférieur au montant attendu du retour du bon projet, les membres de la coalition se répartissant les profits.

C'est précisément les règles de partage dictées par la coalition qui induisent, de la part des membres, la révélation de leur vrai type. La coalition peut alors financer chacun des projets disposant d'une bonne évaluation et utiliser les ressources restantes pour les projets d'un mauvais type sans supporter le coût de l'évaluation.

Bien entendu, la coalition ne peut financer la totalité de ces projets, mais elle ne dépense pas des ressources à les évaluer. C'est précisément ce point qui, pour Boyd et Prescott, constitue la supériorité de l'institution bancaire sur le marché.

En tant que coalition, elle induit de la part des membres, la révélation de leur type, évitant, ainsi, une coûteuse évaluation des projets de mauvaise qualité. C'est justement cette opération que le marché financier est incapable d'accomplir.

En effet, en conditionnant les gains aux retours issus du portefeuille de la coalition plutôt qu'au retour d'un seul projet, la coalition est en mesure d'offrir un gain plus élevé aux agents présentant un projet de mauvaise qualité qui induit leur participation à la coalition dans des conditions de transparence optimales.

L'approche financière en terme d'intermédiation insiste donc sur le fait que la supériorité de la banque sur le marché en matière informationnelle lui est conférée par sa capacité à résoudre les problèmes de « free rider » grâce à sa position déléguée de superviseur qui résulte d'une relation partenariale de long terme avec les emprunteurs.

De manière tout à fait différente, l'approche du rôle de l'information dans le système financier par la littérature privilégiant le marché, met l'accent sur le rôle central de la formation du prix sur le marché du capital comme élément central de l'allocation optimum des ressources.

Elle s'appuie sur l'exemple américain puisque celui-ci présente un nombre important

d'entreprises inscrites à la cote, un dispositif informationnel ancien et organisé favorisant l'existence d'un contexte incitatif en matière de révélation de l'information économique par les entreprises ayant des besoins de financement.

Cette approche découle du modèle néoclassique standard qui s'est développé, dans un premier temps, sous l'hypothèse d'information parfaite.

Dans ce cas, la prise de décision du chef d'entreprise est simple, il utilise le flux financier provenant des actionnaires pour investir en intégrant l'information disponible, en particulier, les données contenues dans la comptabilité.

Lorsque l'excédent brut d'exploitation a été calculé, il est actualisé sur chacune des périodes futures au coût d'opportunité du capital. La valeur actualisée globale est maximisée en ne retenant que les projets présentant une valeur actualisée positive. Le taux d'actualisation dépend de la structure des taux d'intérêt fixée par le marché.

Il résulte de ce processus que les relations entre le chef d'entreprise et l'actionnaire sont simplifiées car l'actionnaire attend une maximisation de la valeur actualisée de la firme alors que le chef d'entreprise ne cherche pas à connaître l'échelle des préférences des actionnaires puisqu'il lui suffit, pour évaluer le taux d'actualisation choisi, d'analyser la structure des taux d'intérêt.

L'adoption d'hypothèses plus réalistes en matière d'information, et l'abandon de la condition de certitude modifie la prise de décision par les entreprises en ce sens que le flux d'excédent brut d'exploitation certain est remplacé par un flux escompté. Le prix du marché des titres demeure, par conséquent, informationnellement efficace, comme mécanisme le mieux adapté pour allouer les ressources financières. Fama<sup>723</sup> en présente la logique de la manière suivante :

**« Un marché du capital efficace est une composante importante d'un système capitaliste. Dans un tel système, l'idéal est un marché où les prix sont un juste signal pour l'allocation du capital. C'est à dire que, lorsque des firmes émettent des titres pour financer leurs activités, elles doivent être capables d'en déterminer le bon prix, et quand les investisseurs financiers choisissent parmi les titres qui représentent la propriété des firmes, ils peuvent faire de même sous l'hypothèse qu'ils payent le « bon » prix. En fait, si le marché du capital fonctionne correctement en matière d'allocation de ressources, le prix des titres doit être un bon indicateur de valeur ».**

En terme d'anticipations rationnelles, les signaux privés obtenus par les investisseurs financiers seront incorporés aux prix de marché : l'information privée deviendra publique. Le marché financier se révèle donc, dans ce cas, particulièrement apte pour extraire l'information et donc pour permettre une allocation efficace des ressources productives.

Ce type d'argumentation est cependant limité par le fait qu'une information de

---

<sup>723</sup> « An efficient capital market is an important component of a capitalist system. In such a system, the ideal is a market where prices are accurate signals for capital allocation. That is, when firms issue securities to finance their activities they can expect to get "fair" prices, and when investors choose among the securities that represent ownership of firms' activities, they can do so under the assumption they are paying "fair" prices. In short, if the capital market is to function smoothly in allocating resources, prices of securities must be good indicators of value" in **Fama.E.F.** « Foundations of Finance ». New York. Basic Books. 1976. P 133.

meilleure qualité est susceptible d'accroître la volatilité du prix des titres et contribuer à une forte amplitude des variations de la consommation mais surtout pour la raison essentielle que l'information étant inégalement répartie, certains opérateurs en sont fortement dotés alors que d'autres doivent payer pour se la procurer<sup>724</sup>.

Cependant, le fait que les marchés financiers développés soient efficaces pour recueillir et traiter l'information peut leur donner un avantage sur la banque lorsque qu'il s'agit de financer des technologies nouvelles. En effet, dans ce cas, l'information sur les projets est naturellement très limitée et demande une forte capacité d'expertise pour l'évaluer.

Cette situation de forte incertitude s'accompagne d'une grande diversité des opinions des investisseurs financiers concernant les retours possibles dans le cas où ces projets seraient mis en œuvre<sup>725</sup>.

Les marchés sont efficaces dans cette situation puisqu'ils obligent la plupart des opérateurs à chercher à extraire eux-mêmes l'information. Le processus est, certes, socialement coûteux, mais il permet à chacun d'entre eux de prendre une décision rationnelle dont la conséquence sera que certains projets au moins, pourront être réalisés, qui ne le seraient pas dans le cas d'un financement bancaire.

Dans le même ordre d'idée, la capacité des marchés à acquérir l'information, avant la mise en œuvre du projet, peut se poursuivre dès lors que le projet est financé. Cela permet un contrôle plus efficace des dirigeants d'entreprise en facilitant les prises de contrôle et en reliant leurs gains à la performance de la firme<sup>726</sup>.

En définitive, du point de vue de leur capacité informationnelle, banque et marché présentent des spécificités qui les rendent aptes l'un et l'autre à répondre, là aussi, aux exigences requises par le financement de l'activité.

### **2-1-3- Modes de financement et gestion du risque : le troisième enjeu.**

Il faut tout d'abord considérer le risque sous un double point de vue, d'abord, pour une période donnée, ensuite, de manière intertemporelle. Sur le plan instantané, les intermédiaires financiers disposent d'une efficacité certaine puisqu'ils sont capables de réduire les coûts de transactions.

La manière optimale de réduire le risque est, ici, de diversifier le financement. Des coûts fixes étant associés à chaque transaction, les banques, pouvant réaliser des économies d'échelle, sont en mesure de réduire les charges résultant de la diversification des portefeuilles de titres financiers.

<sup>724</sup> Cela revient à considérer les trois conditions de l'efficacité (absence de coûts de transaction, gratuité de l'information et interprétation homogène de l'information) comme des contraintes trop fortes. Cf. **Bernardo.A.E, Judd.K.L:** « Efficiency of Assets Markets with Asymmetric Information ». Working Paper UCLA. 1997.

<sup>725</sup> **Allen.F, Gale.D:** « Comparing Financial Systems » Cambridge. Massachusetts. MIT Press. P 79. 2000.

<sup>726</sup> **Holmström.B, Tirole.J:** « Market Liquidity and Performance Monitoring » Journal of Political Economy 101(4) ; 678-709. 1993.

En même temps, un marché financier suffisamment développé répond, également, à ce problème puisqu'il peut faciliter la diversification et éviter le risque de liquidité.

Parce qu'il rend disponible une grande quantité de titres, le marché peut permettre à chaque opérateur de constituer un portefeuille adapté à ses besoins de diversification. De plus, la limitation du nombre d'intermédiaires réduit les coûts supportés par l'investisseur financier. D'autre part, comme la majorité des projets permettant une rentabilité élevée, s'effectue sur un terme long, l'engagement des investisseurs peut s'imposer également à long terme.

Or, ceux-ci souhaitent, en général, éviter une telle situation qui limite fortement la disponibilité de leur épargne. La possibilité, pour l'entreprise porteuse du projet, de pouvoir émettre des titres, est l'occasion pour les investisseurs financiers, d'accroître leur portefeuille sans s'engager à long terme et sans courir un risque de liquidité majeur puisque les titres émis sont réputés cessibles.

L'opposition banque - marché se retrouve si l'on considère le risque dans sa dimension intertemporelle. Dans ce cas, le risque ne peut plus être diversifié puisqu'il relève d'un choc macroéconomique. La banque participe à la régulation de ce risque intertemporel<sup>727</sup> et peut en limiter les effets.

Si les investisseurs financiers acceptent de recevoir, de l'intermédiaire financier une rémunération de leur épargne inférieure à celle qu'ils auraient obtenue sur le marché, dans une période favorable, ils obtiendront une rémunération supérieure pendant les phases de récession<sup>728</sup>.

Cette capacité à résoudre les problèmes posés par les risques intertemporels résulte de la situation structurelle des banques qui sont, par leur activité même, en mesure d'accumuler des actifs présentant un fort degré de sécurité.

Au contraire, quoique mieux armé pour saisir les opportunités financières, le marché s'avère incapable de construire un tel dispositif puisque les investisseurs financiers individuels arbitrent en permanence entre des allocations de ressources afin de maximiser celles-ci en chaque point du temps.

Des exemples contemporains, comme la crise pétrolière des années soixante-dix et le boom financier des années quatre-vingts, permettent de mieux cerner cette opposition

<sup>729</sup> :

<sup>727</sup> **Levine.R.**: « Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? » Carlson School of Management. University of Minnesota Working Paper. 2000.

<sup>728</sup> On est donc en présence d'une relation dont la structure est celle d'un contrat implicite d'assurance.

<sup>729</sup> « In [the early 1970s] case given that claims on intermediaries were constant in value, households in Japan and Germany did not experience a decline in wealth like those in the United States and United Kingdom, and as a result they did not face substantial fluctuations in their consumption. [...] In the boom of the 1980s, however, households in the US and the UK obtained higher returns and used those returns to finance a higher consumption profile. German and Japanese households, on the other hand, did not gain as much from the boom. » In **Dolar.Veronica, Meh.Césaire**: « Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey ». Banque du Canada. Document de travail 2002-24. P 10.

**« Dans le cas des années soixante-dix, le Japon et l'Allemagne n'ont pas subi un déclin de richesse aussi prononcé que celui des États-Unis et du Royaume-Uni, ils n'ont donc pas eu à régler les fluctuations dans leur niveau de consommation. Dans le boom des années quatre-vingts, cependant, les ménages américains et britanniques obtinrent de très hauts retours et utilisèrent ceux-ci pour financer un plus haut niveau de consommation. »**

Le financement par intermédiation bancaire limite de manière plus efficace les conséquences des chocs macroéconomiques sur les fluctuations du produit, mais d'un autre côté, le financement de marché contribue à mieux saisir les circonstances favorables aux investisseurs financiers <sup>730</sup>.

Enfin, le risque intertemporel s'accompagne d'un risque de liquidité qui semble efficacement réduit par l'activité bancaire. Comme nous venons de le voir, le financement de long terme se heurte à la préférence pour le présent de l'investisseur. Celui-ci s'efforce de maintenir ses droits sur son épargne pour chaque période.

L'intermédiaire peut influencer sur le comportement de cet investisseur et lui rendre plus désirables des choix de long terme, grâce au contrôle qu'il exerce sur l'épargne. Il est en mesure d'investir dans des actifs de court terme, tout en s'engageant à long terme avec l'entreprise porteuse de projet.

C'est en particulier effectif dans le cas d'entreprises nouvellement créées dont les besoins s'étalent sur plusieurs périodes. Le marché n'est pas la solution optimum pour réévaluer des engagements de long terme, parce qu'il n'existe pas de procédure permettant aux propriétaires de titres d'agir collectivement afin de décider la nature des fonds supplémentaires à ajouter dans un projet.

L'établissement bancaire présente des capacités établies pour mettre en œuvre positivement la réorganisation financière d'un emprunteur. L'étude économétrique de Gilson, John et Lang montre que la probabilité de réussir une restructuration d'entreprise en difficulté est positivement corrélée avec son degré de dépendance à l'emprunt bancaire.

L'interprétation de ce résultat suggère qu'il reste plus facile pour une banque de renégocier <sup>731</sup> les prêts puisqu'elle peut s'engager de manière crédible dans cette opération compte tenu de la structure de son bilan et de sa fonction de transformation, alors que le grand nombre des actionnaires ou des obligataires exacerbe, sur le marché, les situations de « free rider ».

On voit donc que, comme en matière de mobilisation de l'épargne et de capacité informationnelle, la gestion du risque peut poser banque et marché en rivaux exclusif.

## **2-2- Une complémentarité dynamique et compétitive des deux modes de**

---

<sup>730</sup> Nous verrons plus loin que ce type de configuration fragilise, de manière importante, la possible complémentarité de ces deux formes de financement.

<sup>731</sup> **Lummer.S.L, McConnell.J.J:** « Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-Market Response to Bank Loan Agreements ». Journal of Financial Economics. 25. 99-122. 1989.

**financement :**

Comme nous venons de le voir, les deux modes de financement précédents prétendent chacune à la capacité de se substituer à l'autre.

La première, basée sur le financement bancaire, insiste sur l'efficacité des intermédiaires pour évaluer les projets et mobiliser l'épargne. Elle se montre également efficace en ce qui concerne la supervision des entreprises et la gestion du risque, en particulier dans les cas d'asymétrie d'information.

L'autre approche considère que le rôle du marché dans le financement de l'activité est primordial lorsqu'il s'agit de gérer et de diversifier les risques en évitant dans le processus de recherche de l'information de contribuer à la formation de rentes. Il s'avère donc, dans ce cas, particulièrement adapté au financement des activités fondées sur les nouvelles technologies, les plus susceptibles de fournir le cadre d'une croissance forte du produit.

Pourtant si l'on change d'optique et si l'on s'efforce d'évaluer l'efficacité de chacun des modes de financement au regard de la croissance de long terme, on doit constater qu'il n'est pas possible de les différencier de manière pertinente.

L'analyse économétrique de Levine et Zervos<sup>732</sup> parvient à établir une corrélation similaire entre les deux modes de financement, d'une part, et le niveau de croissance obtenu, d'autre part.

La liquidité du marché financier est mesurée à travers les ratios « **Valeur des transactions / Taille du marché** » et « **Valeur des transactions / Taille de l'économie** ». Le niveau de développement bancaire est représenté par le ratio « **Prêts bancaires / PIB** ». Dans les deux cas, il apparaît une corrélation robuste avec le niveau de croissance économique, l'accumulation du capital et la variation de la productivité<sup>733</sup>.

Il résulte de cette remarque, que sur le long terme, l'activité bancaire et celle du marché ne conduisent<sup>734</sup> pas à des conséquences sensiblement différentes en matière de croissance et comme, de plus, l'ensemble des économies développées utilise, tout de même, quoique à des degrés divers, les deux modes de financement, on peut penser que l'opposition entre eux n'est pas aussi tranchée que le suggèrent les analyses précédentes.

Il semble même possible de réfléchir à la possibilité d'une complémentarité entre les deux modes de financement, mettant en lumière le fait que la banque et le marché procurent à l'économie, de manière différente, des services financiers de nature différente.

---

<sup>732</sup> **Levine, Ross, Zervos.Sara:** « Stock Markets, Banks and Economic Growth ». Policy Research Working Paper 1690. The World Bank. Policy Research Department. Finance and Private Sector Development Division. December 1996. P 34.

<sup>733</sup> Op. Cité P 3.

<sup>734</sup> En suggérant qu'il existe une causalité allant du mode de financement au niveau atteint par la croissance.

Adopter cette démarche ne revient pas à nier l'existence d'oppositions entre le financement bancaire et le financement de marché, mais à admettre la possibilité d'une interaction complexe entre eux, faite à la fois de points de passage et d'éléments de rupture.

Pour parvenir à ce résultat, il est donc nécessaire d'évoquer ce qui, du point de vue théorique, permet d'établir l'existence d'une complémentarité entre l'intermédiation bancaire et l'activité financière du marché.

L'approche en terme de services financiers<sup>735</sup> s'efforce de démontrer l'importance de cette complémentarité. Le financement par le marché ou par la banque sont plutôt des formes alternatives, permettant de réduire les coûts d'information et de transaction, en remplissant les même fonctions de mobilisation de l'épargne, d'information et de gestion du risque, dans un environnement institutionnel propre à chaque pays.

Cette complémentarité entre le financement bancaire et le financement de marché doit, cependant, être envisagée dans une optique le plus souvent compétitive.

Si l'on envisage la fonction de mobilisation de l'épargne et d'affectation de l'investissement, les deux stratégies peuvent être mises en œuvre simultanément parce qu'elles obéissent à des démarches radicalement différentes.

Comme nous l'avons vu, la banque s'appuie sur une relation coopérative et de long terme avec les emprunteurs et se révèle particulièrement efficace en matière de renégociation. Le marché, au contraire, rendant difficile toute renégociation, impose à l'entreprise une stratégie réputationnelle.

Dans deux contextes différents, avec des méthodes opposées, banque et marché peuvent répondre de manière optimum à des besoins de financement différenciés.

On peut proposer le même type de remarque en ce qui concerne la capacité informationnelle requise dans tout processus de financement. La banque, particulièrement bien dotée en matière d'expertise et de supervision, résout les problèmes d'agence tout en réalisant des économies d'échelle.

La relation contractuelle de long terme favorise le contrôle de l'activité de l'emprunteur. En diversifiant son portefeuille, elle répond, en outre, aux problèmes de fiabilité et d'appropriabilité.

Le marché aborde de manière complètement différente la question de l'information puisque ici, le prix joue un rôle central en incorporant plus ou moins fortement celle-ci. Par ce vecteur, le contrôle du management de l'entreprise se révèle très efficace.

Grâce à cette aptitude également, le marché répond rapidement aux situations nouvelles de l'activité, en particulier dans le cas où l'incertitude sur les nouvelles technologies induit une forte diversité des opinions.

On peut admettre l'existence de trois types de problèmes d'information. Le premier type résulte de l'information incomplète concernant le projet dont dispose la firme.

Le second apparaît parce que l'on ne peut observer la manière risquée ou sûre selon

---

<sup>735</sup> **Levine.R (2000)** Op. Cité.

laquelle l'entrepreneur investit les fonds disponibles.

Enfin, le troisième est constitué par la probabilité de l'opportunité d'investir dans un projet risqué de la part de l'entrepreneur.

Pour Boot et Thakor<sup>736</sup>, le premier problème peut être résolu par le marché financier, le second et le troisième par les intermédiaires financiers.

Compte tenu des procédures tout à fait différentes qu'utilise le marché et la banque, il semble, là également, émerger l'idée d'une complémentarité forte entre ces deux formes de financement.

Simplement, dans un contexte donné, elles peuvent s'adresser à des agents à besoins de financement présentant des caractéristiques différentes

La même analyse peut être proposée en matière de gestion du risque. Apte à éviter le risque de liquidité, le marché, par sa propension à la diversification, est bien adapté pour faire face à certains types de risques de dépréciation instantané de certains actifs.

Par contre, parce qu'elle sait proposer à sa clientèle une grande variété de contrats implicites, la banque répond de manière efficace au risque intertemporel de nature macroéconomique.

Il semble donc, à titre de synthèse que l'on puisse admettre l'idée d'une complémentarité entre les deux modes de financement qui permette à la banque et aux intervenants du marché :

- De se spécialiser auprès d'entreprises présentant des types particuliers.
- De proposer leurs services afin d'effectuer des activités spécifiques pour lesquels chacun des deux dispose d'un avantage comparatif.
- De répondre en fonction du contexte sous-jacent.

Le tableau suivant met en valeur les qualités relatives de chaque mode de financement et permet ainsi d'appréhender la possible complémentarité sous la forme d'une division du travail sur le plan de l'activité de financement.

**Document XI : Les avantages relatifs des modes de financement**<sup>737</sup>

<sup>736</sup> **Boot.A, Thakor.A:** « Financial System Architecture » Review of Financial Studies. 10, 693-733. 1997.

<sup>737</sup> **Myes.Kaj.Ulrich :** « Finanzintermediation und Electronic Commerce » Sommeruniversität La Rochelle. Netze und elektronische Märkte. PD Dr. Peter Welzel / PD Dr. Wolfgang Hauke. 07-08-1998. P 11.

Avantages d'un système financier dominé par le marché	Avantages d'un système financier dominé par la banque
Haut degré d'innovation	Meilleur contrôle des risques de substitution d'actifs
Capacité à agréger l'information	Financement des entreprises disposant d'une faible réputation
Meilleur partage du risque entre les secteurs d'activité	Régulation du sous investissement
Régulation des problèmes d'incitation internes à l'entreprise	Corporate control
Limitation du pouvoir de monopole des banques	Règlement des problèmes d'agence
Evaluation et allocation permanente des ressources (efficacité des prix)	Meilleur partage du risque entre générations
Gestion efficace de la diversification du risque	Possibilité de renégociation
Fort degré de liquidité	-

**Myes.Kaj.Ulrich** : « Finanzintermediation und Electronic Commerce » Sommeruniversität La Rochelle. Netzen und elektronische Märkte. PD Dr Peter Welzel / PD Dr Wolfgang Hauke. 07-08-1998. P 11.

Nous avons déjà évoqué le fait que cette complémentarité présente un caractère complexe. Elle ne saurait être une simple répartition des champs d'activité entre la banque et le marché.

La complémentarité en jeu ici s'accompagne d'une situation de compétition entre institutions du marché et système bancaire.

C'est la dynamique entre cette opposition et cette complémentarité qui permet de comprendre l'évolution historique heurtée du système de financement dans le capitalisme mature. C'est en clarifiant cette interaction complexe que l'on pourra inscrire la dynamique du mode de financement dans le processus historique non linéaire du capitalisme mature  
738 .

La régulation intertemporelle du risque, dans le cadre d'un marché financier incomplet, est un exemple suggestif permettant de concrétiser cette assertion.

Cette opération, nous l'avons vu, est réalisée de manière non optimum par le marché, alors que la banque, par sa qualité d'institution, peut construire des contrats implicites qui lui donnent un avantage certain sur le marché dans ce domaine.

Cependant, dans le cas d'une situation économique favorable et anticipée comme telle, les agents peuvent avoir intérêt à se retirer du système bancaire et proposer leurs fonds sur le marché puisque le gain attendu sera supérieur à ce que l'on peut escompter du placement bancaire. C'est la raison pour laquelle, dans un contexte orienté autour des normes de marché, le rôle de la banque comme régulateur intertemporel peut être

<sup>738</sup> Conformément à la périodisation adoptée dans ce chapitre, en référence avec l'analyse de Rajan et Zingalés.

fortement réduit par la concurrence de celui-ci. Si l'on analyse la « désintermédiation » à l'œuvre en Europe depuis les années quatre-vingts, on trouve également un phénomène similaire<sup>739</sup>.

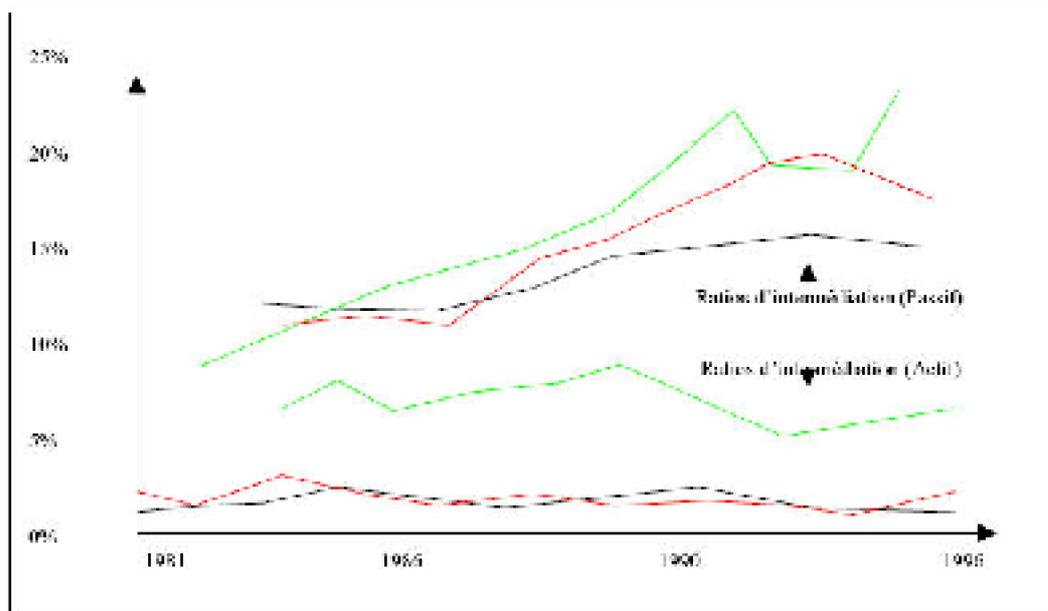
A travers les études empiriques, le phénomène de « désintermédiation » pose question dans sa généralité même. Si la France révèle de ce processus, l'Allemagne et plus étonnement la Grande-Bretagne en sont peu affectées<sup>740</sup>. Par contre, le développement de la titrisation constitue bien une donnée commune à l'ensemble de ces pays, sans que l'hypothèse d'une disparition annoncée ou même d'un déclin de l'industrie bancaire puisse être validée.

La réponse à ce dernier paradoxe résulte de la nouvelle spécialisation du champ financier : le rôle de la banque comme unique élément de mobilisation de l'épargne est clairement remis en cause dans chaque pays.

---

<sup>739</sup> **Schmidt.Reinhard, Hackethal.Andreas, Tyrell Marcel:** « Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An international Comparison » Johann Wolfgang Goethe Institutes. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. Working Paper Series n°10: Financial & Accounting. Frankfurt/Main. Janvier 1998.

<sup>740</sup> Op. Cité P 14.



Schmidt Reinhard, Buchheit Andreas, Essel Manfred : Op.cit. P 26

— France  
 — Grand-Est  
 — Alsace

*Document XII : Ratios d'intermédiation en fonction de l'actif et du passif des banques*

Le ratio d'intermédiation des banques indique quelle fraction de leur actif ou de leur passif provient des (ou se dirige vers les) intermédiaires financiers non bancaires.

L'évolution indiquée par le graphique montre ici clairement qu'une part croissante des ressources bancaires est issue de ces intermédiaires non bancaires. Cette situation indique une nouvelle spécialisation entre le secteur bancaire et les intermédiaires financiers non bancaires.

Alors que le premier doit devenir plus actif dans sa fonction de prêteur, les secondes se développent en tant que collecteurs de l'épargne.

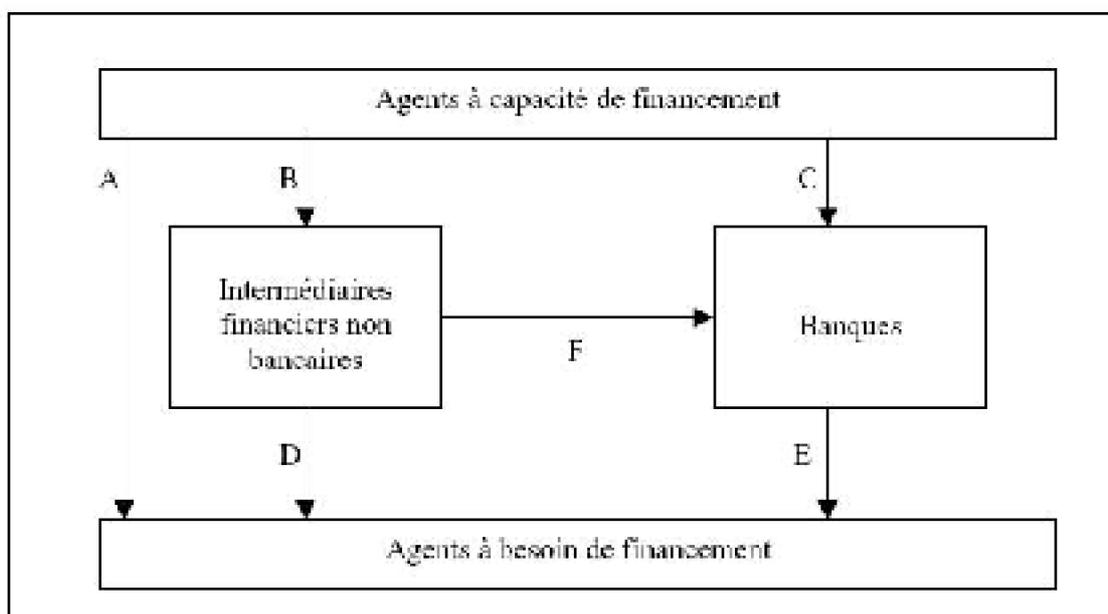
Cela n'est pas sans effet sur la situation des banques puisque la plus grande partie des fonds levés par les intermédiaires non bancaires entrent dans le processus de titrisation<sup>741</sup>.

<sup>741</sup> Op. Cité P 28.

Cela signifie qu'une part importante de l'épargne est désormais exposée au risque de prix. Dans ce cas, c'est la fonction de gestion du risque intertemporel qui est atteinte car la banque n'est plus en mesure de la mettre en œuvre d'une manière aussi efficace qu'elle l'était dans le cadre de l'intermédiation traditionnelle.

D'autre part, l'accroissement de la titrisation du passif bancaire ainsi que l'accroissement de la proportion de celui-ci issu des intermédiaires financiers non bancaires (ligne F du document XIII) oblige les banques à aligner la rémunération de leur clientèle sur celle du marché. Il peut en résulter un affaiblissement de leur profitabilité.

En définitive, le développement d'une nouvelle intermédiation en mettant les banques « sous pression »<sup>742</sup> peut mettre en danger leur stabilité.



*Document XIII : Schéma de la nouvelle intermédiation.*

**Schmidt.Reinhard, Hackethal.Andreas, Tyrell Marcel :** Op.Cité P 27

D'autant plus que l'accroissement de la liquidité du marché est susceptible de réduire, sur certaines de leurs fonctions essentielles, leur place<sup>743</sup>.

Les investisseurs financiers n'ont qu'une participation limitée sur le marché parce que l'existence d'asymétries d'information rend difficile l'évaluation d'un nombre plus ou moins importants d'actifs.

Cette situation réduit, de manière importante, la capacité du marché financier à s'acquitter, seul, de la réallocation des titres et des besoins en biens de consommations lorsque les opérateurs modifient leur portefeuille de manière inattendue.

<sup>742</sup> Idem P 29.

<sup>743</sup> **Diamond Douglas:** « Liquidity, Banks and Markets: Effects of Financial Development on Banks and the Maturity of Financial Claims » The World Bank. Policy Research Department. Finance and Private Sector. Development Division. Working Paper n°1566. January 1996. P 32.

Le niveau élevé des asymétries d'information lié en particulier à l'absence d'un système juridique suffisant et à la faible capacité d'application légale des contrats, s'accompagne d'un marché financier peu développé, c'est à dire peu liquide.

Lorsque le cadre institutionnel du marché financier s'améliore, son développement favorise un accroissement de sa liquidité. Dès lors que le marché devient plus liquide, la maturité des titres s'accroît de même que celle de l'investissement physique.

Au contraire, la faible liquidité du marché ne permet que l'émission de titres de faible maturité. La participation limitée au marché (et donc son illiquidité relative) agit sur le prix auquel s'effectuent les transactions entre les investisseurs financiers et les décisions d'investissement des entrepreneurs anticipant ce prix.

La plus ou moins grande liquidité du marché n'est pas sans conséquence sur la situation du système bancaire. Dans le contexte d'illiquidité du marché, la banque produit la liquidité nécessaire d'une double manière.

Tout d'abord, elle répond aux besoins de liquidité exprimés par le marché en détournant, vers l'intermédiation bancaire, une part importante de la demande de liquidité qui ne pourrait se réaliser sur le marché.

Ensuite, la banque peut créer de la liquidité en subventionnant les déposants<sup>744</sup> qui sont susceptibles de retirer rapidement leurs dépôts (parce que mieux informés) au détriment de ceux qui ne retirent pas leurs fonds immédiatement. Les dépôts bancaires permettent donc d'obtenir plus de liquidité que la détention directe d'actifs.

Le modèle de Diamond et Dybvig considérait la banque comme le seul canal financier. L'illiquidité des actifs financiers qui est le fondement de l'activité bancaire, résultait uniquement de données technologiques.

De manière différente, Diamond [1996]<sup>745</sup> intègre le marché à l'analyse en montrant que l'illiquidité de l'actif provient aussi de la participation limitée des investisseurs financiers sur le marché secondaire. On peut donc définir l'interaction entre banque et marché de la manière suivante<sup>746</sup> :

**« Un système bancaire en compétition avec un marché financier illiquide produit de la liquidité directement et indirectement. Les banques produisent de la liquidité directement en offrant des dépôts qui permettent la création de plus de liquidité que le marché. Elles produisent de la liquidité indirectement, parce qu'en permettant des dépôts liquides, elles donnent plus de liquidité aux marchés qu'ils n'en auraient autrement »**

<sup>744</sup> Conformément au modèle de Diamond et Dybvig pour lequel le montant de liquidité désirée est croissant avec le degré d'aversion au risque. In **Diamond.D.W, Dybvig.P.H:** « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity » Journal of Political Economy. 91, 401-419. 1983.

<sup>745</sup> **Diamond.D.W:** Op.Cité P 2.

<sup>746</sup> « A banking system that competes, with an illiquid financial market produces liquidity directly and indirectly. Banks produces liquidity directly by offering that offer more liquidity than the market. They produce liquidity indirectly, because offering liquid deposits makes financial markets more liquid than they would otherwise be. » **Idem** P 3.

A partir du moment où le marché devient plus liquide, la relation banque – marché révèle, derrière la simple complémentarité des deux instances, la possibilité d'un affaiblissement de la banque au profit du marché. En effet, la moindre illiquidité du marché conduit à une moindre création de liquidité de la part des banques donc à un secteur bancaire plus réduit puisque le marché permet d'allonger la maturité des actifs financiers<sup>747</sup>.

D'autre part, la compétition entre banque et marché incite à la réduction des coûts d'intermédiation bancaire. Cela peut se révéler incompatible avec la capacité de création de liquidité par la banque à travers le transfert de ressources des déposants<sup>748</sup>.

Il peut donc résulter du processus d'amélioration de la liquidité de marché, une remise en cause, au moins momentanée, de la rentabilité bancaire dont on connaît l'importance pour la stabilité financière<sup>749</sup>.

Dans ce même cadre d'analyse, la liquidité croissante du marché oblige les banques à payer le taux du marché sur une part croissante de leurs fonds.

Cela réduit fortement leurs dépôts et en particulier ceux proposant des taux inélastiques (« *core deposits* »<sup>750</sup>). Or, ceux-ci sont le fondement des relations contractuelles multi-périodiques de la banque avec les emprunteurs.

L'augmentation du coût des ressources de la banque remet en cause cet avantage comparatif dont elle disposait par rapport aux intermédiaires non bancaires.

L'interaction complexe qui émerge des rapports entre banque et marché donne un cadre adéquat pour réfléchir sur la nature de la fragilité financière du capitalisme productif de maturité qu'elle suggère.

## **CONCLUSION : DES MODES DE FINANCEMENT AUX TYPES DE FRAGILITE FINANCIERE :**

---

Nous avons émis l'hypothèse d'une dualité des modes de financement du capitalisme mature et, en effet, celui-ci offre bien un double contraste juridique et historique.

En premier lieu, selon la nature du contexte légal et institutionnel, il offre une place plus ou moins importante à l'intermédiation de bilan sous la forme du crédit traditionnel<sup>751</sup>.

<sup>747</sup> **Hellwig.M:** « Liquidity Provisions, Banking and the Allocation of Interest Rate Risk » European Economic Review. 1994.

<sup>748</sup> Cf. supra. Egalement **Von Thadden.E.L:** « The Term Structure of Investment and the Limits to the Banks' Insurance Function » WWZ Discussion Paper 9107. Universität Basel. 1991.

<sup>749</sup> Cf. **Rajan, Zingales** Op. Cité.

<sup>750</sup> **Berlin. M. Mester.L.J:** « Why is the Bank Sector Shrinking? » Working Paper n°96-18. Federal Reserve Bank. Philadelphia. August 1996.

<sup>751</sup> Ligne C-E dans le graphique précédent.

Celle-ci, dominant toujours la phase d'émergence du capitalisme productif, voit son importance sensiblement remise en cause, dès lors que le système légal assure de manière efficace l'intérêt des créanciers.

On voit alors apparaître, de manière complémentaire mais souvent compétitives avec les formes traditionnelles, d'autres formes d'intermédiation.

La nouvelle intermédiation de bilan <sup>752</sup> met en œuvre des crédits accordés aux conditions du marché (à travers la marchésation) ; de même que la mobiliérisation l'effectue à partir de la mise en jeu d'actifs négociables.

Ce même mouvement stimule, d'autre part, l'intermédiation de marché <sup>753</sup> qui prendra une place plus ou moins importante selon le cadre réglementaire offert par le système légal.

Dans tous ces cas, nous avons pu montrer que, partant des contextes culturels spécifiques, le système juridique s'efforce de résoudre la question essentielle de la stabilité financière.

En second lieu, l'analyse historique nous a permis d'observer une même tendance. Le processus de financement du capitalisme productif mature s'accompagne de fortes discontinuités marquées par un aller-retour de la domination de formes d'intermédiation au détriment d'autres qui s'estompent sans pour autant disparaître.

L'amélioration du système légal n'apparaît donc pas être un élément suffisant, pour orienter de manière linéaire, le mode de financement dans une direction unique qui serait celle du financement de marché.

La tendance au développement de l'intermédiation de marché, de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle à la fin des années vingt du XX<sup>e</sup>, laisse place à partir de la « **Grande Dépression** » à une intermédiation dominée par la banque.

Il faut attendre la fin du XX<sup>e</sup> siècle pour qu'un retour puissant à l'intermédiation de marché se produise.

Il existe donc une dynamique propre au financement du capitalisme productif qui impose sa périodisation malgré l'influence, réelle, du système légal.

C'est pour remédier à la grande instabilité engendrée par la domination d'une finance de marché que l'intermédiation de crédit, établie sur la base de la rente bancaire et de relations de long terme entre le financier et l'emprunteur, va devoir se mettre en place après la Seconde Guerre Mondiale.

C'est pour répondre aux rigidités croissantes produites par ce système de seigneurage que le financement de marché va renaître dans les années 80-90 du XX<sup>e</sup> siècle.

On retrouve encore, à travers cette dynamique financière, le « **balancement historique** » dont l'auteur de la « **Grande Transformation** » <sup>754</sup> a si bien formulé le

---

<sup>752</sup> Ligne B-F-E.

<sup>753</sup> Ligne A et B-D.

premier terme :

**« [...] l'idée d'un marché s'ajustant lui-même était purement utopique. Une telle institution ne pouvait exister de façon suivie sans anéantir la substance humaine et naturelle de la société, sans détruire l'homme et sans transformer son milieu en désert. Inévitablement, la société prit des mesures pour se protéger, mais toutes ces mesures, quelles qu'elles fussent, compromirent l'autorégulation du marché, désorganisèrent la vie industrielle, et exposèrent ainsi la société à d'autres dangers. »**

Par les ruptures historiques comme par les actions humaines visant à modeler les systèmes légaux afin d'assurer la stabilité, nous avons eu l'occasion de repérer les types de fragilité financière à l'œuvre dans ces processus.

- Tout d'abord, contrairement à son époque d'émergence, le capitalisme productif parvenu à sa maturité ne semble pas enclin à développer une fragilité bancaire intrinsèque.

Les causes en tiennent à l'amélioration des procédures réglementaires et prudentielles ainsi qu'à la place occupée par la puissance publique en matière de supervision.

La conséquence a été la disparition des paniques bancaires qui étaient (et restent) la matérialisation de la fragilité financière aux époques d'émergence du capitalisme productif.

- Par contre, les nouveaux types d'intermédiation de crédit agissant de manière complémentaire et compétitive avec le marché financier, introduisent dans le système bancaire, de nouvelles formes de fragilité exogènes car liées aux rapports spécifiques entre les deux instances.

Il faudra préciser les contours de ce dispositif, en particulier pour expliciter la nature conjoncturelle ou structurelle des crises bancaires qu'engendre ce type de fragilité.

Une réflexion sur la nature de la crise bancaire japonaise dans les années 90 pourra être menée pour clarifier ce débat.

- Enfin, la modification de la structure même de l'intermédiation de bilan s'accompagne d'un renouveau de l'intermédiation de marché.

Celle-ci provoque généralement une instabilité financière marquée. Il faudra, là aussi, examiner quels mécanismes, en jeu ici, permettent de saisir l'existence d'une fragilité spécifique au marché financier dont la conséquence, la bulle financière, sera étudiée dans le cadre d'une analyse des périodes précédant les crises de 1929 et de 1987.

## CHAPITRE II LA FRAGILITE D'INTERMEDIATION DE

<sup>754</sup> Polanyi Karl : « La Grande Transformation ». Aux origines politiques et économiques de notre temps. NRF. Edition Gallimard. 1944. P 22.

## CREDIT DANS LE PROCESSUS DE DEVELOPPEMENT DU CAPITALISME MATURE

A l'issue de la dépression des années trente et de la seconde guerre mondiale, la domination d'un système de financement administré fortement axé sur la banque, y compris dans les pays traditionnellement hostiles à cette innovation, s'est révélé d'une stabilité remarquable et a constitué une pierre angulaire de la croissance économique internationale propre à cette période.

Cependant, à partir des années 80, de nouvelles formes de fragilité financière sont apparues dans les pays pour lesquels l'intermédiation de crédit a pourtant toujours dominé. Le processus s'est parfois transformé en crises bancaires de grande ampleur comme ce fut le cas au Japon et dans les pays nordiques au début des années 90.

Bien entendu, tout en présentant des mécanismes souvent relativement similaires, la nature de ces crises bancaires diffère de celles que nous avons étudiées à l'occasion de l'analyse du capitalisme émergent. La fragilité financière en œuvre dans les capitalismes de maturité ne conduit pas à des épisodes de paniques bancaires tels que nous avons pu les noter dans la crise asiatique de 1997 pour les pays émergents.

On peut voir ici l'expérience accumulée, en dépit des obstacles, par les pays anciennement industrialisés, et institutionnalisée à travers l'établissement de prêteurs en dernier ressort, d'une garantie des dépôts, de procédures de supervision et d'une régulation présentant un certain degré d'efficacité.

La fragilité bancaire coté passif semble donc ne plus être un élément suffisant pour mettre en péril le système financier dans ce type de pays. Par contre, c'est plutôt en matière d'actif de bilan que le processus de fragilité bancaire va pouvoir se développer, en particulier à travers la lancinante question des «**créances douteuses**» qui étaient déjà à la racine de l'instabilité financière propre au capitalisme émergent.

En choisissant d'analyser la fragilité bancaire caractérisant le Japon, nous nous efforcerons de montrer les raisons qui expliquent l'irruption d'une crise financière larvée marquée par deux phases aiguës en 1991 et 1997<sup>755</sup>.

Nous étudierons d'abord les deux éléments candidats à l'explication de cette fragilité financière, c'est à dire, en premier lieu, un système «axé sur la banque» contraint d'évoluer par les succès commerciaux du pays, auxquels il a lui-même contribué, puis une dérégulation progressant de manière limitée.

A partir de là, nous réfléchissons sur la nature de cette fragilité financière afin de comprendre en quoi les deux éléments, précédemment indiqués, se combinent pour permettre l'émergence de ce que nous nommerons une «**double fragilité bancaire**»

---

<sup>755</sup> Jusqu'aux années 80, la stabilité financière caractérisait pourtant ce pays, qui, si l'on omet la fin de la seconde guerre mondiale, n'avait pas connu de crise financière depuis 1927.

dont il faudra démontrer la pertinence.

Pendant la phase de haute conjoncture, l'intermédiation de crédit va constituer, pour les banques, une arme à double tranchant. D'un côté, elle favorise la croissance exceptionnelle de l'appareil productif et commercial. Mais d'un autre côté, comme nous le verrons, elle va créer les conditions permettant aux grandes entreprises de s'émanciper de la tutelle des établissements de crédit domestiques.

Cette situation, accompagnée par le refus des banques de modifier le cadre de leur action, va constituer le cadre d'une « **fragilité bancaire initiale** ». L'impasse qui résulte de cette situation engage le système bancaire dans une tentative de transformation qui ne s'accompagne pas, parallèlement, de la mise en œuvre d'une régulation adaptée.

La recherche de nouvelles sources de profit entraîne alors une prise de risque mal maîtrisée par les établissements financiers. Il résulte de ce processus l'apparition d'une « fragilité induite » dans laquelle la course en avant des banques concernées va fortement déstabiliser certains marchés d'actifs.

Cette « double fragilité bancaire », conjonction d'une fragilité initiale et d'une fragilité induite, semble pouvoir être mise en lumière dans d'autres cas touchant des systèmes de financement axés sur la banque dans les pays développés.

En mettant en lumière sa structuration comme double-contraainte, elle pourra apparaître comme un concept permettant d'interpréter les phases d'instabilité propres aux capitalismes de maturité dans ce qu'elles ont de commun.

## **1- A L'ORIGINE DE LA FRAGILITE FINANCIERE JAPONAISE : FINANCEMENT BANCAIRE TRADITIONNEL ET DEREGULATION**

---

### **1-1- Le financement de l'activité par intermédiation de crédit dans le capitalisme de maturité japonais**

Lorsque le Japon s'engage, à partir de 1868, dans le processus de la révolution industrielle, il se trouve placé dans la situation classique du rattrapage. La nature du financement qui en découle a déjà été évoquée dans la seconde partie<sup>756</sup>. Le modèle choisi par le Japon de l'ère Meiji est donc celui de la banque universelle emprunté à l'Allemagne<sup>757</sup>. Comme dans ce pays, la forte implication bancaire dans l'activité des entreprises favorise le processus de croissance et de rattrapage du Royaume Uni<sup>758</sup>.

<sup>756</sup> Contrairement au cas anglais dans lequel la banque joue essentiellement un rôle favorisant l'expérimentation, la plupart des révolutions industrielles suivantes, notamment allemande, s'appuieront sur une banque universelle plus apte à la supervision et à la coordination de l'activité des firmes. Cf. infra Deuxième Partie.

<sup>757</sup> **Kleeberg.J.**: « The Disconto-Gesellschaft and German Industrialization ». Oxford University. 1987.

<sup>758</sup> **Calomiris.C.**: « The Cost of Rejecting Universal Banking: The American Finance in the German Mirror, 1870-1914 » NBER Working Paper, 1992.

Outre les raisons économiques de ce choix, il apparaît clairement que la structure de la banque universelle s'adapte bien aux conditions sociales inédites de la Révolution Meiji puisqu'elle permet aux familles de la noblesse samouraï de contrôler le financement et la supervision de leurs firmes industrielles, tout en changeant de statut pour devenir entrepreneurs dominant les zaibatsu.

Après la seconde guerre mondiale, les Etats-Unis vont tenter de remettre en cause cette nature du système financier japonais en l'alignant sur une pratique plus ouverte au marché financier. La souscription de titres par les banques est notamment interdite, la concurrence bancaire est stimulée ainsi que le recours aux prises de contrôle.

Pourtant, dès la fin de l'occupation, en 1952, les entreprises japonaises recommencent à pratiquer les échanges croisés de titres afin d'éviter les prises de contrôle hostiles<sup>759</sup>. Il en résulte un regroupement des firmes industrielles et bancaires, les keiretsu, dont la structure va subsister, inchangée, pendant toute la phase de haute conjoncture de l'économie japonaise.

La puissance des keiretsu repose sur deux fondements essentiels de nature conventionnelle : l'emploi à vie et l'actionnariat croisé. C'est à partir de ce dispositif que le système financier japonais va s'établir comme vecteur essentiel de la croissance de haute conjoncture.

Dans ce cadre, les principales firmes vont, à partir des années 50, favoriser la naissance et la généralisation d'un syndicalisme d'entreprise fortement intégré à la stratégie productive. En contrepartie, la plupart des grandes entreprises est prête à garantir l'emploi à long terme pour les salariés dont l'implication est centrale pour le développement.

Le succès durable de cette croissance japonaise va contribuer à transformer progressivement l'emploi à long terme en « emploi à vie » qui deviendra, dans les années 70, une institution fondamentale de l'économie japonaise, ainsi que le note Lazonick<sup>760</sup> :

**« L'idéologie prévalant au Japon estime qu'une entreprise ayant atteint une taille substantielle doit prendre la responsabilité d'assurer l'emploi à ses travailleurs permanents du moment de l'embauche au moment de leur retraite ».**

Satisfaire aux conditions de l'emploi à vie implique pour l'entreprise de mettre en œuvre un contrôle spécifique sur l'allocation de ses ressources. Pour cette raison, la seconde institution propre au système du gouvernement d'entreprise japonais est intimement liée à la précédente.

En effet, en assurant que le résultat de l'entreprise est consacré au réinvestissement dans les capacités productives de la main d'œuvre ainsi que dans le capital productif

<sup>759</sup> **Sheard.Paul:** « The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan » Journal of Economic Behavior and Organization. 11. 399-422. 1989.

<sup>760</sup> « The prevailing ideology in Japan is that a company that has attained any substantial size must take responsibility for ensuring the employment of any regular workers it hires until the times that they retire » in **Lazonick.W:** « The Japanese Financial Crisis Corporate Governance and Sustainable Prosperity ». Working Paper n°227. Center for Industrial Competitiveness, University Lowell and Euro-Asia Center. INSEAD. February 1998. P 7.

utilisé, l'actionnariat croisé procure les conditions financières de la poursuite des objectifs de l'entreprise en matière de capital humain.

Un tel dispositif permet, en effet, aux dirigeants d'entreprise d'exercer leur responsabilité en limitant les contraintes externes.

Il s'agit d'assurer l'indépendance des dirigeants vis à vis des intervenants externes et de les empêcher d'utiliser les droits de propriété que confère un portefeuille d'actions. Il est, en particulier, essentiel pour le dirigeant de disposer librement des ressources de la compagnie pour développer son financement interne et rembourser ses emprunts auprès des banques.

La solution la plus efficace pour réaliser ces objectifs consiste donc à construire des arrangements entre groupes industriels et créanciers bancaires afin d'éviter une trop grande dilution du capital de l'entreprise sur le marché financier.

Dans un tel dispositif de répression financière, la rente pourra donc se partager entre les facteurs de production et les créanciers au détriment des actionnaires extérieurs au keiretsu<sup>761</sup>.

C'est la raison pour laquelle l'échange de droits de propriété entre partenaires, c'est à dire la mise en pratique d'un contrat implicite assorti de clause de «non-intrusion», bien que non appuyé sur des bases juridiques, est devenu, entre 1950 et 1980, une pratique largement établie qui va structurer le capitalisme japonais. Si ce dispositif concernait 25% des titres émis en 1955, il atteint la proportion de 60% en 1975<sup>762</sup>. Pendant cette période, seuls les titres non échangés dans ce cadre, étaient vendus sur le marché financier<sup>763</sup>.

L'intérêt essentiel de cette participation croisée tient au fait qu'elle aboutit à un actionnariat stable et fidèle. En règle générale, une entreprise ne vend pas les titres de sa partenaire sauf si le nouvel acheteur est lui-même partie prenante du dispositif.

Il en résulte que ces actionnaires délèguent leurs votes aux directeurs tout en acceptant des dividendes relativement limités. L'assemblée générale des actionnaires apparaît donc, dans de telles conditions, comme un rituel réaffirmant le pouvoir des chefs d'entreprise<sup>764</sup>.

L'indépendance par rapport à l'actionnariat s'accompagne, dans la stratégie financière des firmes japonaises, d'un lien persistant et décisif avec le système bancaire. En effet, l'absence de pouvoir des actionnaires ne signifie pas que les chefs d'entreprise disposent de toutes les libertés en ce qui concerne la gestion et de l'allocation des ressources.

<sup>761</sup> Selon les modalités déjà étudiées. Cf supra Premier Chapitre de la troisième partie.

<sup>762</sup> **Hodder, Tschoeigi** : « Securities Market in Japan ». Japan Security Research Institute. 1996. P 43.

<sup>763</sup> A partir des années 80, par contre, l'offre publique de titres sur le marché va se développer rapidement.

<sup>764</sup> Les titulaires d'un portefeuille diversifié de titres ont d'ailleurs peu de chance de faire entendre leur voix puisque la totalité des entreprises cotées organise son assemblée générale, le même jour, chaque année ... celle-ci dure en moyenne 26 minutes. In Nikkei **Weekly** : « Dissenting Shareholders Run into Sumitomo Stonewall » Nikkei Weekly Website. 17 Juin 1996.

Depuis longtemps, l'industrie japonaise est fortement dépendante de ses créanciers. On sait que lorsque le capitalisme émerge tardivement, son financement principal est de nature bancaire<sup>765</sup>. L'ère Meiji correspond largement à cette situation.

On aurait pu penser que la phase de haute conjoncture traversée par le Japon entre 1950 et 1980 se serait accompagnée d'un affaiblissement de l'intermédiation de crédit. Or, il n'en a rien été. Au contraire, celle-ci s'est encore approfondie.

Les nouvelles conditions de régulation de la croissance après la seconde guerre mondiale, accompagnées de la nature du contexte culturel et légal, peuvent expliquer cet état de fait. On doit, cependant, ajouter que l'importance même de la croissance est une cause essentielle de cette évolution puisque les résultats, pourtant élevés, des firmes ne suffisent pas à répondre aux impératifs d'investissement dans l'organisation et les technologies requis face à un tel contexte.

Le financement de marché n'étant pas une solution considérée comme pertinente, la banque voit - de facto - son rôle s'accroître encore. Le financement bancaire s'opère à travers le système de la « banque principale »<sup>766</sup>. Il s'agit d'une institution dont le rôle est d'abord de prendre la responsabilité des prêts à certaines entreprises du secteur productif, y compris lorsque le financement s'opère auprès d'autres banques.

Cela ne peut évidemment que s'accompagner d'une capacité de supervision mise en œuvre, auprès des emprunteurs, de manière particulièrement approfondie. Les autres créanciers pouvant, dès lors, s'abstenir de toute intervention. S'appuyant sur la réputation de la banque principale et sur la relation privilégiée qu'elle entretient avec l'emprunteur, le financement s'effectue de fait comme un prêt syndiqué.

Certes l'origine et les conditions de mise en œuvre de ce système résultent de la réponse institutionnelle à la crise des années trente sur l'archipel nippon. A cette époque, le Ministère des Finances et la Banque du Japon appuyés sur les banques contrôlées par l'Etat se sont engagés, à garantir les emprunts des principales compagnies en situation de faillite virtuelle.

Cependant, à partir des années 50, années de croissance, ils poursuivent la même politique par l'intermédiaire des banques. Le principal résultat de cette forme de financement correspond au fait que l'appareil productif japonais a pu s'engager dans le financement d'une stratégie d'investissement ambitieuse en présentant un ratio Dettes / Capital Propre largement supérieur à celui de tous les autres pays développés<sup>767</sup>.

La fonction exercée par les banques leur permet de s'inscrire alors complètement dans le type de gouvernement d'entreprise en vigueur. Elles participent, tout d'abord, à l'organisation des keiretsu sous leur forme horizontale qui rassemblent grâce aux participations croisées les grandes entreprises ainsi que leur créancier bancaire.

---

<sup>765</sup> Cf. II° Partie, Chapitre I.

<sup>766</sup> « Main bank system ». Cf. **Aoki.M, Patrick.H**: « The Japanese Main Bank System ». Oxford University Press. 1994.

<sup>767</sup> Pour la période 62-79, les prêts bancaires correspondent à 45% du financement des entreprises du secteur non financier contre 24% en Allemagne et seulement 19% aux Etats-Unis. In **Aoki.M, Patrick.H** : Op.Cité p 37.

Elles interviennent également dans leur forme verticale permettant aux conglomérats de financer la plus grande partie de leurs sous traitants par achats de titres et prêts. Les liens entre les formes verticale et horizontale des keiretsu construits sur la participation croisée et les prêts internes crée, inévitablement, un réseau très dense de relation d'affaires.

Cela s'exprime, sur le plan organisationnel, par une structuration particulière du gouvernement d'entreprise. Très hiérarchisée, la gouvernance <sup>768</sup>, propre au keiretsu, favorise les prises de décisions stratégiques du directoire.

La composition de ce dernier illustre, d'ailleurs bien, la nature des keiretsu : 10% des directeurs sont employés par d'autres entreprises liées par actionnariat croisé. La moitié est constituée d'employés à plein temps dont l'essentiel de leur carrière s'est déroulée dans le cadre d'entreprises partenaires, notamment bancaires, ou dans le cadre du ministère de l'industrie <sup>769</sup>. Les autres membres du directoire sont recrutés parmi les employés à vie ou les cadres de direction retraités.

On conçoit que cette imbrication financière et organisationnelle complexe et souvent inextricable, rende vitale la mise en œuvre de la capacité d'expertise et de supervision de la banque principale. Cette absence apparente de transparence s'accompagne de la part des banques d'une capacité de prêt favorisée par une stratégie de taux d'intérêt relativement bas.

Ce paradoxe ne peut être compris si l'on ne se réfère pas à la place essentielle que tient la Banque du Japon et plus généralement l'intervention publique.

La Banque du Japon favorise cette gouvernance spécifique et le type de financement qui en découle en s'efforçant de maintenir ses taux de base faibles et stables, tout en favorisant, pour les banques <sup>770</sup>, la possibilité très large de pouvoir consentir des prêts supplémentaires excédant les capacités créditrices qui leur seraient autorisées compte tenu du volume de leur dépôts de base <sup>771</sup>. Comme l'indique W.Lazonick <sup>772</sup> :

**« Sous le système de la banque principale, les compagnies étaient capables de s'engager dans une stratégie de développement avec des ratios Dettes / Capital Propre très supérieurs à ceux existant dans les pays les plus avancés de l'Ouest et avec un financement bancaire qui était à peu près entièrement souscrit sous la**

<sup>768</sup> A travers le concept de gouvernance nous référons à la théorie de l'agence, non pas sous l'angle de la théorie orthodoxe ( **Jensen.M.C, Meckling.W.H:** « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». Journal of Financial Economics .3. P 305-360. 1976.) Maisplutôt sur celle de **FreemanR.E, Reed.DL:** « Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate governance » California Management Review; Vol 25. n°3. 1983. P 88-106. ) dans laquelle les dirigeants sont incités à prendre en compte l'ensemble des intérêts souvent contradictoires de tous les acteurs affectant et affectés par la poursuite des fins de l'entreprise.

<sup>769</sup> Le mécanisme de l'amakudari.

<sup>770</sup> Spécialement les City Banks.

<sup>771</sup> **Suzuki.Yukio:** « The Japanese Financial System ». Oxford University Press. Oxford. 1987. Nous verrons, plus loin, en quoi cela limite les taux à l'intérieur même du keiretsu.

### **forme de prêts bancaires non soumis à des transactions de marché contrairement à la dette sous forme obligataire. »**

En définitive, la banque japonaise est à la fois créancière et actionnaire dans le cadre du keiretsu. Elle ne l'est, cependant, pas de la même manière. On peut considérer que la banque doit être d'abord interprétée comme créancière, ensuite seulement, comme actionnaire.

Des raisons réglementaires plaident, tout d'abord, en faveur de cette hypothèse. La participation d'une banque au capital des entreprises non financières est limitée à 10% de celui-ci depuis les années 50. En revanche, les prêts bancaires à ces mêmes firmes ne connaissent pas de limitations semblables.

D'autre part, l'existence du système de la banque principale garantit le remboursement des prêts aux membres du keiretsu dans le cas même où elle n'en est pas l'origine. De telles garanties n'apparaissent évidemment pas en ce qui concerne le paiement des dividendes aux actionnaires.

Enfin et surtout, les banques japonaises sont, par contrats implicites, des actionnaires stables. Elles s'engagent donc, de fait, à conserver, sur un terme indéfiniment long, les titres de propriété dont elles disposent. Elles ne portent pas, en conséquence, une grande attention aux variations à court terme de la valeur de ces titres <sup>773</sup>.

En tant que créancier, la banque voit ses intérêts converger avec ceux des employés. En effet, ceux-ci, comme la banque, sont dans une position contractuelle à l'égard du keiretsu, du point de vue de leur activité et de leur rémunération. Or, cette situation réclame, du point de vue de ces agents, une stabilité forte de l'organisation et de la dynamique du keiretsu.

Les garanties offertes par le système de financement, correspondant à cette aversion pour le risque, satisfont donc aux dispositifs d'emploi à vie dans le cadre de cette gestion spécifique du capital humain.

Au contraire, les intérêts des créanciers divergent par rapport à ceux des actionnaires. L'exemple donné par Morck et Nakamura <sup>774</sup> permet de rendre compte de cette relation. La valeur  $V$  d'une entreprise dépend de la valeur de son capital  $E$  et de celle de sa dette  $D$ .

$$V = D + E$$

Alors que les actionnaires cherchent à maximiser  $E$ , les créanciers s'efforcent de

<sup>772</sup> « Under the main bank system Japanese industrial corporations were able to engage in developmental investment strategies with debt-equity ratios far in excess of those that existed in the advanced economies of the West and with debt financing that was almost entirely in the form of unsecured bank loans as opposed to securitized bonds » In **Lazonick.W.** « Japanese Corporate Governance and Strategy. Adapting to Financial Pressures for Change » Public Policy Relief. Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Blythwood. NY. 1993. P 14.

<sup>773</sup> Sauf si ces variations finissent par trop affecter le niveau des ratios de réserves.

<sup>774</sup> **Morck.Randall, Nakamura.Masao:** « Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems » Harvard Institute of Economic Research. Discussion Paper N°183. Harvard University. Cambridge. Massachusetts. Février 1999. P 11.

minimiser  $\text{Prob}[V < D]$  puisque pour l'entreprise,  $V < D$  correspond à une situation d'insolvabilité. L'entreprise souhaite mettre en œuvre un investissement de coût  $C$  et de rentabilité  $P$  (avec une probabilité  $p$  et  $pP > C$ ) ou de rentabilité  $0$  (avec une probabilité  $1-p$ ).

L'actionnaire neutre au risque est ici en faveur de l'investissement puisque son espérance est toujours positive. Par contre, le créancier doit adopter une position plus complexe. Si  $C < V - D$ . Il est indifférent. Au contraire, si  $C > V - D$ , il s'y oppose obligatoirement.

Lorsque les actionnaires disposent des droits de contrôle, ils peuvent favoriser la mise en œuvre d'un projet pour lequel  $C > V - D$  au détriment des créanciers. Le coût de la dette devra alors augmenter. Au contraire, lorsque les créanciers disposent de droits de contrôle, ce type de projet est rejeté.

Cependant, il ne peut être approuvé non plus si  $C < V - D$  (cas indifférent aux créanciers). Dans cette situation, d'autres critères doivent être mobilisés afin d'effectuer un choix positif. Les créanciers peuvent exiger, par exemple, une augmentation des taux d'intérêt (à l'encontre du dividende attendu par les actionnaires).

Ils peuvent également orienter l'entreprise vers des investissements à faibles risques, à partir du moment où la stabilité du résultat est une exigence forte.

Les différentes possibilités tendent toutes à affaiblir le prix des titres (puisqu'elles diminuent toutes les anticipations de dividendes) mais elles ont en commun également d'alourdir le coût du capital, ce qui correspond bien, d'ailleurs, au transfert de rente favorable aux créanciers auxquels nous avons déjà fait référence.

On peut, en effet, observer que si, en général, les taux d'intérêt au Japon, sont pendant la période de haute conjoncture, inférieurs à la moyenne de taux des autres pays industrialisés, ils restent, au Japon même, relativement disparates.

En particulier, il existe une forte différence entre le coût du capital à l'intérieur du keiretsu et à l'extérieur<sup>775</sup>.

Hoshi, Kashyap et Scharfstein montrent, en effet, le caractère systématique d'un niveau plus élevé des taux internes au keiretsu.

Si l'on ajoute que le recours à la dette est un moyen plus fréquent à l'intérieur des keiretsu qu'à l'extérieur, on peut dire que la banque principale se comporte d'abord comme un créancier et dans un second temps seulement comme un actionnaire, ainsi que l'indique A.V Hermez et L.Quignon<sup>776</sup> :

**« ...Les structures capitalistiques ne sont pas de nature à encourager la quête du profit maximum pour la banque : les actionnaires – débiteurs, par le jeu des participations croisées, consentent à perdre d'un côté (moindre profit, moindres dividendes) ce qu'ils regagnent très largement de l'autre grâce à un coût du**

<sup>775</sup> **Hoshi.T, Kashyap.A, Scharfstein.D:** « The Choice between public and Private Debt : An Analysis of Post-Deregulation Corporate Financing in Japan » NBER. Working Paper n°4421. 1993.

<sup>776</sup> **Hermez.A.V, Quignon.L:** « Banques japonaises : Grand Nettoyage de Printemps ? ». Conjonctures P 14-31. Avril 2001.

### **« crédit défiant toute concurrence »**

On comprend, ainsi, les raisons du caractère accommodant de la politique monétaire japonaise à laquelle nous avons déjà fait allusion. L'existence de taux de base bancaire réduits est une condition importante permettant la réussite de la stratégie du gouvernement d'entreprise propre aux keiretsu.

Si l'on se réfère à l'esprit de la théorie de l'agence – stricto sensu – ce dispositif se révèle clairement sous optimum. En effet, de ce point de vue, l'influence des actionnaires doit être déterminante puisqu'elle oblige le management à satisfaire les propriétaires sous peine de perdre l'accès au marché du capital avec toutes les conséquences qui en découlent.

Dans ce cas, la stratégie optimale s'appuie à la fois sur la capacité à distribuer les dividendes anticipés et, corollairement, sur la gestion flexible de l'appareil productif, en particulier celle de la force de travail. De ce point de vue orthodoxe, le management à la Japonaise a pu être qualifiée « **d'antigouvernance** »<sup>777</sup>.

Cependant, l'analyse de la période de haute conjoncture plaide aussi, du moins jusqu'aux années 80, en faveur de l'idée selon laquelle la croissance exceptionnelle peut être la conséquence de la nature particulière du lien qu'introduit la gouvernance d'entreprise japonaise entre l'appareil productif et son mode de financement.

De nombreuses études<sup>778</sup> montrent en particulier que, dans le cas de performances insuffisantes en matière financière, l'entreprise doit admettre de nouveaux représentants des créanciers bancaires dans son directoire.

Il en résulte que la banque japonaise se révèle, pendant cette période, apte à intervenir, de manière efficace, dans la conduite du gouvernement d'entreprise, se substituant ainsi à la pression habituellement dévolue aux actionnaires.

Pourtant, la fin du XX<sup>e</sup> siècle marque bien une remise en cause de cette stratégie. Si l'apparente rigidité du système d'intermédiation de crédit a pu être considérée comme un facteur essentiel de la fragilité financière du capitalisme japonais, on doit également analyser le rôle joué par le démantèlement partiel de ce cadre à partir d'un processus de dérégulation dont l'impact devra être précisé.

### **1-2- Changement du cadre économique et réglementaire : la dérégulation partielle du financement de l'appareil productif japonais**

Jusqu'aux années soixante-dix, le système financier japonais a évolué dans un environnement caractérisé par une réglementation stricte facilitant l'accès au crédit pour les entreprises. La concurrence, très limitée, entre les établissements de crédit s'exerçait

---

<sup>777</sup> **Scher.M.J.**: « Japanese Cross-Shareholdings: Corporate Governance or Anti Governance? » Association of Business Studies. Ann Arbor. 4 Juin 1995.

<sup>778</sup> En particulier: **Kaplan.S, Minton.B.**: « Outside Intervention in Japanese Companies: Its Determinants and its Implications for Manager ». Journal of Financial Economics n°36. P 225-258. 1994; Kang . **J, Shridasani.A.**: « Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan ». Journal of Financial Economics n°38. P 29-58. 1995.

« hors prix » et reposait sur les liens de long terme entre banques et appareil productif.

**Document II - Fonctionnement du système bancaire avant la déréglementation** <sup>779</sup>

Structure	Réglementation	- Plafonnement des taux débiteurs et créditeurs - Segmentation des marchés. - Contrôle des volumes et activités.
Comportement	Conservatisme	- Spécialisation des institutions - Prise de risque limitée - Relation de long terme avec le client
Performance	Marge brute élevée	- Faible pression sur les coûts - Expansion des capacités (réseau d'agences)

**Source :** « Enseignements de la résolution des crises bancaires dans quelques pays » P 35 in « Résolution des crises bancaires ». Document de la Banque Nationale de Belgique. Bruxelles. 2000.

Entre la fin des années soixante-dix et la fin des années quatre-vingt-dix, une partie importante de la réglementation en vigueur auparavant a été remise en cause. Ce processus, mis en œuvre dans tous les pays développés, s'est accentué de manière très varié selon les pays.

Fort et rapide dans les pays anglo-saxons, il s'effectuera de manière lente et limitée dans le cas japonais. Pourtant, un certain nombre de modifications internes apparaissent, déjà, dès les années soixante-dix, pour trois raisons essentielles.

En premier lieu, face aux chocs économiques du début des années soixante-dix (la remise en cause du système de Bretton Woods en août 1971, la généralisation des taux de change flottants à partir de 1973 et la crise économique de 1974-75), le gouvernement japonais mène une politique budgétaire expansionniste.

Les dépenses publiques augmentent pour la seule année 1975 de 55% <sup>780</sup>. Le financement de ces mesures de soutien à l'activité est assuré par l'émission de bons du Trésor dont le montant double pour cette même année.

A la fin de la décennie, son niveau atteint 57000 milliards de yens contre 15.8 milliards en 1975. Quoique faiblement rémunérés, les bons sont massivement souscrits puisque la loi oblige le secteur bancaire à en absorber une part importante <sup>781</sup>.

Cette augmentation de l'émission de titres de la dette publique contribue, par conséquent, à une pression supplémentaire sur le produit net bancaire. Les établissements de crédit sont donc conduits à revendiquer des facilités concernant leur financement. Ils obtiennent, dès la fin de la décennie la possibilité d'émettre des certificats

<sup>779</sup> « Enseignements de la résolution des crises bancaires dans quelques pays » P 35 in « Résolution des crises bancaires ». Document de la Banque Nationale de Belgique. Bruxelles. 2000.

<sup>780</sup> **Teranishi Juro:** « Japan: Development and Structural Change of the Financial system ». P 52. in **Park Patrick :** « The Financial Development of Japan, Korea and Taiwan ». Oxford University Press. 1994.

<sup>781</sup> En particulier, l'ensemble des émissions à 10 ans et plus.

de dépôts présentant des taux alignés sur le marché afin de retrouver les dépôts perdus les années précédentes.

D'autre part, le ralentissement économique réduit mécaniquement les demandes de prêts. Cela conduit la banque à faire pression sur les autorités pour obtenir un assouplissement de la segmentation du marché bancaire dans le but de trouver de nouvelles sources de profit<sup>782</sup>.

Pendant les années quatre-vingts, le processus de dérégulation financière change quelque peu de nature et correspond plutôt à la nouvelle place internationale qu'occupe le Japon suite à l'accroissement de l'importance de sa position commerciale.

L'accord Yen – Dollar en 1983, puis l'accord du Plaza en 1985, lui imposent de réduire les barrières aux mouvements de capitaux, d'internationaliser le Yen et dans une moindre mesure de libéraliser le marché du capital en favorisant une détermination partielle des taux d'intérêt à travers le marché.

Alors que jusqu'en 1983, seules les principales entreprises<sup>783</sup> ont l'autorisation d'émettre des obligations, l'influence de ces accords va multiplier cette possibilité, si bien qu'en 1987, 330 entreprises peuvent bénéficier de cette possibilité.

Dans le même temps, les entreprises financières réussissent à lever des dépôts à travers deux nouveaux instruments : les certificats du marché monétaire et les dépôts à terme.

Cette dérégulation des dépôts implique une détermination grandissante de leur taux par le marché. En 1980, 6,3% seulement des dépôts correspondaient à cette situation contre 57,3% en 1989<sup>784</sup>.

### Document III : Fonctionnement du système bancaire attendu à la suite de la déréglementation des années 80

<sup>782</sup> Les sources seront l'immobilier et le foncier comme nous l'étudierons dans le paragraphe suivant.

<sup>783</sup> En réalité, seules deux entreprises disposaient de ce droit : Toyota Motors et Matsushita Electric. Cf. **Pigeon Marc-André**: « It Happened, but Not Again: A Minskian Analysis of Japan's Lost Decade ». Jerome Levy Institute. Working Paper n° 303. Juin 2000. P 4.

<sup>784</sup> **Cargill.T.F, Hutchinson.M.M, Takatoshi.Ito**: « The Political Economy of Japanese Monetary Policy ». Cambridge. MIT 1997.

Structure	Libéralisation	-Taux d'intérêt sur les taux de marché. -Suppression des mesures de rationnement du crédit. -Levée des contraintes pesant sur les activités bancaires. -Libération des mouvements internationaux de capitaux.
Comportement	Agressivité	-Concurrence pour les parts de marché avec augmentation du volume des crédits et du total des bilans. -Développement de nouveaux produits et approche de nouveaux marchés. -Profil d'activité plus risqué.
Performance	Marge brute réduite Détérioration de la rentabilité et de la solvabilité	-Perte des rentes de situation. Coûts excessifs hérités du passé. -Mauvaise gestion des risques. -Concentration excessive sur certains secteurs.

**Source :** « Enseignements de la résolution des crises bancaires dans quelques pays » p 35 in «Résolution des crises bancaires ». Document de la Banque Nationale de Belgique. Bruxelles. 2000.

Cette déréglementation va se poursuivre dans le cadre des négociations nippo-américaines de 1989-90<sup>785</sup> dont l'objectif principal est d'ouvrir le marché japonais aux produits et services américains en faisant disparaître les barrières non tarifaires.

La phase essentielle de ce processus demeure néanmoins celle de la « **US - Japan Enhanced Initiative on Deregulation and Competition Policy** » entreprise en juin 1997.

La réforme du système financier japonais, induite de cet accord, part de l'idée que le système financier japonais étant caractérisé par la prédominance des banques dans l'investissement à moyen et long terme, à travers la mise en œuvre de relations étroites avec les entreprises, les banques n'ont pas suffisamment développé leurs capacités d'expertise en matière d'évolution du risque de crédit<sup>786</sup> :

**« Leurs prêts étaient ciblés vers un secteur industriel en particulier et elles bénéficiaient habituellement de garanties gouvernementales. En retour, les méthodes de comptabilité – par lesquelles une banque pouvait facilement cacher ses mauvaises créances – ont fait en sorte qu'il était impossible de vérifier la viabilité financière d'une institution bancaire »**

Face à cette faible profitabilité et la pénurie de fonds qui affecte la banque, le « **Big Bang** » se présente donc comme une démarche globale visant à favoriser la modernisation, la rentabilité et la responsabilité du secteur financier. Les mesures essentielles qu'il préconise visent à modifier la structure même de ce secteur en empruntant cinq directions essentielles:

<sup>785</sup> Structural Impediments Initiative (SII). Cette pression américaine semble cependant être plus un phénomène amplificateur que causal.

<sup>786</sup> **Boulangier Eric :** « Le Big Bang Financier Japonais ». Groupe de Recherche sur l'Intégration Continentale. Université du Québec à Montréal. Département de Science Politique. Montréal. Notes et Etudes . Mai 2000. P15.

- Décloisonnement intra et extra sectoriel
- Nouveaux produits et nouveaux outils pour lever des fonds.
- Nouvelles méthodes de comptabilité et transparence financière accrue.
- Abolition des restrictions à l'entrée de nouveaux participants.
- Rationalisation de l'activité d'investissement financier.

Dans les années 80, déjà, la segmentation s'affaiblissait de plus en plus <sup>787</sup> et les banques agissaient de manière indirecte par l'intermédiaire de leur filiale dans tous les secteurs, en particulier ceux dans lesquels leur intervention n'était pas -a priori- admise.

Confortant ce processus, le « *Big Bang* » offre donc, en plus, aux banques, les outils financiers leur permettant de lever des fonds aptes à favoriser la réalisation de leurs nouvelles fonctions.

Ainsi, les banques nationales peuvent, depuis 1999, offrir des dépôts à terme et il leur est devenu possible d'émettre des obligations à long terme. La possibilité de développement des produits d'assurance et des valeurs mobilières est également favorisée.

Les restrictions légales sur l'ouverture et l'emplacement des succursales bancaires sont également levées. Enfin, la révision de la loi anti-monopole permet le contrôle par les banques de plus de 5% des actions des entreprises non bancaires.

En favorisant la modernisation, la rentabilité et la responsabilité du système bancaire, le « *Big Bang* » entend répondre aux difficultés d'un secteur dont le développement semblait affecté par la pénurie de fonds et qui avait pris un retard considérable par rapport aux pays identiques plus axés sur le marché financier.

On doit compléter l'analyse de l'architecture de cette réforme en prenant en compte l'évolution réglementaire concernant la Banque du Japon.

L'indépendance de la Banque du Japon ne répond pas du tout aux canons d'une théorie néoclassique défendant l'idée d'une relation causale entre indépendance et efficacité de la lutte contre l'inflation. En effet, depuis 1973, la Banque du Japon, la moins indépendante de toutes les banques centrales, est néanmoins celle qui a obtenu les meilleurs résultats dans ce domaine <sup>788</sup>.

En revanche, l'absence d'autonomie de la Banque du Japon a pu être clairement mise en relation avec le sauvetage de nombreuses institutions financières considérées pourtant comme peu viables. La Banque du Japon peut être analysée jusque là comme l'un des instruments à la disposition du gouvernement pour augmenter les liquidités des entreprises et stimuler l'activité des institutions financières sans qu'il ait lui-même un rôle

<sup>787</sup> Comme nous l'avons vu précédemment, les stratégies bancaires doivent se modifier sous l'impact du nouveau type de financement opéré par les transnationales.

<sup>788</sup> **Maclean.Brian, Bowles Paul:** « The New Bank of Japan Law: Why is Japan joining the global Trend ? » in **Donnelly.Mickaël :** « Confidence and uncertainty in Japan » University of Toronto - York University Joint Center for Asia Pacific Studies. 1998. P 193 - 209.

direct à jouer.

En juin 1997, des modifications à la loi sur la Banque du Japon ont été adoptées pour favoriser, du moins en principe, l'autonomie de la banque centrale. Il est, en particulier, interdit au gouvernement, de démettre de ses fonctions le gouverneur de la banque et d'intervenir dans ses opérations courantes.

Un seul organe de décision dirige désormais la banque : le conseil directeur<sup>789</sup>. Celui-ci est devenu la principale autorité en matière de politique monétaire. D'autre part, en ce qui concerne les plans de redressement des entreprises (notamment dans le secteur financier) le gouvernement a délégué cette fonction à un organisme indépendant la « *Japan Development Bank* ». Les conséquences de ces mesures sont doubles<sup>790</sup> :

**Tout d'abord, la segmentation est appelée à disparaître progressivement au profit d'une compétition entre une multitude d'activités financières regroupées dans de nouvelles structures où les services financiers multisectoriels tendent à devenir le noyau d'une holding qui n'est plus conçue comme une source de fonds, mais, beaucoup plus comme une source de profit.**

Ensuite, on assiste à une augmentation, très forte et très nouvelle pour la finance japonaise, des flux d'entrées d'IDE. Correspondant, en 1996, à 200 millions de dollars, ils atteignent, en 1999, le niveau de 14 milliards. Il s'agit évidemment d'une variable essentielle de la réforme du système financier puisque ceux-ci sont en mesure de transformer, par le niveau de compétitivité qu'ils impulsent et les ressources financières dont ils disposent, le système dans son ensemble.

Il reste, cependant, que des limites importantes réduisent quelque peu l'influence de ces réformes. Tout d'abord, le processus de dérégulation est marqué par une très grande lenteur. Comme on le sait, on peut dater son origine à la fin des années 70, or il faut attendre 1998, pour que se mettent en place graduellement, par exemple, un marché obligataire. Il en est de même en ce qui concerne des placements d'épargne au profit des ménages : les fonds communs de placement sur le modèle généralisé en occident ne débutent qu'à cette même époque.

Leur succès est d'ailleurs très relatif puisque l'activité des sociétés d'investissement intervenant dans ce domaine se révèle peu engageante<sup>791</sup> :

***Presque toutes les sociétés d'investissement étaient des substituts des maisons de titres et elles étaient souvent intéressées à manipuler tous les comptes qu'elles gèrent pour collecter de commissions élevées au profit de leur maisons mères. La plupart du temps, leurs résultats sous performant largement ceux du***

---

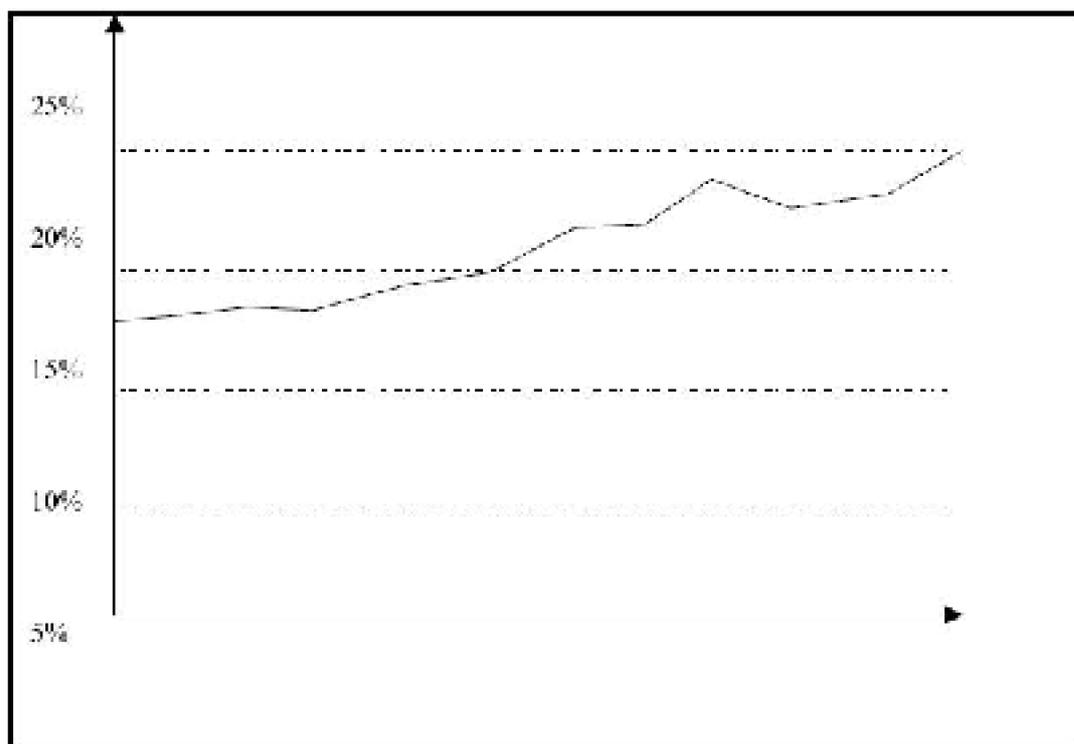
<sup>789</sup> « Policy Board » inspiré d'un modèle américain, le « US Federal Open Market Committee ».

<sup>790</sup> **Boulangier Eric**: Op. Cité P 36.

<sup>791</sup> « Almost all the investment trust companies were subsidiaries of securities houses, and they were often interested in churning all the accounts they managed to collect high commission fees for their parents. Most of the time, investment trusts underperformed the market indices by large margins ». **Cai.J., Chan.K.C., Yamada.T.**: « The performance of Japanese Mutual Funds » The Review of Financial Studies » 10.1997. P 237 – 273.

### *« marché ».*

Il en résulte que le montant des dépôts effectués par les ménages auprès des banques reste important, et même croissant en fonction du PIB.



*Document IV : Dépôts individuels dans les City Banks (rapporté au PIB)*

**Source :** Banque du Japon : « Economic Statistic Annual, Various Issues »

D'autre part, la remise en cause de la segmentation du système financier japonais s'avère aussi relativement lente dans sa mise en place et, en réalité, plutôt partielle. C'est en 1993 seulement que les banques reçoivent l'autorisation de constituer, sous formes de filiales, des maisons de titres.

Dans le même temps, les sociétés de placement peuvent faire de même en ce qui concerne les titres bancaires. Cependant, dans cette activité, les banques ne sont autorisées, par le Ministère des Finances, qu'aux opérations de souscriptions et de mise en relation.

Certes, les filiales étrangères des banques japonaises n'ont théoriquement aucune

---

protégé en vertu de la loi du droit d'auteur.

obligation en cette matière. Cette possibilité est, cependant, interdite en pratique, par le Ministère des Finances, à l'aide d'une procédure d'agrément<sup>792</sup> stipulant que les banques doivent, de ce point de vue, se référer à l'expérience accumulée au Japon par les sociétés de placement.

Il en résulte que l'on peut interpréter un tel accord comme un moyen d'empêcher les filiales bancaires de devenir des souscripteurs dominants des obligations émises par les entreprises japonaises<sup>793</sup>.

Les limites précédentes renvoient à des obstacles plus institutionnels provenant de la Banque du Japon et du Ministère des Finances eux-mêmes. En ce qui concerne la première, on peut douter de son autonomie pourtant légalement affirmée.

En effet, les liens qu'elle entretient avec le Ministère des Finances sont anciens et n'ont guère changé malgré les réformes. Comme l'indique E. Boulanger<sup>794</sup> :

**« Malgré les réformes, les traditions se poursuivent »**

**Le fait que les huit derniers gouverneurs de la Banque Centrale proviennent par alternance du Ministère ou de la Banque est symptomatique à cet égard. La loi, elle-même, dans son Article 4 concernant la gestion de la Banque du Japon, insiste sur l'importance et la persistance nécessaire du lien avec le Ministère<sup>795</sup> :**

**« En reconnaissance du fait que le contrôle de la monnaie et du change est une composante de la politique économique générale, la Banque du Japon maintiendra toujours un contact étroit avec le gouvernement et un échange de vues suffisant de telle manière que la politique monétaire et le dispositif élémentaire de la politique gouvernementale soit mutuellement harmonieuse. »**

De ce fait, les représentants du Ministère des Finances ont le droit d'assister et de participer aux discussions du conseil directeur de la Banque et d'ajourner ou reporter à une date ultérieure la réunion si une entente n'est pas obtenue sur un problème particulier. La difficulté d'abandonner la politique dite de « **taux d'intérêt zéro** » est, d'ailleurs, symptomatique de cet état de fait institutionnel.

La même analyse peut être menée en ce qui concerne la réforme du Ministère lui-même. Il apparaît que l'ensemble des tentatives de réformes impulsées pendant les années 90 n'ont eu qu'une portée limitée.

Il en résulte que le Ministère des Finances conserve l'ensemble de ses pouvoirs discrétionnaires et reste donc en capacité d'assurer le soutien financier des firmes en difficulté. Cela affecte évidemment de manière considérable le fonctionnement du marché

<sup>792</sup> Dites: « Tree bureaus agreement.»

<sup>793</sup> **Rosenbluth.F.**: "Financial Politics in contemporary Japan" Ithaca. New York. Cornell University Press. 1989. P 152.

<sup>794</sup> Idem p 33.

<sup>795</sup> "In recognition of the fact that currency and monetary control is a component of overall economic policy, the Bank of Japan shall always maintain close contact with the government and exchange views sufficiently so that the basic stance of the government's policy shall be mutually harmonious." in **Charte de la Banque du Japon** : <http://www.boj.or.jp/>

<sup>796</sup> . Demeurant le ministère le plus puissant au Japon, il n'a guère modifié, pendant les années 90, sa place déterminante.

Or, le succès attendu de la réforme initiée par le « Big Bang » repose, en grande partie, sur la volonté de cette institution de laisser la gestion du système financier à des institutions financières dotées d'une certaine marge d'autonomie, sinon d'indépendance.

La faiblesse du résultat des réformes financières s'engageant pourtant dans une voie clairement orientée sur le marché, pose la question de la volonté réelle du système financier japonais de modifier son fonctionnement.

En effet, cette opposition entre une image de changement radical et l'absence de modification fondamentale mérite réflexion.

La dérégulation des taux d'intérêt n'a pas réellement eu lieu, l'abandon des procédures d'actionnariat croisé n'est même pas au programme du « Big Bang ».

Contrairement aux affirmations, malgré les insuffisances constatées en matière de gestion de la bulle financière dans la fin des années 80 <sup>797</sup> , et les difficultés à agir face à l'accumulation de prêts de mauvaise qualité dans les années 90, la puissance du Ministère des Finances et de la Banque du Japon, leur capacité à coordonner et à réguler le système financier japonais n'ont pas décliné mais, au contraire, se sont accrues de manière significative.

Certes, le besoin d'assurer des conditions financières acceptables pour résoudre le problème des prêts non performants rend nécessaire le maintien de structure particulière de taux d'intérêt ? mais il n'est pas pour autant obligatoire que le Ministère maintienne son contrôle direct sur la moitié des transactions financières au Japon <sup>798</sup> .

On peut donc également considérer que la « lenteur » et le caractère partiel des réformes relèvent aussi d'un choix -ou du moins- de compromis à l'intérieur même des institutions publiques.

**W.Lazonick <sup>799</sup> défend l'idée que du point de vue des perspectives gouvernementales, l'efficacité de la stratégie de réorganisation financière dépend de la capacité des établissements financiers à devenir des entreprises aptes à agir sur le plan international pour créer des centres de profit, alors même que cela leur est, dans les faits, interdit sur le plan national :**

**« Une telle transformation, si elle réussit, peut permettre à des entreprises**

<sup>796</sup> « Il faut aussi le noter, le Ministère des Finances englobe les fonctions qui sont, dans les autres pays industrialisés, sous la juridiction des ministères du revenu, du commerce international, des douanes et du Conseil du Trésor. Il détient aussi une influence considérable sur les autres ministères, le gouvernement et les entreprises par ses politiques de transfert de personnels et d'amakudari. »

<sup>797</sup> Phénomène sur lequel nous allons revenir.

<sup>798</sup> Notamment par l'intermédiaire du réseau postal d'épargne.

<sup>799</sup> **Lazonick.W:** « Japanese Corporate Governance and Strategy. Adapting to Finance Pressure for Change ». Public Policy Brief. Jerome Levy Economics Institute. 1998. P 41.

***financièrement fragiles de survivre en exploitant les hauts rendements des actifs financiers investis à l'étranger pour augmenter les résultats de l'épargne domestique. Par ces moyens, ces résultats peuvent être améliorés sans saper les engagements financiers consentis aux entreprises du secteur productif ».***<sup>800</sup>

Bien entendu, une telle stratégie constitue une importante prise de risque à moyen et long terme puisque intervenant sur le marché désormais mondialisé, les établissements financiers japonais seront soumis à la concurrence des établissements étrangers ce qui favorisera de nouveaux types d'accord et de nouveaux positionnements des entreprises japonaises.

Il reste que, pour ce qui concerne le cadre de cette étude, les réformes entreprises ne peuvent pas être considérées comme un point de passage décisif d'une situation de domination bancaire à un système de domination par le marché du système financier japonais.

## **REFLEXION SUR LA DOUBLE FRAGILITE BANCAIRE DU CAPITALISME MATURE JAPONAIS.**

---

### **2-1- La croissance remet en cause progressivement un système de financement axé prioritairement sur la banque**

Pendant les années 50 et 60, le système bancaire s'est engagé dans le financement du développement industriel à l'aide de prêts garantis et s'accompagnant de taux relativement faibles compte tenu de l'incertitude portant sur le succès d'entreprises dont le potentiel ne s'était pas encore révélé.

A partir des années 70, l'émergence du Japon, comme l'une des économies majeures résulte de la compétitivité exceptionnelle d'un appareil productif financé par les prêts bancaires. Ce processus stimule l'apparition de firmes transnationales dont 4 parmi les 15 premières mondiales sont japonaises<sup>801</sup>. Celles-ci génèrent des flux de revenus qu'elles peuvent, maintenant, utiliser pour alimenter leur croissance future.

En ce qui concerne leurs besoins de financement externe, elles vont donc pouvoir, progressivement, s'orienter directement vers les marchés financiers, modifiant de manière radicale la répartition traditionnelle de la rente entre créanciers, actionnaires et entreprises

<sup>802</sup> .

<sup>800</sup> « *Such a transformation, if successful, could enable now fragile financial enterprises to survive by tapping into high returns on financial assets abroad to augment the returns on saving at home. By this means, the return on domestic saving could be increased without undermining financial commitment to productive enterprises* » In Lazonick.W : Op.Cité P 41.

<sup>801</sup> En 1998.

<sup>802</sup> Sur les rapports entre développement des firmes transnationales et gouvernance nationale. Cf. Sandretto.R.: « Globalization and National Sovereignty. Defense of an Iconoclastic View ». Seventh International Conference. The Problems of Economic Integration of Ukraine into the European Union. Globalization and New economy. Yalta-Phoros. Ukraine 2002.P 9.

Avec l'accumulation d'une capacité productive, désormais en place, les firmes n'ont pas à investir une proportion de capital aussi forte que pendant la phase de haute conjoncture. De plus, elles possèdent maintenant, une capacité organisationnelle suffisante pour réduire l'incertitude inhérente à ces nouveaux investissements.

Document V : Sources nettes d'investissement des firmes non financières japonaises <sup>803</sup> :

Sources	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89
Financement interne	43.2	51.9	55.8	53.4
Emission d'actions	3.3	3.3	3.5	4.5
Obligations	1.7	2.5	1.4	5.9
Papier Commercial	0.0	0.0	0.0	2.3
Prêts	51.7	42.3	39.3	33.8

**Source : Hodder.JE, Tschoegl.A.E:** « Corporate Finance in Japan » in **Takagi Shinji:** « Japanese Capital Markets: New Development in Regulations and Institutions. Blackwell. P 137. 1993. (Moyenne sur cinq ans en pourcentage)

Elles vont, dès lors, utiliser une part de leur recette pour réduire leur dépendance à l'égard des banques : si de 1965 à 1977, le taux de croissance de l'endettement des grandes firmes s'accroissait de 4% l'an, entre 1983 et 1989, ce même taux diminuait de un à deux pour cent.

En conséquence, la capacité d'autonomie d'une partie de l'appareil productif vis à vis du système bancaire, issue de l'amélioration des conditions de mise en valeur des facteurs de production, va pouvoir se révéler <sup>804</sup> :

**« Désormais, le même processus de développement qui, dans les années 70 et 80, avait éliminé l'incertitude inhérente aux prêts bancaires à l'entreprise industrielle permet aussi à ces entreprises de réduire leur dépendance à l'égard des banques »**

On peut comprendre ce type d'évolution en référence à l'analyse en terme de rente proposée par Rajan et Zingales <sup>805</sup> . Le système de répression financière peut être remis en cause par certains de ses acteurs à partir d'un certain niveau de développement de

<sup>803</sup> **Hodder.JE, Tschoegl.A.E:** « Corporate Finance in Japan » in **Takagi Shinji:** « Japanese Capital Markets : New Development in Regulations and Institutions. Blackwell. P 137. 1993.

<sup>804</sup> « Hence, the same developmental process that in the 1970s and 1980s eliminated the uncertainty inherent in bank loans to industrial enterprises also enabled these industrial enterprises to reduce their reliance on banks loans » in **Lazonick.W:** « The Japanese Financial Crisis, Corporate Governance and sustainable Prosperity » Working Paper n°27. Center for Industrial Competitiveness. University of Massachusetts Lowell and Euro – Asia Center. INSEAD. P 31. Février 1998.

<sup>805</sup> Cf. **Rajan.G.R, Zingales.L:** « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century » Economics Department Working Papers n° 265. OCDE. Octobre 2000. Cf. supra. Chapitre I de la Troisième Partie.

l'appareil productif.

Cette modification implique un déclin du dispositif traditionnel de répartition de la rente au détriment du créancier alors même que, dans ce dispositif, il en était l'un des principaux bénéficiaires.

Dans le cas du Japon, les entrepreneurs dominant les keiretsu vont modifier leurs perspectives de financement à partir du moment où leurs opportunités d'investissement sont importantes relativement aux capacités qu'ils ont de les financer. Or, cette situation apparaît pendant les années 80 pour les entreprises japonaises de grandes dimensions.

Celles-ci ont accru de manière inédite leurs parts de marché sur le plan international, mais elles sont, en même temps, les principales vecteurs du transfert de la rente à travers la structure du keiretsu.

Les gains obtenus à l'extérieur sont limités par les charges de financement dont le coût d'opportunité (relativement au coût extérieur du capital) tend à devenir trop important.

Il en résulte que le financement extérieur ne peut pas ne pas se mettre en place dès lors qu'on se situe dans un univers compétitif. C'est la stratégie qui sera suivie par les principales firmes japonaises ayant accès au marché mondial du capital. C'est la raison pour laquelle le financement externe s'effectuera de plus en plus largement à travers l'Euromarché pendant cette décennie.

De manière inévitable, les banques devront répondre à cette nouvelle donne et tenteront de mettre en œuvre des stratégies d'adaptation à ce nouveau dispositif en devenant elles-mêmes des acteurs essentiels du processus de dérégulation.

Il est donc nécessaire, si l'on veut définir clairement la nature de la fragilité financière du capitalisme japonais, d'interroger les rapports entre la modification profonde des relations système productif - système financier et la présence, dès la fin des années 70, du phénomène de libéralisation financière.

**La configuration de fragilité financière propre au capitalisme japonais et plus généralement au capitalisme axé prioritaire sur le financement bancaire va pouvoir s'analyser de la manière suivante :**

La croissance bouscule le modèle de financement appuyé sur la banque en favorisant, au profit des transnationales, l'opportunité de se financer sur le marché.

Cependant, dans une première étape, la structure même de ce modèle tend à retarder sa réforme ce qui conduit à un processus de «*fragilisation bancaire initiale*».

Cette situation précipite, dans un second temps, sa tentative de transformation sans que le marché construise sa propre régulation.

Il en résulte pour la banque la nécessité de répondre à cette fragilisation par des possibilités de nouvelles de sources de profits assorties de prises de risque mal maîtrisées, ce qui a pour conséquences d'accroître plus encore la fragilité financière, constituant ainsi une «*fragilité induite*».

C'est l'interaction entre ces deux tendances marquant de manière spécifique la fragilité financière du capitalisme mature axé sur la banque qui est à l'origine de la crise

financière de longue durée que traverse le Japon à partir du début de la décennie 90.

Comme nous l'avons montré dans les autres formes historiques, la racine de la fragilité se retrouve dans l'existence d'une double-contraainte à laquelle se trouve exposé le système financier.

L'absence de modification radicale conduit inéluctablement le système bancaire vers la crise financière.

Mais tout aussi inéluctablement, la réforme financière parce qu'elle ne peut construire à temps les conditions optimales d'un nouveau type de régulation par le marché, conduit également à un surcroît de fragilité bancaire qui cumule avec la précédente.

C'est cette double occurrence qui contient la possibilité de crises financières de grande ampleur parce qu'à la fois crise du mode de régulation et crise de transition.

Paradoxalement, ces deux fragilités proviennent de tendances fondamentalement opposées. Dans une première étape, il s'agit d'empêcher toutes réformes bancaires ; dans l'autre, de les promouvoir.

Mais si les tendances sont contradictoires, leurs effets sur la fragilité financière se composent pour conduire à une configuration spécifique particulièrement instable.

### **2-2- La fragilité initiale, conséquence de la difficulté du système financier traditionnel à modifier ses formes de régulation:**

Alors même que le succès de l'économie japonaise et l'ouverture commerciale qui en résulte tendent à impulser une modification du type de financement des entreprises, la structure même de ce modèle tend à retarder sa réforme. Cela conduit au processus de «fragilisation bancaire initiale».

A l'origine de cette première fragilité, il y a donc la modification, potentielle parce que non assumée, de la place des créanciers vis à vis d'un appareil productif nécessitant une mutation financière.

Pendant la phase de haute conjoncture, les projets potentiellement profitables mais considérés comme trop risqués étaient assez rarement retenus. Des projets présentant une rentabilité faible mais sûre leur étaient, par contre, préférés, en particulier lorsqu'ils s'appuyaient sur des collatéraux suffisants.

Les firmes orientaient donc leurs investissements vers des installations préexistantes et vers des produits susceptibles de favoriser des retours limités mais constants. Cette stratégie pouvait fonctionner dès lors que de nouveaux marchés s'ouvraient afin d'accroître la demande agrégée de ces produits.

On peut penser que cette situation correspond bien au contexte de l'économie japonaise de la période de reconstruction jusqu'aux années 80.

Par rapport à ce cadre, l'objectif des keiretsu semble, alors, tout à fait cohérent puisqu'il valorise l'accroissement des parts de marché plus que celle du taux de profit<sup>806</sup>.

Par contre, dès lors que la demande de crédit devient insuffisante de la part des grandes firmes exportatrices, les dysfonctionnements, dus à la nature même du

gouvernement d'entreprise japonais, vont orienter les banques dans le financement d'opérations de surinvestissement dans des projets à faible rentabilité - ce qu'ils seront - et à faible risque - ce qu'ils ne seront précisément plus.

Le maintien du mode de régulation traditionnel du financement de l'investissement contribue à renforcer ce processus

**« ... Cette mauvaise allocation du capital entraîne, en premier lieu, une bulle due au surinvestissement et se prolonge aujourd'hui dans le désarroi économique actuel. Quoique des mesures significatives aient été tentées pour déréguler certains aspects du gouvernement d'entreprise et les marchés financiers vers l'étranger depuis le milieu des années 90, peu de changements ont été proposés concernant le rôle des banques comme principaux investisseurs dans les firmes. »<sup>807</sup>**

Le système bancaire japonais fortement régulé pendant la période de haute conjoncture et qui a largement contribué au succès de ce modèle ne parvient donc pas à s'ajuster au nouvel environnement qu'il a lui-même contribué à créer.

Au surplus, lorsque l'on analyse la situation financière des banques japonaises dans les années 90, on doit constater que la plupart d'entre elles ont, certes, accumulé des réserves, mais que celles-ci ne se révèlent plus suffisantes pour couvrir les prêts non performants.

**Document VI : Prêts douteux, pertes et profits et réserves pour emprunts non honorés (extraits)**

<sup>806</sup> Cela permet, incidemment, de comprendre l'importance pour le Japon, de l'apparition de nouveaux marchés en Asie du Sud – Est pendant les années 80-90 et, plus encore, l'impact très négatif de la crise et de la croissance ralentie de ces pays après la crise financière de 1997.

<sup>807</sup> **« ... This microeconomic misallocation of capital triggered the over-investment bubble in the first place and is now prolonging the resulting economic disarray. While significant measures have been implemented to deregulate certain aspects of Japan's corporate governance law and its capital and foreign exchange markets since the mid 1990s, little changes has been proposed for the role of banks as large investors in Japanese firms » in Morck.R, Nakamura.M: « Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems ». Harvard Institute of Economic Research. Discussion Paper Number 1893. Harvard University. Cambridge. Massachusetts. February 1999. P16.**

## ORDRES PRODUCTIFS ET INSTABILITE DES MODES DE FINANCEMENT

Banques	Prêts douteux	« Pertes et Profits » (cumulés depuis 1992)	Prêt total	Ratio de prêts douteux	Ratio Prêts douteux et «pertes et profits »	Réserves spéciales pour défauts
Dai-Ichi-Kangyo	1471362	282132	33921107	4.34%	5.17%	1014342
Sakura	1475401	53037	34328583	4.30%	4.45%	926928
Fuji	1692701	213889	31306818	5.41%	6.09%	782636
Tokyo-Mitsubishi	2250171	92607	41290834	5.45%	5.67%	1317891
Asahi	994617	106491	20460087	4.86%	5.38%	613647
Sanwa	1287580	110704	32895295	3.91%	4.25%	774460
Sumitomo	1469122	618445	35215195	4.17%	5.93%	1114047
Daiwa	915784	25105	100008772	9.15%	9.40%	379601
Tokai	1221628	86148	19795525	6.17%	6.61%	714257
Hokkaido-Tokai	2340853	134105	5857834	40%	42.29%	1675537

En millions de Yens.20/11/79 **Source:** Zenginkyo (Association des Banquiers japonais): « Analysis of Financial Statements of All Banks ». Mars 1998.

Cette situation peut s'expliquer de la manière suivante : Les banques demeurent dans l'activité traditionnelle qu'elles maîtrisent pleinement : recevoir des dépôts et effectuer des prêts. C'est grâce à cette stratégie qu'elles ont constitué leurs réserves.

Cependant, les clients traditionnels s'orientant vers d'autres formes de financement, il devient nécessaire pour l'ensemble des établissements de crédits de prospecter d'autres types de clientèles plus risquées<sup>808</sup>.

Ainsi, l'origine de cette tendance nouvelle est à rechercher à la fois dans la modification du contexte financier et dans la tentative de maintenir le mode de financement traditionnel, axé sur l'intermédiation bancaire, avec d'autres acteurs.

La première composante de cette nouvelle clientèle est constituée par les petites et moyennes entreprises.

A partir des années 80, les banques japonaises accroissent de manière remarquable leurs opérations de prêts en direction des petites et moyennes entreprises compensant ainsi les pertes dues au retrait relatif des keiretsu (cf. infra Document VII).

Cependant, il s'agit là d'une clientèle dont la banque japonaise ne possède pas la connaissance intime, comme c'était le cas des keiretsu, à travers le système de la banque principale. Afin de compenser ce manque d'information affectant l'efficacité de la supervision financière de l'entreprise, les banques vont souvent exiger des collatéraux substantiels au moment de l'octroi du prêt.

Le collatéral offrant la sécurité maximum apparaît être, à cette époque, le capital foncier puisque, outre son caractère non reproductible et donc intrinsèquement rare, son prix réel n'a pas varié pendant toute la période postérieure à la seconde guerre mondiale.

Il en résulte donc une hausse du prix des terrains et, de manière corollaire, un accroissement initial de l'activité du secteur de la construction et plus généralement de

<sup>808</sup> On voit immédiatement le risqué en terme de sélection adverse que constitue ce dispositif.

l'immobilier.

On comprend ainsi que, pendant les années 80, les prêts bancaires au secteur immobilier se soient accrus dans de fortes proportions de manière directe, par la banque elle-même et de manière indirecte, par l'intermédiaire des Jusen, spécialisées dans la recherche de financement en faveur des firmes immobilières.

On doit cependant noter que les prêts bancaires sont, à cette période et dans un premier temps, effectués avec discernement.

En effet, la part essentielle des prêts s'effectue largement au profit des Jusen et du secteur immobilier lui-même alors que les prêts, consentis par les banques à la construction, restent encore limités.

Il serait, cependant, tout à fait discutable de voir dans la hausse des prix du foncier et de l'immobilier, les causes immédiates de la fragilité bancaire initiale. Dans cette première période, le comportement des banques n'a pas été influencé par les prémices de la bulle immobilière.

**Document VII : Proportion des prêts bancaires aux petites et moyennes entreprises**<sup>809</sup>

**Source :** **Hoshi Takeo** : « What Happened to Japanese Banks? » Monetary and Economic Studies. University of

California. San Diego. February 2001. P 12 Figure 3. Ordonnée en pourcentage.

Celle-ci apparaît plutôt comme la conséquence de la réponse bancaire à la désaffection de leurs principaux clients. Il s'agit pour la banque de trouver de nouveaux partenaires sans remettre en cause la stratégie traditionnelle d'intermédiation. Ce choix va rapidement s'avérer contradictoire puisqu'il implique de s'orienter vers des champs aussi fortement compétitifs qu'ils sont peu régulés. C'est ce type de contexte que présente Takeo Hoshi lorsqu'il écrit<sup>810</sup> :

***« La réponse bancaire à une dérégulation financière lente et incomplète rendit [les établissements financiers] vulnérables aux mouvements du prix des terrains... [Mais] le problème fondamental est celui de la «surbanclarisation» qui a émergé quand les grandes entreprises s'orientèrent vers le financement sur le marché du capital alors que les options utilisables par les épargnants et les banques étaient extrêmement lentes à se révéler. »***

La fragilité initiale est donc intrinsèque à la banque dès lors qu'un nouveau contexte moins favorable à l'activité d'intermédiation apparaît et que dans une première étape, la banque souhaite s'y adapter sans modifier ses pratiques<sup>811</sup>.

**Dans un second temps seulement, le marché immobilier, fortement compétitif,**

<sup>809</sup> **Hoshi Takeo** : « What Happened to Japanese Banks? » Monetary and Economic Studies. University of California. San Diego. February 2001. P 12.

<sup>810</sup> « ... the banks response to slow and incomplete financial deregulation made them vulnerable to the movement of land prices [...] The fundamental problem is "over banking" which emerged when corporations shifted to capital market financing but options for savers and banks were extremely slow to be expanded » in **Hoshi.T** : Op. Cité P 16.

**devenu un élément central de la nouvelle activité bancaire, induira une forme nouvelle de fragilité financière.**

Plusieurs éléments restent, cependant, à expliquer pour cerner le comportement bancaire d'adaptation initiale à ce nouveau cadre. En particulier, il reste nécessaire d'explicitier les raisons pour lesquelles les anciennes structures vont être conservées, mais aussi, les raisons du choix de partenaires si nouveaux et sur lesquels la banque dispose de si peu d'information.

Les fondements pratiques de cet état se trouvent largement expliqués, semble-t-il, par la spécificité du management d'établissements de crédit longtemps intégrés à un mode de financement de l'activité fortement axé sur la banque<sup>812</sup>.

Le management bancaire peut être supervisé d'une triple manière<sup>813</sup> :

- Le marché financier à partir duquel investisseurs et déposants peuvent agir sur la performance bancaire. Dans ce cadre, la crainte de prise de contrôle hostile, comme le risque de fuite des clients, incite le banquier à améliorer ses performances.
- La compétition entre les banques qui élimine les banques non efficaces.
- La supervision par une autorité de régulation qui limite la prise de risque par les banques et intervient dans leur restructuration lors de situation de crise.

Les deux premières manières n'ont pas été réellement utilisées, à cette époque, au Japon puisque l'instance de régulation structure le système de financement autour de garanties suffisamment efficaces pour que les incitations provenant du marché du capital ne soient pas considérées comme nécessaires.

Le type de supervision choisi signifie donc, que le Ministère des Finances donne priorité à la protection des banques les plus fragiles et que cherchant avant tout à éviter les phénomènes de banqueroute, il n'assure pas, de cette manière, la promotion de la concurrence entre les institutions bancaires.

La garantie offerte par le système contribue, certes, à libérer les acteurs économiques de la nécessité d'analyser en permanence la sécurité interne du secteur bancaire, mais, elle prive les investisseurs des incitations à superviser la performance des banques, empêchant ainsi, un quelconque processus de développement des mécanismes de contrôle propre au marché.

Inversement, l'absence de mécanisme de régulation issu du marché rend difficile, pour le gouvernement, l'abandon du système habituel de garantie financière puisque celui-ci demeure la seule alternative.

<sup>811</sup> Elle y sera, pourtant, contrainte par l'agressivité des compagnies financières spécialisées dans l'immobilier et moins soumises à un cadre régulateur contraignant.

<sup>812</sup> « Entrenched management ». Cf. **Horiushi.Akioshi**: « Financial Fragility in Japan: A Governance Issue ». University of Tokyo. Juin 1998. P2.

<sup>813</sup> **Horiushi.Akioshi**: Op Cit. P 6.

Comme on le sait, ce système de garantie, en restreignant la concurrence dans le domaine financier, permet aux banques de constituer des rentes dont l'un des avantages primordiaux est celui d'inciter les établissements financiers à limiter leur prise de risque, surtout lorsque la régulation prudentielle paraît, par ailleurs, insuffisante<sup>814</sup>.

D'autre part, l'autorité de régulation utilise la ressource constituée par les rentes pour remédier aux situations de détresse financière. L'existence de cette rente permet, en effet, aux banques principales, d'assurer une intervention complémentaire de la garantie offerte par les pouvoirs publics.

Mais en même temps, cette situation empêche l'adaptation du système bancaire japonais aux modifications en œuvre, dans l'économie internationale, à partir de la fin des années 70.

C'est ce qui explique que le gouvernement japonais adopte une politique de «gradualisme» dans le but de prévenir les risques inhérents à une dérégulation trop brutale. De ce fait, il ne favorise pas la mise en place des incitations concernant le management de l'industrie bancaire, rendues nécessaires par l'extension de la dérégulation financière.

On doit ajouter que l'impact attendu de l'ouverture internationale sur le management bancaire japonais est plus limité qu'il n'y paraît au premier abord.

Ainsi, les principaux keiretsu en diversifiant leurs types de financement et en se tournant vers le marché obligataire au milieu des années 80, auraient dû impulser des changements fondamentaux dans les pratiques bancaires et finalement dans la nature de leur management.

Or, les banques japonaises ont su s'abstraire de ce mouvement en axant leur activité sur l'accumulation d'épargne du Japon, en particulier celle des ménages, constituée pendant les années de haute conjoncture<sup>815</sup>. A propos des banques japonaises, on peut donc dire avec A.Horiushi<sup>816</sup> :

**« Ce serait une exagération de dire que l'internationalisation du financement des grandes entreprises a exercé une influence substantielle sur leur manière d'envisager les affaires »**

La nature de la régulation en œuvre semble donc expliquer la difficulté à faire mouvement vers d'autres pratiques managériales de la part des établissements de crédit.

L'action et la structure d'action propres à la Banque du Japon et du Ministère de l'Economie semblent, également, essentielles à cet égard.

---

<sup>814</sup> **Hellman.T, Murdock. K, Stiglitz.J.E:** « Financial Restraint: Toward a New Paradigm » in **M.Aoki, H.K Kim, M.Okuno-Fujiwara** : "The Role of Government in East Asian Economic Development : Comparative Institutional Analysis". Oxford University Press: New York. 1997. P 163-207.

<sup>815</sup> Au milieu des années 80, le montant des actifs financiers détenus par les ménages japonais se monte à 1200 milliards de Yens, ce qui fait du Japon «l'épargnant du monde». **Horiushi.A** : op. cité p 13.

<sup>816</sup> « It would be an exaggeration to say that the internationalization of corporate finance exerted substantial influence on their way of business ». **Horiushi.A** : Op. Cité P 13.

Ainsi, l'action financière du Ministère s'appuie sur des ratios prudentiels apparemment contraignants puisque dès 1954, le capital social de la banque doit correspondre à 10% du total des dépôts.

On peut voir dans ce choix une action de contrôle que l'on ne retrouvera qu'à la fin de la décennie 80 à travers les ratios mis en œuvre par la Banque des Règlements Internationaux.

Pourtant, dans la pratique, seule une partie des banques se trouvent confrontées réellement à l'application concrète de ces mesures. Pour l'ensemble des banques, le ratio effectif ne dépasse pas les 6% et descendra même sous les 4% pendant les années 80.

Le caractère inefficace de la politique prudentielle peut être interprété comme le résultat d'un déclin de l'efficacité des structures d'action mises en place par les pouvoirs publics, dès lors que le cadre du financement traditionnel est remis en cause. On peut prendre, à cet égard, l'exemple du système de l'amakudari<sup>817</sup>.

Pendant la phase de haute conjoncture, cette pratique peut être interprétée comme l'un des moyens essentiels visant à superviser le management bancaire.

En effet, les cadres du Ministère sont alors incités à superviser rigoureusement les banques, délégués en cela par les déposants et les contribuables, puisque leur performance dans ce domaine sont généralement considérées comme le moyen principal d'obtenir des postes rémunérateurs dans la banque privée à l'issue de leur carrière publique<sup>818</sup>.

Cependant, l'amakudari présente clairement un danger : celui du problème d'agence dont les effets vont, clairement, se révéler à partir des années 80-90. Le cadre du ministère cesse alors d'être le mandataire des déposants et des contribuables en négociant, avec la banque privée, les conditions du type de supervision qu'il va effectuer.

Dans ce cas, le système devient pervers et remet en cause l'efficacité de la supervision de l'autorité de régulation. La banque peut alors s'engager dans des opérations financières présentant des risques excessifs sans que l'autorité de tutelle soit en mesure d'y remédier.

Jusqu'aux années 70, le trend de croissance sur lequel se situait l'économie japonaise a permis au système bancaire de fonctionner avec une situation de bilan dont la structure fragile était contrebalancée par des résultats commerciaux et financiers très favorables en ce qui concerne les grandes entreprises.

L'amakudari, parce qu'il limitait les effets négatifs de la politique prudentielle sur les décisions d'investir de la part des entreprises, favorisait donc la perpétuation de ce mode de financement.

---

<sup>817</sup> Système qui impose aux banques privées (ainsi qu'aux autres entreprises de grande dimension) d'accepter des cadres retraités du Ministère de l'économie dans leurs instances de directions.

<sup>818</sup> Cf. **Aoki.M, Patrick.H, Sheard.P** : « The Japanese Main Bank System : An Introductory Overview » in **Aoki.M, Patrick.H** : « The Japanese Main Bank System : Its Relevancy for Developing and Transforming Economies ». Oxford University Press. New York. 1994. P3-50.

Mais, dès lors que la croissance économique s'affaiblit, l'aspect dangereux du rôle de l'amakudari devient patent et favorise alors la fragilisation du système bancaire<sup>819</sup>. On peut envisager, d'une autre manière, cette même étape du processus de fragilisation initiale.

Le fait de contrôler une part substantielle du capital des principales entreprises permet à la banque de pouvoir se définir à la fois comme actionnaire et créancier. On a pu voir cet agencement, au moins pour la période de haute conjoncture, comme un moyen de résoudre ou du moins de limiter les traditionnels problèmes d'agence existant entre ces deux acteurs<sup>820</sup>.

Cependant, cette qualité semble avoir été de plus en plus prise en défaut à partir des années 80. Le fait que se développent des alternatives au financement par le crédit bancaire constitue, là aussi, un élément essentiel pour comprendre cette modification.

A partir du moment où les principales firmes empruntent directement sur le marché international du capital, par le biais du marché des obligations ou du papier commercial, les banques doivent progressivement être amenées à changer de stratégie en ce qui concerne la détention du capital de ces firmes.

En effet, les banques ont, dans cette nouvelle configuration, moins d'incitation à conserver les titres de propriété de ces entreprises puisque ces acquisitions avaient pour fonction de renforcer le lien de financement existant entre ces deux partenaires.

Dès lors, la capacité du système de gouvernance d'entreprise à utiliser la capacité de supervision des banques, pour réduire les coûts d'agence en matière de dettes, tend inévitablement à diminuer. Par contre, le fait que la capacité des banques décroisse en matière de monitoring n'est pas immédiatement compensée par la mise en place rapide d'autres types régulations.

Au total, la rigidité des mécanismes de régulation ne permet pas leur adaptation à un nouveau contexte de financement et ne favorise pas non plus l'apparition de nouvelles formes de supervision plus axées sur le marché.

La double contrainte dans laquelle se trouve, à partir de là, l'autorité financière l'empêche, pendant les années 80, de procéder à des choix stratégiques suffisamment décisifs.

### **2-3- La fragilité induite, résultat d'une incapacité à construire les conditions propices à un nouveau type de régulation :**

Dans un premier temps, la nouvelle orientation du financement bancaire répond à une nécessité contextuelle. Bénéficiant de moins en moins de l'intermédiation de crédit

<sup>819</sup> **Horiushi.A, Shimizu. K:** « Did Amakudari undermine the effectiveness of Regulatory Monitoring in Japan ? » Research Institute for the Japanese Economy. Discussion Paper 98 F-10. April 1998.

<sup>820</sup> **Prowse.S.D:** » Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan » Journal of Financial Economics 27: 1. 43-66. September 1990.

auprès des grandes firmes, les banques ne peuvent se résoudre pour autant à abandonner cette activité traditionnelle. La découverte d'une nouvelle clientèle devient, en conséquence, impérative. Le rôle du secteur immobilier et foncier sera alors décisif.

Cette situation, comme nous venons de le voir, fonde l'apparition d'une première forme de fragilité financière caractérisée par le fait que l'appareil financier s'efforce de ne pas modifier ses pratiques alors que son action même a contribué à transformer radicalement l'environnement financier.

Pendant, dans un premier temps, la fragilité résulte essentiellement d'une attitude défensive face à l'irruption potentielle du financement de marché. Dans un second temps seulement, les nouveaux secteurs comme l'immobilier, joueront un rôle actif. Takeo Hoshi<sup>821</sup> peut donc, à juste titre, affirmer :

**« La bulle sur le prix des terrains, seule, ne peut pas expliquer l'émergence de problème dans le secteur des banques japonaises... [En effet], le comportement des banques et leur performance ne furent pas fortement influencés par les fluctuations du prix des terrains dans les premiers épisodes. »**

Par contre, la seconde forme de fragilité financière, poursuite du processus initié par la première, correspond beaucoup plus à une tentative de bénéficier des capacités bancaires et des garanties qui lui sont traditionnellement octroyées, pour s'engager dans une voie radicalement nouvelle, celle de l'intermédiation de marché.

Il est donc nécessaire de réfléchir sur les conditions favorisant l'apparition de ce second type de fragilité, comme fragilité induite de la précédente. Cette fois, il semble bien que l'adoption trop rapide de certains éléments de dérégulation du système financier puisse expliquer largement celle-ci.

La première fragilité, en raréfiant les sources de rentes, entraîne nécessairement le développement d'une concurrence bancaire acharnée qui sera un vecteur essentiel du processus de dérégulation.

Cette dérégulation va alors remettre en cause un certain nombre d'avantages que procurait la relation financière traditionnelle, en particulier au niveau de la capacité de supervision bancaire. Ce contexte compétitif rend, finalement, les établissements financiers plus vulnérables aux situations marquées par l'aléa moral.

Enfin, l'ouverture du système financier sur le marché ne va pas s'accompagner d'une mise en place conjointe de nouveaux mécanismes de régulation, laissant ainsi subsister une partie des anciennes pratiques fatalement inappropriées.

Dans ces conditions, l'ouverture de la concurrence bancaire ne peut que modifier radicalement les relations entre la banque et l'entreprise entraînant ces deux acteurs dans des orientations nouvelles qui favorisent l'émergence d'un nouveau type de fragilité.

Le modèle proposé par Covitz et Heitfeld<sup>822</sup>, en opposant marché du crédit

---

<sup>821</sup> **Hoshi.T.** «What Happened to Japanese Banks? » Monetary and Economic Studies. Graduate School of International Relations and Pacific Studies. University of California. San Diego. February 2001. P 16.

<sup>822</sup> **Covitz.D, Heitfeld.E.** « Monitoring, Moral Hazard and Market Power : A Model of Bank Lending ». Federal Reserve Board. August 1999. P 26.

monopolisé et marché de crédit compétitif, rend bien compte de cette transformation et permet de mieux comprendre l'évolution de la fragilité bancaire japonaise.

Les auteurs admettent l'existence d'une entreprise maximisatrice qui arbitre entre deux types de projets (l'un sûr, l'autre risqué) d'une valeur 1.

La probabilité de choisir un projet sûr est <sup>823</sup>. Le projet risqué offre une rémunération  $u$  avec une probabilité  $\square$  <sup>824</sup>. Le projet sûr offre  $s$  avec certitude.

La relation entre les retours probables des projets et le taux d'intérêt sans risque ( $r$ ) s'exprime ainsi :

$$0 < s - rf < \square (u - rf)$$

La borne inférieure implique que l'investissement dans le projet sûr est socialement désirable, la borne supérieure établit qu'en l'absence de supervision par la banque, la firme est incitée à la prise de risque.

La banque <sup>825</sup> détient un capital  $k$  et des dépôts  $1 - k$ , afin de prêter 1 à la firme à un taux d'intérêt  $r$ . Elle supervise, à un coût  $m$ , l'entreprise avec une probabilité  $pm$ , ce qui lui permet de remettre en cause le prêt consenti dans le cas où le projet de la firme serait trop risqué.

Le modèle place la banque face à deux configurations distinctes. Puisque celle-ci peut se trouver dans une situation de monopole en matière de prêts ou à l'inverse dans une situation de concurrence parfaite.

Ce cadre illustre donc bien le contexte dans lequel la banque japonaise a du arbitrer entre son mode de financement traditionnel et un mode inédit pour elle, celui de l'intermédiation de marché.

Dans le premier cas, la banque choisit le taux d'intérêt qu'elle propose à la firme. Si la firme rejette le prêt, la firme est liquidée. Dans le second cas, c'est la firme qui fixe le taux. Si la banque rejette la proposition, elle investit son capital sur des titres sans risque.

Lorsque les deux acteurs conviennent d'un contrat de prêt, la banque prend une décision de superviser ou non la firme. Celle-ci ne connaît pas le choix bancaire au moment de sa décision d'investir.

Quand la banque supervise une firme et constate que le projet s'avère trop risqué, elle retire le prêt et la firme est liquidée. Par contre, si la banque ne retire pas son prêt, la firme observe, de manière privée, ses résultats et décide si elle doit, ou non, rembourser le prêt.

Si elle rembourse, le jeu cesse. Si elle ne rembourse pas, elle est liquidée et la banque ne reçoit rien <sup>826</sup>. A partir de là, on peut donc analyser les stratégies de

<sup>823</sup> (1-) dans le cas du projet risqué.

<sup>824</sup> Dans cas du projet risqué, le retour est de 0 avec une probabilité  $1 - \square$

<sup>825</sup> Dans le modèle, la banque fait seulement un prêt à une seule firme et les dépôts de ses clients sont garantis par une assurance les protégeant de la faillite bancaire.

supervision de la banque et d'investissement de la firme et exprimer l'équilibre en fonction du taux d'intérêt servi sur le prêt. Lorsque la firme choisit un projet sûr, son profit attendu peut s'écrire <sup>827</sup> :

Dans le cas d'un projet risqué, le profit attendu correspond à :

Pour une probabilité de supervision donnée, l'écart entre ces deux fonctions de profit s'accroît donc avec le taux d'intérêt. Si la banque décide de ne pas superviser le prêt, son profit espéré sera :

Dans le cas du choix inverse :

La comparaison des deux fonctions permet de comprendre que dans le cas de taux d'intérêt très élevés, la banque n'a pas intérêt à superviser la firme tant le retour attendu est élevé. Le taux d'intérêt critique correspond à :

Si , la supervision bancaire dépend du comportement attendu de la firme. Quand  $p_s$  est élevé, la banque est peu incitée à agir puisque la probabilité de défaut est faible. Dans le cas contraire, par contre, elle doit superviser.

Lorsque , le prêt doit être remis en cause par la banque puisque celle-ci a intérêt à superviser des projets risqués mais que la firme n'est pas capable de mettre en œuvre de manière profitable, un projet sûr <sup>828</sup> .

Les stratégies de la firme et de la banque étant, respectivement, données par  $p_s$  et  $p_m$ , l'équilibre de ces stratégies peut s'exprimer de la manière suivante :

Si alors :

et

Si alors :

Dans ce dernier cas, une probabilité élevée de supervision devrait engager la firme à choisir un projet sûr. Cependant, la banque est peu incitée à superviser parce qu'elle n'accroît son profit que dans la mesure où la firme choisit un projet risqué.

Lorsque la banque détient le monopole du prêt, elle tend à maximiser son profit à travers sa gestion des taux, sous contrainte de viabilité de la firme. Dans le cas d'une concurrence parfaite, le pouvoir concernant les choix de taux revient à la firme sous contrainte que la banque ne sorte pas du jeu <sup>829</sup> .

Dans la situation de monopole, le taux d'intérêt optimum pour la banque correspond à :

---

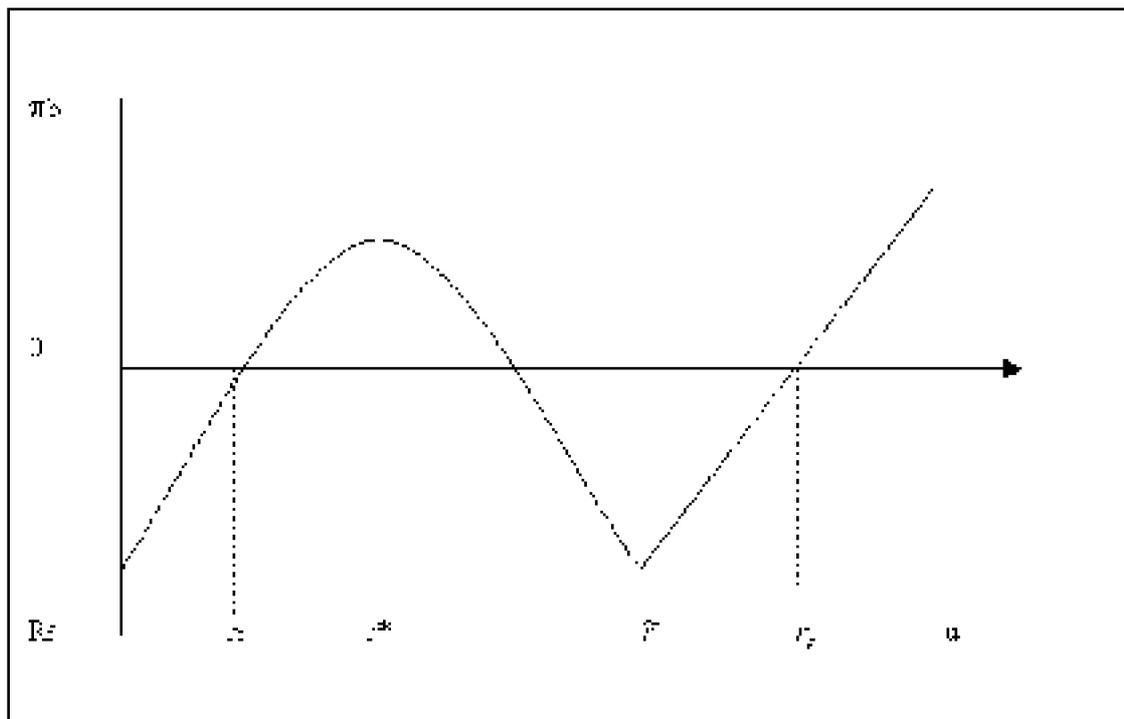
<sup>826</sup> Le modèle admet que la liquidation est coûteuse, la firme doit donc rembourser finalement la dette.

<sup>827</sup>  $r$  est le taux d'intérêt du prêt.

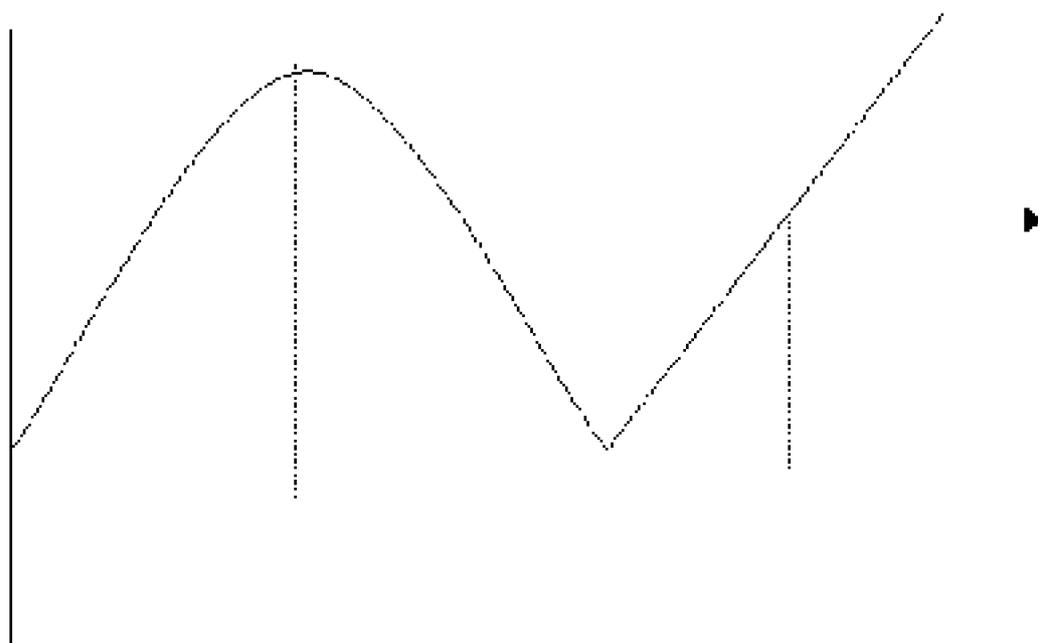
<sup>828</sup> Le modèle admettra donc l'hypothèse

<sup>829</sup> expriment respectivement le profit espéré par la firme et la banque dans le cadre d'un équilibre des stratégies.

L'évolution de peut être indiquée par le graphique suivant :



Document VIII : Fonction de profit bancaire et stratégie de taux :



**Source:** Covitz, Heitfeld. P 13.

Lorsque , le profit bancaire peut être représenté par une fonction concave relativement au taux d'intérêt.

Dans cette situation, des taux d'intérêt élevés permettent à la banque d'obtenir des profits importants si le projet d'investissement se révèle un succès. Cependant, cela coïncide avec une probabilité plus faible en ce qui concerne le choix d'un projet sûr. Avec la croissance du taux d'intérêt, l'effet négatif de ce comportement de la firme l'emporte progressivement sur l'effet positif des taux élevés sur le revenu bancaire.

Quand , la banque n'est pas incitée à superviser la firme, celle-ci a intérêt, de manière certaine, à choisir le projet risqué. Dans cette région, l'évolution du taux d'intérêt détermine simplement la manière selon laquelle le retour se répartit entre la firme et la banque.

Il apparaît deux maxima de satisfaisant à et, l'un <sup>830</sup> correspondant à  $r^*$  l'autre à  $u$ .

Impliquant :

et :  $u$

Impliquant :

La prise de risque est modifiée par l'existence d'une assurance de dépôts selon que l'on choisisse le taux  $u$  ou le taux  $r^*$ . La différence entre les profits espérés par la banque dans ces deux situations permet de mesurer le degré de hasard moral qu'elle est prête à consentir <sup>831</sup> .

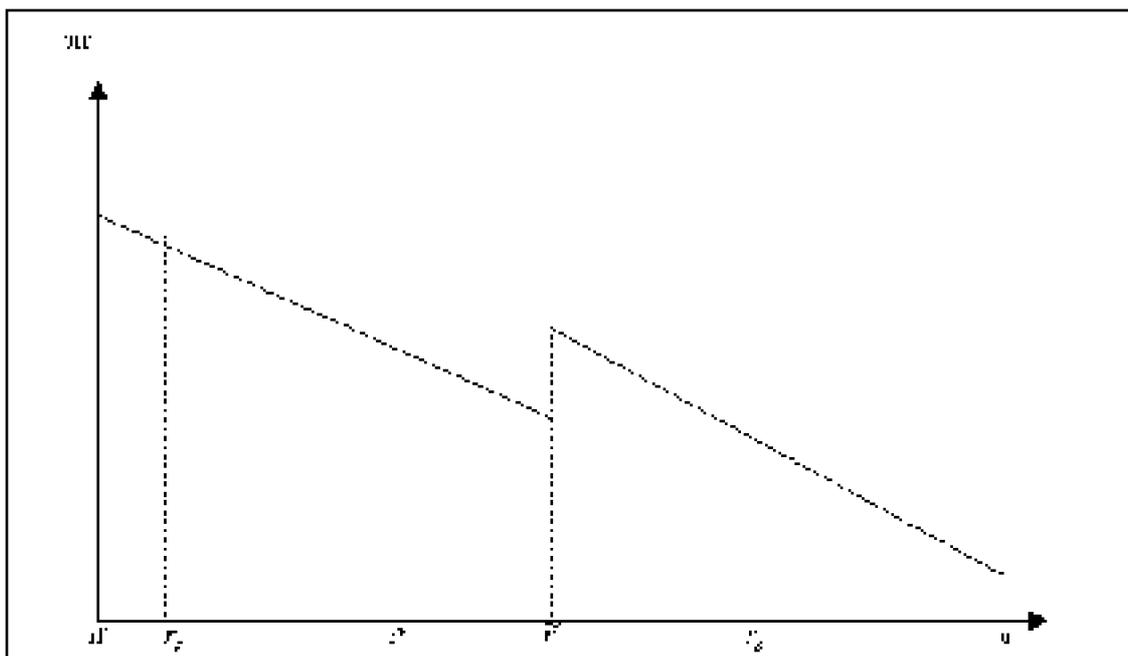
Dans le cas où l'on quitte la situation de monopole bancaire pour rejoindre celle d'un univers compétitif, la firme accepte le taux optimum de sorte que :

Le profit espéré par la firme est une fonction du taux d'intérêt et peut se présenter de la manière suivante:

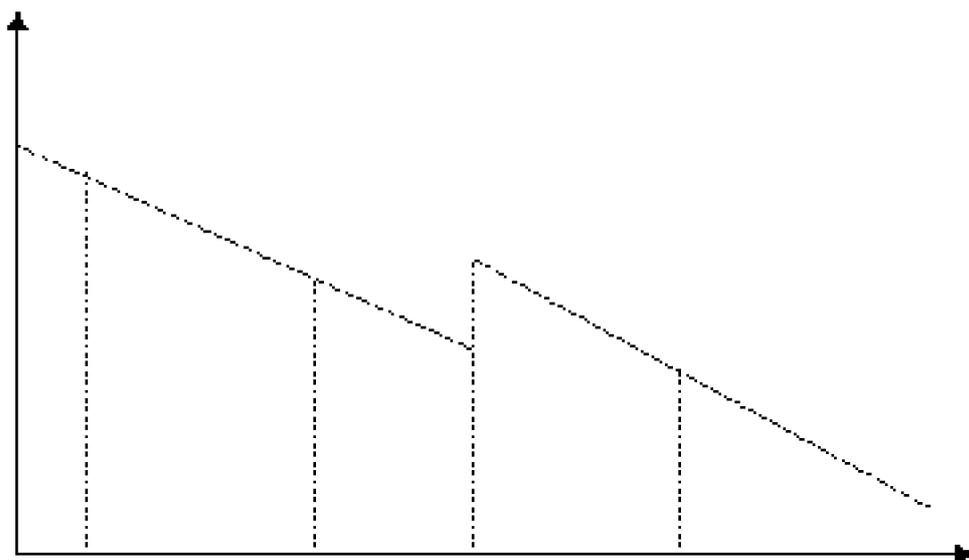
---

<sup>830</sup> La condition impose l'hypothèse

<sup>831</sup>  $M_b > 0$  indique que la banque présente un « fort hasard moral » et  $M_b < 0$ , un « hasard moral faible ».



Document IX : Fonction de profit de la firme et taux d'intérêt :



**Source:** Covitz, Heitfeld. P 16.

Quand  $r$ , la firme est indifférente en ce qui concerne le choix d'un projet sûr ou risqué. Il en résulte donc que  $\pi$ . Dans cette région du graphique  $\pi$  tend donc à décroître.

Lorsque  $r$ ,  $\pi$  en résulte donc que  $\pi$  qui décroît également de manière linéaire<sup>832</sup>.

<sup>832</sup> Quand  $r$  se rapproche de  $r^*$ ,  $\pi$  s'accroît puis tombe à zéro lorsque  $r = r_2$ . Ce changement de stratégie bancaire s'explique par la croissance discontinue du profit attendu par la firme.

Si le problème du hasard moral entre la firme et la banque est faible relativement à l'incitation de la banque à protéger ses dépôts d'un éventuel défaut, alors le taux favorable se trouve dans la zone incluant à la fois des stratégies de supervision et d'investissement. indique le taux le plus élevé pour lequel la banque obtient un résultat non négatif.

Si le problème du hasard moral entre firme et banque est élevé, les firmes préfèrent un équilibre sans supervision. Dans ce cas, représente le taux pour lequel la banque voit son profit s'annuler. L'importance du hasard moral pour la firme peut se mesurer par :

Quand est positif, la firme préfère<sup>833</sup> .

La firme transfère le risque à la banque qui procède de même avec l'assurance de dépôts. Quand , la firme préfère<sup>834</sup> . Dans ce cas, la firme transfère moins de risque vers la banque et donc indirectement également moins vers l'assurance de dépôts. Si la banque présente un faible hasard moral alors que la firme en présente un élevé alors :

alors dans les autres cas

Dans certains cas, on observe donc que le taux d'intérêt en situation de monopole bancaire peut être inférieur à celui résultant d'un contexte compétitif. Ce résultat contre intuitif peut s'expliquer de la manière suivante :

Dans un environnement compétitif, la firme contrôle les taux d'intérêt et son incitation au risque détermine le niveau du taux d'équilibre. Dans l'environnement monopoliste ce rôle échoit à la banque.

Une firme présentant un fort hasard moral à l'égard de la banque peut réaliser les hauts profits qu'elle attendait en investissant dans un projet à haut risque.

Cependant, si la banque supervise l'activité de la firme, elle devra dénoncer le contrat de prêt avant que celui-ci ne permette de développer un investissement considéré comme trop risqué.

La supervision est rendue inefficace dès lors que  $r$  est si élevé que la banque est dans l'incapacité de renoncer à des taux très élevés en refusant le prêt.

Une firme présentant un fort hasard moral préférera un tel équilibre à celui proposant des taux faibles mais une forte probabilité de supervision.

Dans un environnement compétitif, la firme acceptera un prêt d'une banque proposant un taux suffisamment élevé pour garantir de manière crédible l'absence de supervision.

De son côté, la banque présentant un faible hasard moral est fortement incitée à prévenir les risques de défaut chez ses clients.

Elle sait qu'une hausse de ses taux accroît les incitations de la firme à investir dans des projets risqués.

<sup>833</sup> Dans ce cas . La firme présente un fort hasard moral et

<sup>834</sup> Alors . La firme présente un faible hasard moral et .

Il en résulte que la banque préférera, dans un cadre monopoliste, un taux relativement bas qui incitera la firme à choisir un projet sûr. On peut, à partir de là, réfléchir sur la relation entre la structure du marché et le risque de défaut. La probabilité que la firme fasse défaut peut s'exprimer de la manière suivante<sup>835</sup> :

Document X : Risque de défaut et taux d'intérêt

**Source:** Covitz, Heitfeld .P 20.

La relation entre le risque de défaut et le taux d'intérêt se présente ainsi.

Quand , le risque de défaut est décroissant en fonction de  $r$ . Dans ce cas, si les taux d'intérêt croissants augmentent le problème de hasard moral de la firme, cela n'implique pas nécessairement un risque plus important pour l'assurance de dépôts. En effet, l'augmentation des taux signifie alors seulement une augmentation du retour marginal bancaire lié à la supervision de l'activité des firmes.

En d'autres termes, s'accroît plus rapidement que ne décline. Le risque est donc, ici, négativement corrélé au taux d'intérêt.

Parvenu au point où , la banque cesse d'arbitrer entre la supervision et son absence pendant que la firme cesse d'arbitrer entre des projets sûrs et des projets risqués.

A partir de là, aucun des acteurs ne prend des décisions contribuant à sauvegarder l'intérêt des déposants.

Pour analyser la relation entre la structure de marché et le niveau de risque consenti par les acteurs, il est nécessaire de combiner cette structure du marché et le degré de hasard moral présenté par la firme et la banque.

Covitz et Heitfeld distinguent donc qui expriment le risque bancaire dans un environnement compétitif lorsque la firme présente un hasard moral faible puis fort.

Ils distinguent également exprimant respectivement le risque bancaire en situation d'équilibre de monopole lorsque la banque présente un hasard moral faible puis fort.

La hiérarchie des risques relève de l'ordre particulier suivant :

En effet, même quand le hasard moral de la banque est faible, la concurrence accroît le risque bancaire.

Dans le cas où le hasard moral de la firme est faible, pour le plus faible taux d'intérêt en situation compétitive, la banque est moins incitée à superviser puisque la firme ne s'engage qu'avec une faible probabilité dans un projet risqué. A l'équilibre, la firme choisit le projet sûr avec une forte probabilité mais la banque supervise avec une plus faible probabilité. Ce dernier effet l'emportant sur le premier, le risque bancaire s'accroît ( ).

Lorsque le hasard moral de la firme est élevé, la concurrence génère un taux d'intérêt d'équilibre plus haut qu'en situation de monopole. La firme présente donc de fortes incitations à prendre des risques et à investir dans des projets peu sûrs. Elle est donc

---

<sup>835</sup> Comme par hypothèse la banque ne fait qu'un prêt,  $R$  représente aussi la probabilité de faillite de la banque, obligeant l'assurance de dépôts à intervenir.

prête à payer des taux d'intérêt élevés qui l'assure que la banque ne sera pas incitée à la superviser. Dans cet équilibre, la firme choisit donc le projet risqué avec certitude et la banque décide de ne pas superviser son activité ().

Dans la situation de monopole bancaire, nous retrouvons, pour partie, la relation inverse entre pouvoir de marché et risque bancaire. Quand le hasard moral de la banque est faible, le comportement conservateur de la banque réduit le risque à travers la gestion des taux et la supervision (). Quand le hasard moral de la banque est fort, celle-ci élève les taux de manière très importante même si cela contribue à accroître le risque bancaire

836 .

On voit donc bien que le modèle de Covitz et Heitfeld permet de donner un cadre théorique à la progression de la fragilité du système financier japonais.

Jusqu'aux années 80, les banques japonaises disposaient d'une situation proche du monopole à travers l'organisation des keiretsu en liaison avec le système de la banque principale.

Elles étaient donc en mesure de proposer aux emprunteurs des taux d'intérêt garantissant un faible risque dans les situations d'expansions ou de récessions.

Les taux choisis étaient suffisamment hauts pour maintenir les rentes bancaires et suffisamment bas pour limiter la prise de risque par les entreprises supervisées ().

A partir de la fin des années 80, la nouvelle orientation des grandes firmes en matière de financement, en particulier le recours aux marchés internationaux, oblige le système bancaire japonais rechercher de nouveaux emprunteurs sans envisager de modifier et d'adapter la structure du marché de financement. Il en résulte une prise de risque croissante qui est à l'origine de ce que nous avons nommé la « fragilité initiale » .

Cette situation tend à remettre en cause le système de financement axé sur la banque, à partir des années 90. Cette remise en cause conserve cependant un caractère partiel en ce qui concerne le recours au marché.

Néanmoins, ce nouveau contexte, plus compétitif, limite, évidemment, le pouvoir de négociation des banques vis à vis des débiteurs.

Pendant les phases d'expansion, celles pendant lesquelles le hasard moral des firmes est faible, les banques doivent accepter des taux plus bas et des profits moins élevés ().

Par contre à l'occasion des phases récessives, les firmes présentent de fortes incitations à entreprendre des projets risqués tout en acceptant de payer des taux élevés qui évitent de subir une supervision de la part des banques ().

Dans ces deux derniers cas, nous nous trouvons en présence d'un contexte typique de « fragilité induite » tel que nous l'avons décrit précédemment. La mauvaise conjoncture joue donc ici un rôle de choc exogène qui oriente une structure de fragilité induite vers l'ouverture effective d'une crise financière avec une plus grande probabilité.

Il résulte de cette double fragilité un processus d'instabilité sur le marché des actifs

---

<sup>836</sup> Dans ce cas, la compétition, en réduisant les taux, contribue à réduire le risque bancaire.

qui constitue le canal privilégié de la transmission de l'instabilité financière à l'ensemble de l'économie.

#### **2-4- Double fragilité bancaire, problème d'agence et décision financière des banques:**

La double fragilité bancaire s'accompagne d'une détérioration de la qualité moyenne des emprunteurs puisque les grandes firmes délaissent l'intermédiation de crédit pour s'appuyer sur leur autofinancement et bénéficier d'une meilleure accessibilité au marché international compte tenu de leur bonne réputation.

On comprend donc, que dès ce moment, le marché du crédit bancaire tend à présenter un cadre favorable au développement d'un problème de sélection adverse.

Au même moment, les banques s'engagent, elles-mêmes, dans une stratégie beaucoup plus risquée en matière de prêt. En effet, la rente traditionnelle s'érode face à la modification de la structure de sa clientèle et au processus de dérégulation qui signifie une exacerbation de la compétition interbancaire.

Elles ne peuvent que répondre de manière plus agressive par des stratégies de taux adaptées et une moindre qualité de la supervision.

C'est dans le domaine immobilier puis sur le marché financier que le crédit bancaire va se redéployer pour tenter de reconstituer ses rentes en voie de désagrégation et la contraction de son portefeuille clientèle.

Entre 1985 et 1992, les prêts au secteur immobilier augmentent ainsi de 13.7% alors que pour la même période le crédit bancaire ne s'accroît globalement que de 6.6%<sup>837</sup>. Cette stratégie est d'autant plus appuyée que la banque ne dispose pas d'un portefeuille de petites et moyennes entreprises suffisant et qu'elle supporte des coûts de dépôts élevés<sup>838</sup>. Ce sont donc les banques principales<sup>839</sup> plus que les banques régionales qui présenteront cette particularité.

Trois raisons majeures expliquent le choix stratégique du secteur de l'immobilier par les banques japonaises.

Une première raison semble être le différentiel de taux à long terme et à court terme. Compte tenu de la structure du financement traditionnel propre au Japon, la politique monétaire menée par la banque centrale, pendant les années 80, reste relativement expansive. La faiblesse relative des taux courts rend donc attractive une stratégie de prêt de long terme qui correspond bien aux caractéristiques de l'immobilier. Entre 1986 et

---

<sup>837</sup> **Nakajima.Z, Taguchi.H:** « Toward a More Stable Framework: Long term Alternatives: An Overview of Recent Bank Disruption Worldwide » in **Sawamoto, Nakajima.Z, Taguchi.H et al :** "Financial Stability in a Changing Environment". St Martin 's Press. New York p 59. 1995.

<sup>838</sup> **Ueda.K:** « The Japanese Banking Crisis in the 1990's » Strengthening the Banking System in China : Issues and Experiences. BIS Policy Papers n°7. Bank for Settlements. Bâle. 1999.

<sup>839</sup> « City Banks » et « Long Term Credit Banks ».

1990, la part des prêts à long terme relativement au crédit total passe, d'ailleurs, de 42% à 56%<sup>840</sup>.

La seconde raison importante de ce choix correspond au fait que les agents désirant acheter, autrement que sur fonds propres, des biens immobiliers sont, en général, de petite taille et qu'ils n'ont donc pas la possibilité de recourir, pour ce faire, à l'émission de titres de financement. Dans ce cas, le recours à l'intermédiation de crédit reste, contrairement aux grandes firmes, nécessaire.

La dernière raison, c'est que le choix d'une stratégie immobilière semble être, du moins à cette époque, une solution sûre pour des raisons à la fois géographiques et économiques. La rareté du terrain relativement à l'effectif de la population, renforcée par les choix de conservation de terres à usage agricole, valorise cette stratégie. Au surplus, les débuts d'inflation sur les actifs fonciers et immobiliers que cette stratégie va initier s'accompagneront d'une diminution des banqueroutes dans ces mêmes secteurs ce qui aura pour effet de renforcer, de manière trompeuse, la confiance dans la validité de cette orientation<sup>841</sup>.

En conséquence, les principales banques japonaises vont s'orienter vers ce type de prêts en favorisant l'accession à la propriété pour les firmes (immobilier de bureaux) et les ménages.

L'essentiel des collatéraux requis seront eux-mêmes pour une part importante, constitués des actifs fonciers et immobiliers détenus par ces agents. Une telle réorientation du financement bancaire présente clairement des risques importants, en particulier des risques de défaut.

En effet, les débiteurs des banques deviennent, en moyenne, plus exposés au risque sur leur capital que dans la période précédente. L'inflation sur le prix des actifs tend progressivement à surévaluer les biens fonciers et immobiliers utilisés comme collatéraux. Compte tenu de la nature du contrat de prêts, les banques encourent, alors elles-mêmes, un risque du même type.

D'autre part, la dérégulation limitée, engagée au milieu des années 80, a favorisé le développement de sociétés financières non bancaires<sup>842</sup>, sans édifier, parallèlement une instance de régulation et de supervision adéquate.

Il en résulte donc de la part de ces sociétés une capacité compétitive, à l'égard des banques, d'autant plus forte que, comme nous l'avons déjà vu, elles sont peu soumises à une véritable régulation prudentielle.

Enfin, le caractère de long terme des opérations immobilières semble avoir réduit l'importance accordée au contrôle des débiteurs par la banque.

---

<sup>840</sup> **Gower Luke:** « Some Structural Causes of Japan's Banking Problems ». Research Discussion Paper. Economic Research Department. Reserve Bank of Australia. May 2000. P 21.

<sup>841</sup> **Bank of Japan:** « Recent Developments in Lending Rates : Changing Behavior of Banks under Interest Rates Liberalization » Bank of Japan Special Paper n° 206. 1991.

<sup>842</sup> Les «jusen » dont les sept principales seront déclarées insolubles en 1995.

Habituellement, elle s'avère d'autant plus capable de superviser l'emprunteur qu'elle dispose de la possibilité de ne pas reconduire le prêt si le risque de défaut devient pour elle manifeste.

A partir du moment où le prêt est d'emblée un prêt de long terme cette possibilité n'existe plus. Il en résulte que la banque peut être, dans ce cas, moins incitée à poursuivre son activité prudentielle.

D'ailleurs, le fait que la part des prêts non sécurisés par des collatéraux diminue de 10% entre 1980 et 1985<sup>843</sup>, semble indiquer cette plus grande tolérance de la part des institutions financières à une exposition plus forte au risque de défaut.

Cette attitude s'accompagne, du point de vue organisationnel, d'un choix nouveau de la part des établissements bancaires : celui de subordonner les services chargés de l'acceptation des crédits et de la supervision aux services développant une démarche promotionnelle en matière de prêts<sup>844</sup>.

Cet ensemble d'éléments suggère, cependant, que le comportement bancaire n'est pas la seule conséquence d'une exposition manifeste à une situation de sélection adverse.

Le fait que les banques japonaises aient, de manière délibérée, sélectionné les crédits à hauts risques, tout en ne les supervisant que de manière manifestement incomplète, semble plaider pour l'acceptation, de leur part, d'un comportement entaché de hasard moral<sup>845</sup>.

Celui-ci semble explicable par une évolution systémique induite par la réduction des rentes due à la nouvelle stratégie des grandes firmes, par la diminution des marges résultant de la nouvelle concurrence bancaire, dans un contexte marqué par la présence d'un prêteur en dernier ressort qui n'a jamais fait défaut depuis la fin de la seconde guerre mondiale.

Un tel cadre favorise, évidemment, l'apparition d'incitations perverses en matière de comportement bancaire.

La hausse du prix des actifs est alors largement alimentée par ce système. Les banques cherchant à accroître leurs volumes prennent plus de risques en finançant de plus en plus largement les investissements immobiliers et en investissant elles-mêmes dans un certain nombre de projets.

Dès lors, la hausse du prix des droits de propriétés s'auto entretient d'autant qu'elle reste alimentée par une politique de crédit à taux faible.

Les concepts de sélection adverse et de hasard moral sont donc essentiels pour comprendre à la fois le fondement de la fragilité financière japonaise mais aussi ses

<sup>843</sup> Idem p 26.

<sup>844</sup> **Bank of Japan:** « Credit Risk Management of Financial Institutions Related to Lending » Bank of Japan Special Paper n° 205. 1991.

<sup>845</sup> dans le modèle de Covitz, Heifield.

conséquences. Cependant, ils ne semblent pas totalement suffisants pour fonder le cadre la fragilité financière.

En effet, sélection adverse et hasard moral procèdent de l'existence d'asymétrie d'information.

Elles relèvent d'une analyse microéconomique mettant en relation un principal et un agent, tous deux parfaitement rationnels mais soumis à un ensemble d'asymétries d'information.

Il reste, cependant, à expliquer comment une communauté d'agents rationnels s'engage, sur le plan collectif, dans une démarche individuelle dont l'expérience historique accumulée montre qu'elle aboutit à une lourde impasse.

En effet, aucune raison rationnelle ne fonde la non-intégration de cette information dans les conduites particulières des agents.

C'est bien le concept de rationalité qu'il faut alors interroger car il s'avère nécessaire que chaque agent, y compris le prêteur en dernier ressort, ignore le résultat global de l'action collective en jeu sous peine de ne pas s'y engager.

Mais dans une telle occurrence, c'est l'idée même de fragilité financière qui devrait être remise en cause puisque, dans ce cas, le processus ne déboucherait jamais sur une crise financière.

Il apparaît donc nécessaire de lever l'hypothèse de rationalité stricte, pour admettre un cadre de rationalité procédurale qui seul permet d'envisager la nature de la fragilité financière dans toute son ampleur.

Le concept de « myopie face au désastre »<sup>846</sup> semble un outil efficace dans le cadre d'une telle démarche. Issue de l'analyse engagée par Guttentag et Herring, cet outil s'appuie sur l'idée que les chocs économiques de basse fréquence s'accompagnent d'une sous-estimation quant à la probabilité subjective de leur réalisation, compte tenu de l'incertitude radicale de celle-ci.

La capacité d'évaluer la probabilité d'un choc (conduisant, par exemple, à l'effondrement des valeurs immobilières) résulte de deux facteurs principaux.

Tout d'abord, on doit tenir compte de la fréquence avec laquelle le choc se produit relativement à la fréquence des modifications induite dans la structure sous-jacente.

Si la structure change dès que le choc survient, cela ne permet pas d'évaluer de manière précise la probabilité du dit choc.

Par contre, si le choc se produit souvent alors que la structure reste stable, les probabilités peuvent être évaluées de manière beaucoup plus précise<sup>847</sup>.

Dans ce cas, la haute fréquence des chocs n'induit pas de risques d'insolvabilité pour

---

<sup>846</sup> **Guttentag Jack, Herring J. Richard:** « Disaster Myopia in International Banking » Princeton University. Essays in International Finance. N° 164. Septembre 1986.

<sup>847</sup> C'est, par exemple, le cas lorsque qu'il s'agit pour la banque d'évaluer la probabilité de défaut sur les prêts concernant les biens de consommation ou les retraits habituels sur les comptes courants.

la banque qui a pu s'en prémunir parce qu'elle les a correctement anticipés et qu'elle a éventuellement provisionné ses comptes de manière optimum.

Au contraire, la structure sous-jacente à des chocs de basse fréquence comme l'évolution brutale de la valeur des actifs ne reste pas stable suffisamment longtemps pour que l'on puisse estimer la probabilité de ces chocs avec suffisamment de précision.

Dans ce cas, la psychologie cognitive montre que les décisions des agents procèdent de probabilités subjectives sur la base d'une « disponibilité heuristique »<sup>848</sup> c'est à dire l'aisance avec laquelle le décideur peut imaginer l'occurrence d'un événement.

Cette aisance est fortement corrélée à la fréquence avec laquelle cet événement se produit, si bien que cette règle de conduite permet une anticipation assez juste des événements à forte fréquence.

Cependant, l'aisance de la remémoration dépend également du temps écoulé depuis la dernière occurrence. Dans ce cas, un biais peut être observé : la probabilité subjective de l'événement (ici, l'effondrement du prix des actifs immobiliers lié à l'accumulation de crédits douteux) apparaît comme une fonction décroissante de l'intervalle depuis la dernière occurrence.

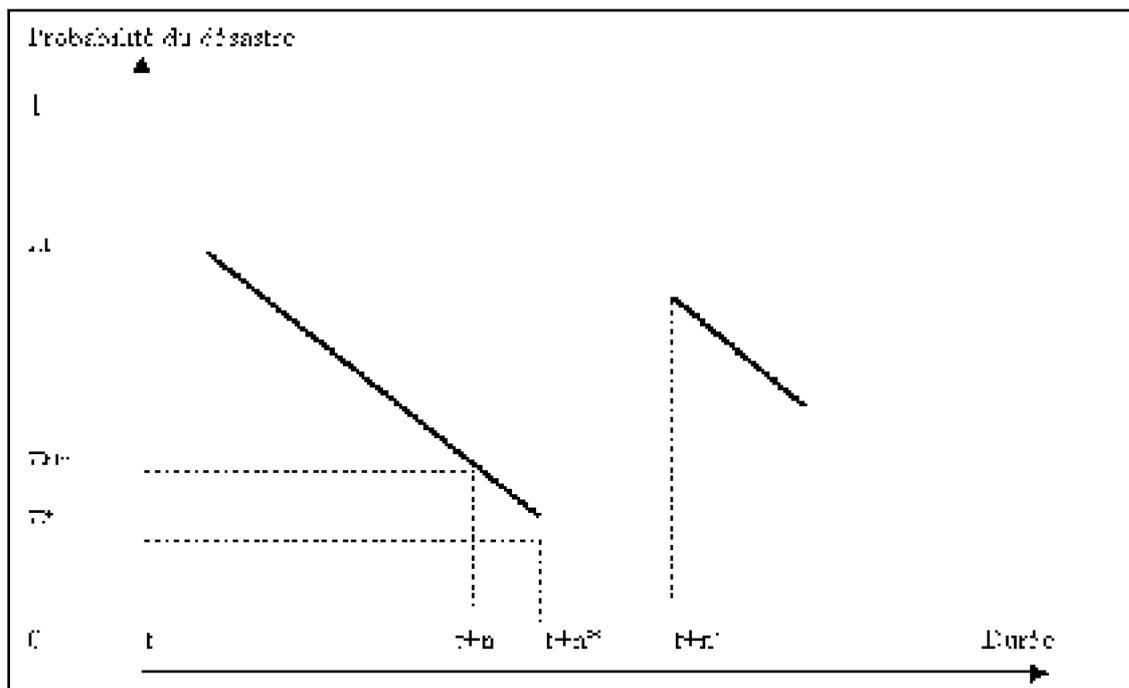
**La tendance à sous-estimer la probabilité d'un choc résulte de l'existence d'un « seuil heuristique »<sup>849</sup> (ici □ . Cela correspond à une règle de conduite observée chez les décideurs en situation d'allouer leurs ressources rares.**

Quand la probabilité subjective descend sous un certain seuil, elle est considérée comme non significative et interprétée comme étant nulle. Lorsque ce seuil est atteint, le comportement du décideur ne se modifie plus même lorsqu'il devient évident que la probabilité d'un choc s'est fortement accrue.

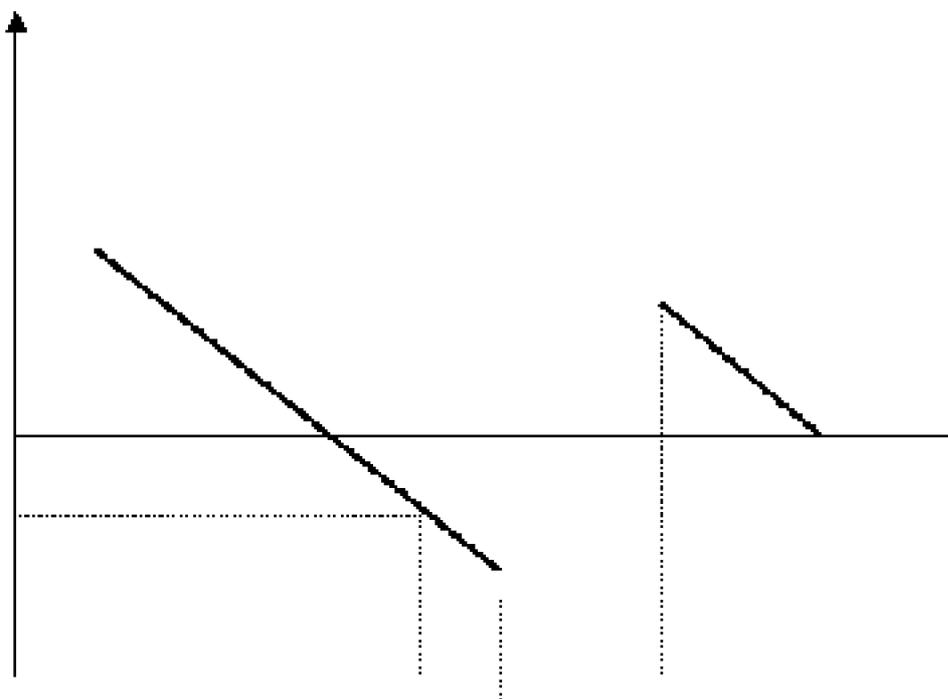
---

<sup>848</sup> « Availability Heuristic » in **Kahneman, Daniel, Tversky, Amos**: « Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability » in Kahneman.D, Slovic.P, Tversky.A, Eds. "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases". Cambridge University Press. P 163-168. 1982.

<sup>849</sup> **Simon. A. Herbert**: « Rationality as Process and as Product of Thoughts » American Economic Review ». May 1978. P 1-16.



Document XI: Basse fréquence des chocs et myopie face au désastre :



**Source: Herring.J.Richard, Susan.Watcher:** « Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective » The Wharton School. University of Pennsylvania. Septembre 1999. P 81.

On peut penser que ce contexte correspond, en ce qui concerne le Japon, à la

période pendant laquelle les prêts bancaires au secteur immobilier se poursuivaient alors même que le déclin des taux d'occupation de l'immobilier de bureaux était devenu connaissance commune.

Cette rupture entre l'observation et les croyances conduit à une dissonance cognitive que Herring et Wachter<sup>850</sup> décrivent de la manière suivante :

**« Quand ils sont confrontés à une évidence qui récuse la compétence de leurs décisions, les banquiers, comme tous les décideurs, commencent par ignorer cette évidence, puis il la rejette et enfin s'en accommodent en modifiant d'autres croyances de manière à protéger leur image de prêteurs prudents »**

En définitive, disponibilité et seuil heuristiques permettent, ensemble, d'expliquer la «myopie face au désastre » c'est à dire la tendance à sous-estimer la probabilité des chocs peu fréquents.

Le fait que les probabilités subjectives du choc déclinent, alors même que la probabilité reste constante<sup>851</sup>, mène à la situation où la banque s'expose au risque de manière trop importante compte tenu du capital dont elle dispose.

Il est remarquable que cette situation de «myopie face au désastre» oriente l'attitude de la banque sans qu'aucun décideur n'ait clairement conscience d'accroître, par son action, les risques d'insolvabilité de son établissement<sup>852</sup>.

C'est bien, interprétée au niveau des acteurs, la conséquence du mécanisme en œuvre à travers la double fragilité dont nous avons dégagé les contours précédemment.

A partir de là, le système bancaire, dans son ensemble, devient vulnérable au désastre puisque de nombreuses banques partagent ce type de comportement et qu'au surplus, la situation d'incertitude dans laquelle elles agissent, favorise une attitude d'imitation<sup>853</sup> des concurrents engagés dans le même secteur d'activité.

Il est important de noter également, que cette « myopie face au désastre » marque les choix des organes chargés de la supervision de l'ensemble du système bancaire car les conditions qui influencent les établissements financiers ne sont pas étrangères aux organes régulateurs.

Ainsi, le fait, pour le Japon, que le système financier n'est pas connu de situation de

<sup>850</sup> « When confronted by evidence that challenges the competence of theirs decisions, bankers, like others decision makers, first tend to ignore it, then reject it and finally accommodate it by changing other beliefs in order to protect their self-esteem as prudent lenders » **Herring, Wachter** : Op Cité P 14.

<sup>851</sup> Ou, pire, augmente.

<sup>852</sup> Des éléments plus institutionnels peuvent, par ailleurs, renforcer le processus de « myopie face au désastre ». Ainsi, les pratiques comptables habituelles, comme le provisionnement pour chocs fréquents, ne sont pas utiles dans le cas de chocs peu fréquents. Mais alors, l'absence de provisionnement pour ce type de risque contribue à l'affaiblissement des probabilités subjectives des banquiers.

<sup>853</sup> L'esprit « moutonnier » ou « herding ». Même lorsqu'un retournement est devenu anticipable, sa date étant incertaine, il vaut mieux continuer à participer à la hausse, plutôt que se désengager seul.

crise<sup>854</sup>, ni même d'instabilité, depuis la seconde guerre mondiale, n'est pas seulement un élément pris en compte par les probabilités subjectives du banquier, il l'est évidemment tout autant par l'institution publique chargée de la surveillance.

Enfin, le développement d'une compétition accrue peut renforcer, de manière drastique, la « myopie face au désastre ».

En premier lieu, sur des marchés compétitifs, il s'avère impossible, pour des banques n'adoptant pas ce comportement, d'évaluer le prix de leurs transactions à un niveau concurrentiel par rapport à d'autres banques admettant une probabilité de choc nulle.

D'autre part, les banques présentes sur le marché, réalisent des profits apparents élevés (puisque ne tenant pas compte d'un quelconque provisionnement visant à absorber de futurs chocs) ; de nouvelles banques sont, en conséquence, incités à entrer également sur ce marché en adoptant un comportement similaire aux précédentes. L'érosion des marges qui en résulte induit, alors, un surcroît global de prise de risque.

En définitive, il semble que l'analyse en terme de « myopie face au désastre » soit tout à fait complémentaire d'une réflexion en terme de hasard moral. Le concept de hasard moral permet de rendre compte d'une situation d'asymétrie d'information qui structure les relations de la banque, de ses clients et des superviseurs. Le concept de « myopie face au désastre », quant à lui, explicite, dans ce contexte informationnel, le type de rationalité en œuvre chez les agents bancaires lorsqu'ils se projettent dans l'avenir.

### **3- LE CARACTERE BANCAIRE DE LA FRAGILITE DU CAPITALISME DE MATURE EST-IL UNE SPECIFICITE JAPONAISE ?**

---

Le processus de double fragilité financière, en œuvre au Japon dans les années 90, se révèle donc de manière concomitante au passage d'une économie d'endettement vers une économie de marché de capitaux.

Ce type d'évolution n'est pas propre au Japon ; d'autres économies de capitalisme mature l'ont expérimenté à la même époque avec une fragilisation financière avérée conduisant parfois à des crises bancaires très violentes.

Il est donc important, en évoquant certains de ces cas, de réfléchir sur le cas japonais pour discerner ce qu'il comporte de simplement spécifique et ce qui relève d'une portée générale.

L'analyse des conditions de la crise bancaire nordique, en particulier suédoise, du début des années 90 peut être un élément pertinent de réponse à cette question.

En effet, le système financier des pays nordiques se caractérise, dans les années 80, par une nette domination de l'intermédiation bancaire sur le modèle continental européen et plus particulièrement germanique. Il se rapproche donc en cela de la structure financière japonaise.

De manière corollaire, le marché des titres se révèle plutôt limité dans cette période :

---

<sup>854</sup> La dernière crise financière date de 1927, dans ce pays.

sa capitalisation ne représente que 30% du PNB et Suède et 10% en Finlande <sup>855</sup> .

L'activité des institutions financières est fortement régulée dans l'ensemble de ces pays par diverses règles de conduites. Ainsi, en Suède, les banques sont soumises à une politique de plafonnement du crédit à travers une limite du taux de croissance du stock de prêts.

De plus, la régulation par les taux d'intérêt en limite la hausse <sup>856</sup> , ce qui interdit pratiquement toute potentialité, pour les banques, d'accroître les rentes issues du plafonnement des crédits.

On peut donc considérer que le qualificatif de rationné s'applique clairement au système bancaire nordique.

La faiblesse des taux qui résulte de cette politique <sup>857</sup> crée un excès de demande de crédit qui est, en conséquence, alloué sur d'autres bases que le niveau des taux d'intérêt.

Ce type de régulation s'accompagne d'une absence de compétition entre les établissements de crédit qui contribue à protéger les rentes bancaires, d'autant que les structures financières locales sont de nature largement oligopolistique. Cette situation induit une forte rigidité des comportements financiers ainsi qu'une efficacité globale limitée compte tenu des coûts internes élevés.

Cependant, dès la fin des années 70, ce système de financement administré est progressivement remis en cause et provoque une situation que nous avons qualifiée, en ce qui concerne le capitalisme japonais, de « fragilité initiale ». Englund et Vihriälä en rendent compte de la manière suivante <sup>858</sup> :

**« Circonvenir les contraintes de régulation devint plus largement répandu, accroissant l'insatisfaction des ménages et des entreprises qui ne souhaitaient pas contourner la règle ou ne pouvaient pas le faire facilement. Au même moment, les développements technologiques et l'internationalisation mettaient certains acteurs – en particulier les principales corporations – moins dépendant d'un marché domestique inefficace. »**

Ainsi, les firmes de grande dimension, ayant développé leurs activités commerciales sur le plan international sont le mieux à même d'échapper aux contraintes du système de crédit national et d'arbitrer, lorsqu'il y a lieu, en faveur d'un financement extérieur.

<sup>855</sup> Alors qu'en 1989, ces deux ratios auront doublé. In **Englund, Peter, Vihriälä, Vesa**: « Financial Crises in Developed Economies: The Cases of Sweden and Finland » Pellervo Economic Research Institute Working Papers. N°63. March 2003. P 2.

<sup>856</sup> Ceux-ci sont cependant suffisamment hauts pour générer des rentes bancaires et suffisamment bas pour maintenir une demande de crédit de la part de la plus grande partie des opérateurs nationaux.

<sup>857</sup> Les taux réels peuvent, sur certaines périodes, être négatifs.

<sup>858</sup> Op.cit. P 8. « Circumvention of the regulatory constraints became more widely spread, increasing the dissatisfaction of those households and firms that did not want to bend the rules or could not easily do so. At the same times, technological developments and internationalization made many actors – particularly the major corporations – less dependant on the inefficient domestic credit markets »

Face à ce nouvel enjeu, la réponse institutionnelle des autorités financières est intéressante et quelque peu inattendue si on la compare à la réponse japonaise. En effet, plutôt que d'accroître le caractère contraignant de la régulation traditionnelle, elles s'engagent, dès 1980, dans un processus de libéralisation financière rapide qui va permettre aux banques « de se trouver soudainement libres de déterminer leur propre croissance en matière de prêt »<sup>859</sup>.

Ainsi, en Finlande, le processus débute par la liberté laissée aux banques de couvrir leurs positions commerciales par des transactions en monnaies étrangères. La dérégulation se poursuit alors en réduisant, jusqu'à les éliminer, entre 1983 et 1986, les restrictions sur les prêts bancaires.

Dans le même temps, la permission d'émettre des certificats de dépôt place ce marché au centre du marché monétaire. Enfin, l'abandon des restrictions sur les taux et la disparition de toute restriction sur les taux variables complète cette libéralisation en 1988.

D'un côté, l'abolition du contrôle du crédit permet aux banques de rechercher une nouvelle clientèle, tout en s'efforçant de reconquérir celle des grandes entreprises qui leur avaient fait défaut précédemment ; mais d'un autre côté, cette situation s'accompagne de la fin de la segmentation du marché du crédit, d'une extension radicale des opportunités et surtout d'un développement de la concurrence bancaire dont l'intensité est inédite pour les intéressés.

La généralisation d'une démarche commerciale agressive, à tous les niveaux organisationnels, de l'établissement de crédit, devient alors la règle. Ainsi, en Suède, les compagnies financières qui traditionnellement se développaient sur des terrains impraticables, du point de vue réglementaire, pour les banques<sup>860</sup>, voient leur situation gravement compromise par le processus de dérégulation.

L'entrée des banques sur leurs marchés signifie, pour elles, de s'orienter vers des marchés plus compétitifs et plus risqués comme l'immobilier où elles vont devoir se financer par des emprunts directs auprès des banques, ainsi que par l'émission de papier commercial<sup>861</sup>. Par contre la nouvelle orientation de la stratégie bancaire ne s'accompagne pas de modifications suffisamment rapides, en matière de régulation prudentielle, de la part des autorités.

Avant la libéralisation, celle-ci ne jouait pas un rôle important dans les pays nordiques puisque les limitations en matière de montant du crédit et de taux d'intérêt ne créent que très peu d'incitations à la prise de risque de la part des établissements bancaires.

Dés lors que la dérégulation est en marche, les banques disposent de nouvelles opportunités et dans une situation de concurrence généralisée, doivent s'engager dans une stratégie beaucoup plus risquée. Or, pour l'essentiel, le cadre de la politique de

<sup>859</sup> **Viotti Staffan**: « Dealing with Banking Crises – Proposal for a New Regulatory Framework » Sveriges Riksbank Economic Review. Stockholm. Mars 2000. P 48.

<sup>860</sup> Les opérations de leasing, de factoring et de crédit direct, en particulier.

<sup>861</sup> Marknadsbevis.

régulation reste à cette époque globalement inchangé depuis les années 30. La Suède et la Finlande s'orientent vers le milieu des années 80, dans le sens des recommandations de Bâle<sup>862</sup>.

Mais ce processus s'effectue à travers de notables exceptions. C'est le cas du secteur du crédit à l'immobilier et à la construction qui est traité de manière relativement souple, en particulier concernant les exigences en capital sur les collatéraux propres à ces types de prêts.

De plus, les institutions de supervision, divisées et agissant en ordre séparé et disposant de ressources limitées, n'ont pas été réformées avant 1993<sup>863</sup>.

De la même manière, au niveau des entreprises, les contraintes organisationnelles traditionnelles, propres au management bancaire, n'ont pas évolué au même rythme que la dérégulation financière. L'orientation du comportement des acteurs implique des règles précises. Lorsqu'elles ne sont pas imposées par le gouvernement, elles doivent l'être par les acteurs.

Dans ce cas, cependant, et conformément à la théorie des organisations, des délais sont nécessaires qui correspondent au temps d'apprentissage pour intégrer celles-ci<sup>864</sup>.

De manière métaphorique, Lars Engwall en définit le cadre et les conséquences :

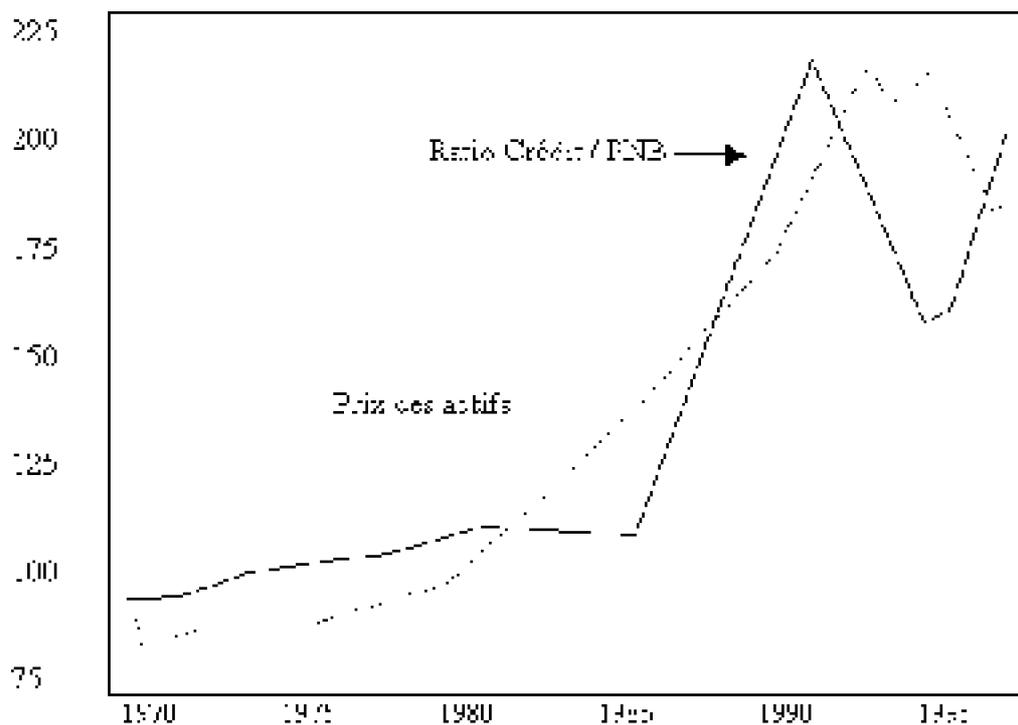
**« Depuis de longues années, ils se réunissaient dans une ambiance feutrée et jouaient au bridge ; la petite vie du club se déroulait sans heurts. Une seule ombre au tableau : les membres avaient entendu parler de l'existence d'un autre jeu, le poker et ils rêvaient de s'y essayer. Seulement voilà, la direction interdisait ce jeu mystérieux. Puis d'un jour à l'autre, le règlement changea radicalement : le poker devint le seul jeu autorisé. Tous les autres clubs l'ayant adopté, c'était une question de réputation. Une petite difficulté toutefois : si les règles du bridge étaient connues de tous, les règles du poker, elles, échappaient en grande partie aux vétérans du club. Ces derniers en étaient réduits à singer les nouveaux arrivants »**

On peut donc comprendre, à partir de là, que la conjonction de la fragilité bancaire initiale et de cette nouvelle politique de dérégulation favorise, à partir de 1985, une rapide et soudaine croissance du crédit bancaire.

<sup>862</sup> Elaborés par la Banque des Règlements Internationaux.

<sup>863</sup> Op.cité P 12.

<sup>864</sup> **Engwall.Lars** : « Bridge, Poker et Banques : La dérégulation et la crise des banques suédoises ». Université d'Uppsala. Les Amis de l'Ecole de Paris. Séance de juin 1995. P 9. L'auteur présidait la commission gouvernementale suédoise sur la crise bancaire en charge de rénover la politique de régulation.



Document XII : Prix des actifs financiers et crédit en Suède <sup>865</sup>

**Bäckström Urban:** « What lessons Can Be Learned from Recent Financial Crises? The Swedish Experience » Federal Reserve of Kansas City. Discussion Papers. P 131.

Celle-ci est d'autant plus accentuée qu'elle touche des secteurs qui ont été, sur le plan du crédit, fortement contraints précédemment, comme les biens durables et surtout l'immobilier. La forte demande immobilière stimule alors la hausse du prix des actifs tout en soutenant la capacité des emprunteurs en matière de collatéraux.

Le prêt bancaire est également stimulé par l'accroissement de la profitabilité apparente des établissements financiers. Il en résulte une nouvelle vague de prêts qui provoque à partir de 1985, une déconnexion de la sphère financière et de la sphère réelle.

Cette situation est accentuée par le phénomène de « myopie face au désastre » comme le remarque, quoique implicitement, le gouverneur de la banque centrale de Suède lorsqu'il tire le bilan de la crise bancaire suédoise en matière de supervision et constate que <sup>866</sup> :

**« A ce moment, le monde industriel n'a plus l'expérience d'une crise financière depuis celle des années trente [en 1932 en Suède]. Il en résulte que les**

<sup>865</sup> **Bäckström Urban:** « What lessons Can Be Learned from Recent Financial Crises ? The Swedish Experience » Federal Reserve of Kansas City. Discussion Papers. P 131 .

<sup>866</sup> Idem p138. « At the time, the industrial world had not experienced an outright financial crisis since the 1930s. As a result, economists had devoted relatively little work to the analysis of this subject, being more concerned to understand the more normal economic world »

**économistes ont produit relativement peu de travaux sur l'analyse de ce sujet, étant plus concernés par la nécessité de comprendre un monde économique plus normal. »**

Sur les sept dernières années avant la crise, le total des bilans des banques suédoises a crû quinze fois plus vite que le PNB et le montant des crédits alloués aux agents non financiers qui représentait 80% du PNB au début des années 70, correspondait à 140% en 1990<sup>867</sup>.

Cette seconde fragilité bancaire, que nous avons nommé « fragilité induite », est d'autant plus prononcée que les établissements les plus faibles en terme de capital, de profitabilité et de rentes, accroissent leur prise de risque et se portent candidat aux prêts, aggravant encore la situation de sélection adverse propre à ce marché du crédit<sup>868</sup>.

Après avoir suivi une période de surchauffe, l'économie financière connaît à partir de la fin de 1990, un effondrement du prix des actifs, en particulier, immobiliers. La crise débute en Norvège où les défauts sur prêts bancaires passe de 0.7% du total en 1987 à 6% en 1991. De manière semblable les pertes s'accroissent en Finlande de 0.5% à 4.7%. Enfin, en Suède le mouvement est encore plus abrupt de 0.3% à 7%<sup>869</sup>.

On peut donc constater que le panorama du processus menant à la crise dans les pays nordiques semble s'apparenter à celui que connaît à la même époque le Japon. Cependant, la rapidité du retour à l'équilibre dans les pays nordiques contraste avec la difficulté qu'éprouve le Japon pour résoudre ses problèmes de crédits douteux.

Doit-on interpréter cette différence comme l'indice d'une fragilité spécifique au système financier japonais ou bien comme un élément particulier d'une fragilité commune à toutes les économies dont le système financier est dominé par la banque à un certain moment de leur évolution ?

Il semble émerger l'idée que l'on est bien, dans les deux cas évoqués, en présence d'une double fragilité financière dont le système bancaire constitue le centre.

Dans les deux cas, la capacité de l'appareil productif -au premier chef, les grandes firmes exportatrices- à se financer, de manière plus favorable, en dehors de l'intermédiation bancaire apparaît nettement. Cette évolution détermine un processus de sélection adverse sur le marché du crédit.

Dans les deux cas également, ce nouveau contexte peut être mis en relation avec le démarrage d'un processus de libéralisation financière ne s'accompagnant pas de l'installation d'un appareil institutionnel de supervision et de régulation adéquat.

Il en résulte un enchaînement commun rappelé par R.Nakamura<sup>870</sup>. Le crédit devient, pour les raisons indiquées plus haut, moins onéreux et facilite un excès de

<sup>867</sup> **Schoeffler.Pierre** : « La crise de l'immobilier en Suède ». Revue d'Economie Financière. P 301-309.

<sup>868</sup> C'est en particulier le cas, comme nous l'avons vu plus haut des compagnies financières, dans une approche de « gamble for resurrection ».

<sup>869</sup> **Drees.Burkhard, Pazarbasioglu.Ceyla**: « The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization? » International Monetary Fund. Occasional Paper 161. April 1998.

demande de prêt qui débouche sur un boom du prix des actifs.

Le tarissement des fonds disponibles, non seulement dans des économies de faible dimension comme celles des pays nordiques, mais également dans le cas japonais, oriente les banques vers les emprunts sur le marché financier international.

Dans le même temps, celles-ci tentent de développer, dans un climat devenu compétitif, leur part de marché en s'efforçant de rechercher de nouveaux emprunteurs. Le processus est rendu possible par une faiblesse persistante des taux d'intérêt indiquant une faiblesse en matière de régulation et de manière sous-jacente une «myopie face au désastre» implicite<sup>871</sup> :

**« La crainte des autorités de freiner le marché des actifs était plus grande que la volonté d'empêcher que la situation leur échappe »**

Les différences constatées entre les épisodes japonais et nordiques ne portent donc pas sur l'existence de cette double fragilité financière. Elle porte beaucoup plus sur la rapidité relative à agir pour contenir les effets de cette double fragilité. La situation respective de ces deux ensembles explique en grande partie leur capacité réactive profondément dissemblable.

En effet, alors que les pays nordiques connaissent, sur le plan international, une situation de débiteur structurel, le Japon fait, depuis la décennie 80, figure de créancier planétaire. Aussi, des pays comme la Suède et la Finlande se doivent de réaliser plus rapidement la nécessité de réagir à l'aggravation de la fragilité bancaire.

Au contraire, la puissance de la position japonaise ne peut que créer, au niveau des banques comme au niveau des instances de régulation, une fausse confiance face à l'accumulation des créances douteuses.

Cela explique, d'ailleurs, une seconde différence. Le processus de libéralisation s'est développé avant l'éclatement de la crise, en Suède et en Finlande. Il a permis la mise en place, certes partielle, mais néanmoins effective, d'un nouveau type de régulation.

Au contraire, le Japon s'est engagé dans des réformes, non pas avant la crise de 1992, mais seulement en réaction à la crise de 1997, à travers le « Big Bang » dont on a étudié précédemment le caractère partiel.

Il est cependant un second aspect, historique, qui explique en quoi la double fragilité bancaire s'est transformé, pour le Japon, en crise financière durable précédée d'une réponse institutionnelle très lente alors que pour les pays nordiques, la crise a eu une portée simplement conjoncturelle.

Quoique sous la protection de l'Etat, la révolution industrielle et plus généralement le développement économique se sont effectués, en ce qui concerne les pays nordiques, dans le cadre d'une certaine indépendance des acteurs économiques et sociaux. L'action

---

<sup>870</sup> **Nakamura.Richard**: « The Big Cleanse: The Japanese Response to the Financial Crisis of 1990's seen from a Nordic Perspective ». The European Institute of Japanese Studies. Stockholm School of Economics. Working Paper n° 149. Juin 2002. P 24.

<sup>871</sup> Op. Cité P 25.

de l'Etat n'est devenue majeure qu'en 1932, à la suite de la crise mondiale.

An contraire, dans le cas japonais, depuis l'ère Meiji, on doit plutôt analyser ce même processus en terme « d'imbrication des acteurs » autour de l'appareil d'Etat.

Il en résulte d'importantes différences<sup>872</sup> quant à l'action institutionnelle de régulation. Forte pendant la phase de haute conjoncture, la régulation japonaise manque de la transparence nécessaire, en situation de fragilité financière croissante.

Ainsi, alors que depuis longtemps, il existe, dans les pays nordiques, une tradition de relation ouverte entre les entreprises, l'Etat, les citoyens et l'extérieur. L'audit externe est, par exemple, un élément « naturel » intégré à la pratique du gouvernement d'entreprise<sup>873</sup>

L'ensemble de ces règles à la fois économiques, sociales et politiques sont inexistantes au Japon avant les réformes engagées par le « Big Bang »<sup>874</sup>.

D'autre part, la très forte proximité des acteurs du système de financement japonais nuit à leur performance en situation d'instabilité car elle les prend collectivement au piège de ce dispositif de compromis<sup>875</sup>.

**« Des relations trop proches et trop fermées détériorent l'acquisition de compétences pour les acteurs de ce dispositif, en partie parce que leur action tend à être restreinte par les autres acteurs et en partie parce qu'ils tendent à recevoir moins d'information de l'extérieur ».**

Au total, on ne doit donc pas confondre l'origine et le déroulement du processus de la crise financière qu'ont connu respectivement le Japon et les pays nordiques.

L'irruption de la crise, dans ces deux cas, procède d'une fragilité dont la nature est similaire et correspond à celle d'un capitalisme parvenu à maturité et dont le financement axé sur la banque s'affaiblit.

Par contre, le déroulement de la crise qui découle de ce type de fragilité reste spécifique à l'environnement historique, social et culturel propre à chacun des pays évoqués ici.

---

## **CONCLUSION : LA DOUBLE-CONTRAINTE FINANCIERE DU**

<sup>872</sup> On pourrait, ici, dans un sens wébérien, opposer une dominante de rationalité en valeur à une dominante de rationalité en finalité.

<sup>873</sup> C'est également le cas en matière d'information, notamment comptable. Cf. **Nyberg, Peter**: « The Banking Crisis in Finland ». Ekonomiska Samfundets Tidskrift. Vol. 48. N°3. P 115-120.

<sup>874</sup> **Drees, Burkhard, Pazarbasioglu, ceyla**: Op.Cité.

<sup>875</sup> **Suzuki, Kenji**: » Rethinking Japan's Bad Loan Management: Implications from a Comparison with the Swedish Case. European Institute of Japanese Studies. Stockholm School of Economics. P 19.

## CAPITALISME DE MATURITE AXE SUR LA BANQUE

---

**La validation de l'hypothèse d'une « double fragilité bancaire » examinée dans ce chapitre, permet d'éclairer les difficultés auxquelles se heurtent le développement de toutes les économies capitalistes matures dont le financement est dominé par la banque.**

La situation japonaise n'est pas spécifique en la matière. Elle diffère simplement des autres expériences par la longueur de sa crise financière.

Celle-ci ne révèle pas d'une fragilité financière particulière, mais plutôt d'un contexte institutionnel particulier, à la fois historique, culturel et légal, dont résulte un appareil de régulation progressivement peu adapté à la gestion des crises.

Concernant la même période, des économies ont expérimenté un type de fragilité bancaire équivalent dont l'aboutissement a été une crise seulement conjoncturelle (cas des pays nordiques) ou, dans le meilleur des cas, de simples symptômes (cas de l'Allemagne)<sup>876</sup>

Cette double fragilité bancaire du capitalisme mature est, en général, contemporaine d'un processus plus ou moins approfondi de libéralisation financière.

Nous avons montré que cela ne signifie pourtant pas que celle-ci est à la racine de ce processus. En effet, à l'origine du phénomène, il faut plutôt voir l'éloignement progressif de l'appareil productif par rapport à l'intermédiation de crédit à la suite des succès remportés par les principales entreprises sur le plan international.

La clientèle, captive dans un système de financement administré traditionnel, fuit ce cadre si longtemps avantageux pour elle, dès lors que d'autres opportunités apparaissent. Dans ce processus de sélection adverse sur le marché du crédit, la fragilité initiale, qui en résulte, est certainement le vecteur du processus beaucoup plus que sa cause.

Par contre, nous avons pu mettre en évidence que la dérégulation issue de cette première étape amplifie de manière radicale, la fragilité initiale puisque, mettant la banque dans une situation compétitive de marché sans une régulation suffisante, elle incite les établissements financiers à accroître leur prise de risque.

Le boom sur les prêts qui en résulte est au cœur d'une fragilité induite qui peut alors se déployer. Poussant à la hausse le prix des actifs, en particulier immobilier, cette fragilité est spécifique en ce qu'elle établit un lien d'instabilité entre l'organisation bancaire et le fonctionnement du marché financier.

Dans ce cas, la fragilité bancaire est bien le vecteur d'une déstabilisation du marché qui en retour favorise la crise bancaire.

---

<sup>876</sup> Voir à ce propos : **Lhomme.Geneviève** : « Les interactions périlleuses entre l'immobilier et la finance en Allemagne et au Royaume Uni ». Horizons Bancaires n°317. Caisse Nationale de Crédit Agricole. P 7. Juin 2003. **Astier.Florence, Robert.Gaël** : « Choc endogène, récession, crise bancaire : l'Allemagne sera-t-elle un second Japon ? ». Analyse mensuelle de la situation économique. Société Générale. Direction des risques. P 10. Janvier 2003. **Crouzel.Cécile, Py.Marianne** : « Le secteur financier allemand dans la tourmente » Le Revenu n°719. 22 mai 2003. P 34.

Ce processus ne vaut cependant que pour les économies développées dont le financement est dominé par la banque car lorsque celui-ci procède plutôt d'un financement issu du marché des capitaux, la forme de la fragilité financière se révèle alors profondément différente.

Pendant, nous avons pu, là aussi, mettre en évidence la présence d'une configuration correspondant à un dispositif de double-contrainte qui impose au système financier, pour éviter les conséquences de la fragilité initiale, de construire, lui-même, le cadre d'une fragilité induite accumulant les éléments potentiels favorables à l'ouverture d'une crise bancaire.

## **CHAPITRE III L'INTERMEDIATION DE MARCHÉ SOURCE MAJEURE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DU CAPITALISME DE MATURETE**

Dés que l'intermédiation de marché domine la structure de financement du capitalisme de maturité, la forme de la fragilité financière se modifie. L'institution du marché financier, elle-même en devient le vecteur prépondérant. Mais comme dans le cas de l'intermédiation bancaire, la nature de cette fragilité, dans sa structuration comme double-contrainte, en reste un aspect fondamental.

Elaborer une analyse de la fragilité financière propre à l'intermédiation de marché implique dans un premier temps de reconsidérer l'analyse « orthodoxe » du marché financier à travers la théorie des marchés efficients puisque celle-ci offre une explication robuste des fluctuations financières sans recourir au concept de fragilité financière.

Valider ce concept implique, d'abord, une réflexion sur la nature de la rationalité des acteurs du marché financier.

Elle implique ensuite, à la fois, sur le plan expérimental et sur le plan empirique de démontrer la possibilité de phénomènes de surréaction qui éloignent, pour une période significative, le cours des titres de leur valeur fondamentale et qui sont autant d'« anomalies » pour la théorie de l'efficience.

Il s'agit, dans ces deux cas, de montrer que le concept de fragilité financière exige ensuite une explication de cette surréaction échappant à la rationalité de l'« agent représentatif » pour s'orienter vers une perception de ce concept à la fois plus limitée et plus complexe, dans laquelle les processus mimétiques occupent une place décisive.

Dés lors, il devient possible d'envisager, sur le plan théorique, une réflexion concernant la spécificité de la fragilité financière de marché comme structurée par une double contrainte. Celle-ci sera intimement liée à l'asymétrie d'information propre au marché financier.

Sans cette asymétrie d'information, l'institution du marché ne saurait être envisagée. Mais, de manière conjointe, cette asymétrie implique la possibilité d'une déconnexion significative de la valeur fondamentale de l'actif et de son cours.

Elle apparaît donc comme un élément essentiel du mécanisme de la fragilité financière spécifique au capitalisme de maturité dès lors que domine le marché des capitaux.

Nous devons donc expliciter le fait que l'asymétrie d'information est, dans le même temps, l'élément clef qui fonde le marché financier et le facteur qui entraîne son déséquilibre. A partir de là, il restera à valider cette hypothèse à travers une analyse historique de situations concrètes où s'exerce ce type de financement.

Nous choisirons, pour mener à bien cette réflexion, d'étudier la période précédant les chocs de marché les plus prononcés dans le cadre du capitalisme de maturité à savoir celui de l'année 1929 et celui de l'année 1987. Bien entendu, il ne s'agit ni d'envisager une analyse globale de ces deux crises, ni même de les comparer quant à leurs conséquences.

Il s'agira surtout d'éclairer la caractéristique décisive permettant dans ces deux cas de construire notre analyse : la possibilité de processus de surréaction des cours par rapport aux fondamentaux comme condition nécessaire au déploiement d'une fragilité financière à cette étape de développement du capitalisme et menant, dans ces deux cas à un krach de grande ampleur.

Dans le même temps, nous serons amené à montrer que la mise en œuvre d'une rationalité à caractère mimétique de la part des intervenants du marché financier contribue nécessairement à ce processus.

## 1- LA THEORIE DE L'EFFICIENCE DES MARCHES FINANCIERS COMME ANTINOMIE DU CONCEPT DE FRAGILITE FINANCIERE

---

### 1-1- Le concept d'efficience appliqué aux marchés financiers et ses prolongements:

L'analyse du marché comme cadre dynamique efficient ne saurait, à son origine, être séparée de son interprétation comme processus obéissant à une marche aléatoire. Cette dernière peut être définie de la manière suivante : Sur un ensemble de probabilités, on définit une famille de variables aléatoires équidistribuées :

. □

Soit la suite définie par et par . Pour , la suite est une marche aléatoire. Dans ce cas, la dynamique du prix d'un actif observera un processus de la forme <sup>877</sup> :

Cette approche, relativement ancienne <sup>878</sup>, va progressivement s'intégrer à la théorie

---

<sup>877</sup> exprime les termes aléatoires d'espérance finie, indépendants et de même loi de probabilité.

économique et s'appliquer plus particulièrement à l'analyse du marché financier. C'est, tout d'abord, sur une base empirique que ce lien va s'effectuer à partir d'une analyse de la capacité prédictive des agents sur le marché.

Cette hypothèse adoptée par la recherche <sup>879</sup>, à un moment particulier -les années trente- va s'orienter vers l'idée d'imprévisibilité du marché compte tenu du caractère parfaitement inattendu de la débâcle financière de 1929.

En opposition aux théories chartistes <sup>880</sup>, les premières études statistiques puis économétriques <sup>881</sup> comparant la rentabilité moyenne de portefeuilles fictifs recommandés par un ensemble de professionnels aux performances du marché montre, pour les premiers une rentabilité annuelle moins élevée que la performance moyenne du marché <sup>882</sup>.

L'étude la plus complète demeure, à cette époque, celle de M.Kendall <sup>883</sup>. S'appuyant sur une base de données extrêmement vaste, il fait émerger le fait que n'existe qu'une très faible auto corrélation entre les variables dans les séries, ainsi qu'une faible corrélation entre les séries.

Il faut cependant, attendre les années 60 pour répondre, sur le plan de la théorie économique, à la question du caractère aléatoire de la volatilité du cours des titres financiers.

La présence de corrélations, même faibles mais empiriquement constatées, impose, dès cette époque, l'idée que les variations de la valeur des titres ne répondent pas entièrement à un processus de marche aléatoire. Dans le modèle de martingale <sup>884</sup>, le mouvement des cours reste imprévisible mais la variance conditionnelle des cours peut être anticipée en se référant aux variances des cours du passé.

Cependant, l'innovation majeure reste, sur le plan de la recherche théorique, celle de

<sup>878</sup> Elle sera développée par Jules Regnault en 1863 et formalisé par Bachelier en 1900. **Régnault.J** : « Calcul des chances et philosophie de la bourse ». Paris, Mallet-Bachelier et Castel 1863. **Bachelier.L** : « Théorie de la spéculation » 1900. Reproduit dans : Annales de l'ENS, 3<sup>e</sup> série, tome 17, P 21-86. 1995.

<sup>879</sup> En particulier, **Cowles.A**: « Can Stock Market Forecasters Forecast?» *Econometrica*, Vol 1, N°4, pp 309-324. 1933.

<sup>880</sup> Notamment celle de Charles Dow (1851-1902).

<sup>881</sup> **Cowles.A**. Op. Cité.

<sup>882</sup> Un résultat confortant l'hypothèse précédente est obtenu en effectuant la comparaison d'une série aléatoire et d'une série réelle. Les graphiques obtenus sont relativement identiques. In **Working.H**: « A Random – Difference Series for Use in the Analysis of Times Series” *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 29, P.11-24. 1934.

<sup>883</sup> **Kendall.M.G** : “The Analysis of Economic Time-Series. Part 1: prices” in **Cootner.P.A** P 85-89. 1953

<sup>884</sup> **Samuelson.P.A** : « Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly », *Industrial Management Review*, Vol.6, N°1, pp 41-49.1965. **Mandelbrot.B**: “Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets and Martingale Models” *The Journal of Business*. Vol.39, pp 242-255. 1966.

l'efficience informationnelle en ce qu'elle s'efforce d'introduire le modèle de marche aléatoire dans la théorie de l'équilibre de marché.

Il s'agit de démontrer en quoi le modèle de marche aléatoire établit que les prix sur le marché financier sont, par le mouvement même du marché, en permanence des prix d'équilibre, c'est-à-dire des prix correspondant à la valeur fondamentale des actifs, tout en validant l'hypothèse d'absence de profit.

La théorie de l'efficience informationnelle développée par E.Fama va contribuer à établir ce lien entre les deux éléments.

Du point de vue informationnel, un marché efficient dispose d'un nombre important d'agents rationnels, donc maximisateurs, qui, dans le cadre d'une structure concurrentielle, s'efforcent de prévoir la valeur future des actifs en utilisant une information gratuite et disponible pour tous.

**« Sur un marché efficient, la concurrence entre les nombreux participants intelligents conduit à une situation où, à chaque instant, les prix courants des actions individuelles reflètent déjà les effets des informations basées à la fois sur les événements pour lesquels le marché anticipe qu'ils se réaliseront dans le futur. Autrement dit, sur un marché efficient, le prix courant d'une action sera à tout instant un bon estimateur de sa valeur fondamentale »**<sup>885</sup>

La tendance du prix vers la valeur fondamentale du titre provient de l'existence d'« échangistes avertis »<sup>886</sup> qui s'opposent dans leur comportement financier à celui des « noise traders » dont le traitement de l'information est considéré comme déficient<sup>887</sup>.

Possédant un même modèle d'évaluation des actifs, les agents traitant rationnellement l'information, contrôlent également, du fait de leur nombre, les ressources financières essentielles du marché.

Il en résulte que lorsque le prix tend à s'écarter de la valeur fondamentale du titre, les « échangistes avertis » peuvent espérer un profit. La tentative de l'obtenir conduit d'elle-même, par effet de composition, à un retour du prix vers la valeur intrinsèque.

Cela signifie donc que, dans le cadre de la théorie de l'efficience informationnelle, l'analyse financière et l'action des professionnels intervenant sur le marché importent puisqu'ils contribuent à éliminer les écarts constatés entre le prix de marché et la valeur fondamentale.

Cependant, en même temps, l'efficience informationnelle implique l'impossibilité de la part des opérateurs d'obtenir des performances supérieures au marché puisque les prix reflètent immédiatement toute l'information disponible.

Dans le cas même, où, la plus grande partie des opérateurs adopterait un

---

<sup>885</sup> **Fama,E.** « *Random Walk in Stock Market Prices* », *Financial Analysts Journal*. Vol.21, N°5, Septembre-Octobre 1965. P 56.

<sup>886</sup> Ils correspondent à deux catégories d'opérateurs financiers, les fundamentalistes (« *superior intrinsic-value analysts* ») mais également, de manière plus inattendue dans l'article de Fama, les chartistes (« *superior chart readers* »).

<sup>887</sup> On verra plus loin que certains modèles attribuent à ces opérateurs un rôle important dans l'instabilité des marchés financiers.

comportement de «noise traders», la présence de quelques investisseurs rationnels obtenant des résultats efficaces attirerait d'autres investisseurs, dès lors que la sélection de leur actions serait bientôt connue. La situation orienterait donc les prix des titres vers leurs valeurs fondamentales.

De la même manière, si une majorité d'opérateurs admettant l'impossibilité de « battre le marché » conservaient à long terme des portefeuilles diversifiés, il en résulterait une situation générant des opportunités immédiatement saisies par les opérateurs rationnels. La tendance précédente se vérifierait à nouveau.

Dans un but de formalisation et de généralisation de son modèle, Fama abandonne cependant l'utilisation du concept de valeur fondamentale pour ne conserver que celui de prix efficient.

Il suffit pour cela d'admettre l'hypothèse forte selon laquelle tout les intervenants adoptent en matière d'évaluation du prix des actifs, un modèle identique<sup>888</sup>.

Le processus tendant vers un prix d'équilibre doit donc s'exprimer en terme de rendement escompté, ce qui peut être exprimé de la manière suivante<sup>889</sup> :

avec

L'information est donc ici parfaitement utilisée dans la détermination du rendement anticipé du titre c'est-à-dire qu'elle se reflète parfaitement dans le prix de l'actif  $j$  au temps  $t$ . Il n'est donc pas possible de dégager un profit non anticipé ( $\pi$ ) par le marché, exprimant une différence entre le prix observé et le prix anticipé à partir d'un ensemble d'information donné.

Comme, sur un marché efficient, on ne peut dégager un profit supérieur au rendement, nous nous trouvons en présence d'un jeu équitable équivalent à celui structurant un processus de marche aléatoire.

Cependant, cette formulation souffre d'un caractère tautologique puisque le prix étant issu du marché, l'écart entre le prix anticipé par le marché lui-même et le prix réalisé ne peut être que logiquement nul dès lors que les agents sont rationnels.

Le concept d'efficience doit donc être précisé. Cela exige simplement d'admettre que « *le marché évalue correctement la vraie distribution de probabilité* »<sup>890</sup> c'est-à-dire que les agents dispose du « vrai » modèle d'évaluation:

A partir de là, le « vrai » prix issu du « vrai » modèle doit être distingué de

---

<sup>888</sup> **Fama.E.F.**: "Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work" Journal of Finance. Vol.25, N°2, P 383-417. 1970.

<sup>889</sup> Où le tilde indique que la variable est aléatoire,  $p$  et  $r$  représente respectivement le prix et le rendement.  $\pi$  correspond à l'ensemble d'information.

<sup>890</sup> **Fama.E.F.**: "**Reply**" **Journal of Finance**, Vol.31, N°1. 1976. P 143-145. Pt est le vecteur des prix des actifs à la date  $t$ , l'ensemble d'information à la date  $t$ , la vraie distribution de probabilité conditionnelle par rapport à l'ensemble d'information et la fonction de densité pour le vecteur  $P$  t estimée par le marché.

l'anticipation des agents <sup>891</sup>, c'est-à-dire que l'on doit différencier les variables induites des anticipations du marché de celles provenant du vrai modèle d'évaluation :

Le marché peut être considéré comme efficient si :

Cette égalité <sup>892</sup> qui modifie la définition de l'efficience, compare donc deux éléments de nature différente <sup>893</sup>.

Tester l'efficience nécessite alors d'évaluer, à la fois, le fait que les opérateurs utilisant le vrai modèle d'évaluation du prix d'équilibre des actifs obtiennent un certain rendement sous contrainte de l'information disponible puis également de tester ce même modèle avec l'information réellement utilisée par les agents.

Si l'égalité donnée par l'équation précédente (en terme de rendement) se vérifie, alors le marché financier fonctionne de manière efficiente <sup>894</sup>.

Ce dernier aspect de l'analyse menée par E.Fama montre que la démarche propre à ce type de test ne prend plus en compte le caractère aléatoire du mouvement de prix des titres.

Un marché efficient n'exclut donc pas que la performance des opérateurs soit différente. L'efficience signifie simplement qu'en général, la diffusion de l'information est si rapide que la tentative de précéder le marché est rendue vaine par le marché lui-même.

Il en résulte qu'un tel marché est celui sur lequel un opérateur ne peut former de manière régulière sur un terme long des anticipations meilleures que la moyenne du marché c'est-à-dire que la moyenne de l'ensemble des autres opérateurs.

C'est ce que montre l'analyse de M.Jensen <sup>895</sup> étudiant 115 fonds communs de placement entre 1945 et 1964 : Sur dix ans, les clients des fonds communs auraient pu accroître leur richesse de 15% en choisissant, de manière aléatoire, un portefeuille diversifié <sup>896</sup>.

La démarche de Fama ne signifie pas que le rendement obtenu par tous les opérateurs soit identique en probabilité. Le rendement doit être interprété en relation avec le degré de prise de risque.

<sup>891</sup> correspond au rendement anticipé.

<sup>892</sup> Que l'on pourrait écrire en remplaçant les prix par les rendements.

<sup>893</sup> **Elle peut donc permettre l'utilisation de tests économétriques pour évaluer les différentes formes d'efficience.**

<sup>894</sup> La définition de l'ensemble d'information implique une évaluation plus précise de l'efficience et conduit généralement à en distinguer trois formes : faible, semi-forte et forte.

<sup>895</sup> **Jensen.M.C:** „The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964” Journal of Finance. Vol.23, P 587-616. December 1965.

<sup>896</sup> **De plus, seuls 26 des 115 fonds réalisent des performances supérieures au marché.**

Une analyse associant risque et rentabilité espérée complète, en conséquence, l'analyse en terme de marché<sup>897</sup>.

C'est le cas du « Capital Asset Pricing Model » de W.Sharpe<sup>898</sup> qui s'efforce d'exprimer la valeur d'équilibre du rendement d'une action en fonction du taux d'intérêt sans risque ainsi que la contribution de ce titre au risque de ce portefeuille.

Les conditions d'efficience du marché sont respectées puisque l'information est considérée comme gratuite et disponible immédiatement pour tous les opérateurs<sup>899</sup>.

D'autre part, chaque agent exprime une aversion pour le risque mesurée par la variance du rendement. L'optimisation résulte donc de la relation entre le rendement espéré (relatif à l'ensemble d'information considéré) et la variance de ce rendement.

Le portefeuille optimum se situera donc sur la «frontière efficiente»<sup>900</sup> qui maximise le rendement espéré pour un niveau donné du risque ou qui minimise le risque pour un rendement espéré donné<sup>901</sup>.

L'ensemble des actions composant le portefeuille détermineront pour celui-ci son risque total. Celui-ci se compose d'un risque systématique<sup>902</sup> exprimant à travers la covariance la sensibilité du rendement du titre au marché, c'est-à-dire un lien avec les chocs macroéconomiques affectant tous les titres et d'un risque idiosyncrasique<sup>903</sup> concernant seulement la société émettrice du titre.

Il résulte de ces modèles d'arbitrage mis en œuvre par des agents rationnels sur un marché efficient, que l'utilité de l'analyse financière n'est pas remise en cause en tant que telle par l'analyse de Fama. En effet<sup>904</sup> :

***« Si de nombreux analystes ont du talent pour ce genre de chose... ils contribuent à la réduction des écarts entre les prix observés et les valeurs intrinsèques et font que les prix observés, en moyenne, s'ajustent » instantanément » aux variations des valeurs intrinsèques...Bien que ces analystes sophistiqués puissent obtenir des rentabilités relativement élevées,***

<sup>897</sup> Marché efficient et analyse du prix du risque sont des analyses qui prennent leur essor dans les années soixante.

<sup>898</sup> **Sharpe.W.F.**: "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk". Journal of Finance. Vol.19, Septembre 1964.

<sup>899</sup> **De plus, les frais de transactions sont nuls.**

<sup>900</sup> **Markowitz.H.M:** „Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments”. John Wiley. New York. 1959.

<sup>901</sup> **Tous les portefeuilles indexés donnent le même retour sur investissement ajusté au risque.**

<sup>902</sup>  $\sigma$  exprime la volatilité des rendements du titres par rapport à ceux du marché.

<sup>903</sup>  $\sigma$  exprime le risque propre au titre.

<sup>904</sup> **Fama.E.**: « Random Walk in Stock Market Prices », Financial Analysts Journal. Vol.21, N°5, Septembre-Octobre 1965. P 56. in **Bernstein.P.L.**: « Des idées capitales ». Edition P.U.F. Collection Quadrige. 1995. P 137.

***ils donnent naissance à un marché sur lequel l'analyse fondamentale est une procédure plutôt inutile, aussi bien pour l'analyste moyen que pour l'investisseur moyen. »***

Si l'effet de composition obtenu par les analystes s'avère peu favorable à leurs intérêts individuels, il est cependant clair que cette action transmet directement ou indirectement l'information aux intervenants concernant à la fois les rendements anticipés mais également celle concernant l'analyse des différents risques encourus.

Les conséquences d'un tel raisonnement en terme d'efficience sont robustes. Elles ne peuvent pas en particulier, admettre le principe de fragilité financière puisque celui-ci ne pourrait être la résultante d'autre chose que l'irrationalité des agents intervenant sur le marché.

Il reste donc à expliquer, sur le plan théorique, l'existence de fluctuations financières sans les analyser comme des crises financières issues de la non-efficience des marchés.

## **1-2- Fluctuations financières, fondamentaux et efficience des marchés financiers :**

L'existence de fluctuations financières se pose en effet comme un enjeu d'importance pour la théorie des marchés efficients.

C'est d'autant plus vrai si l'on considère la forme générale de ce type de fluctuations. Celle-ci présente habituellement une forte asymétrie composée d'une phase de croissance du prix des titres longue et lente suivie d'un déclin ou même d'une chute souvent rapide et abrupte.

Ainsi, l'analyse de l'index de Standard and Poor's de 1889 à 1984 montre, pour chaque cycle financier, une longueur plus importante de la phase haussière suivie d'une phase courte de baisse. Dans le même temps, l'écart par rapport à la moyenne est plus faible en cas de hausse (où la déviation est en moyenne de 12.3%) que dans le cas des baisses (-16%)<sup>905</sup>.

Il s'agit donc de démontrer, sous cet angle théorique, que la source du crash ne provient pas de la nature intrinsèque du marché ni de son organisation propre en terme informationnel.

Dans cet ordre d'idée, le modèle de Boldrin et Levine<sup>906</sup> présente la fluctuation financière asymétrique comme l'expression d'un processus d'innovation technologique sous-jacent.

Le cycle est donc ici le simple reflet de l'évolution des fondamentaux du marché. Lorsqu'une technologie s'épuise, les titres financiers représentatifs de cette technologie amorce un déclin parce que les entreprises la détenant s'efforcent de la maintenir et de ralentir la mise en œuvre de la nouvelle technologie.

<sup>905</sup> **Shiller.R.**: « Market Volatility ». MIT Press. Cambridge. M.A.1989.

<sup>906</sup> **Boldrin.M, Levine.D.**: "Growth Cycles and Market Crashes"; Fundacion Marc Rich. UCLA Academic Senate. Septembre 1999. P 33.

En effet, initialement, une nouvelle technologie exige des délais importants avant d'être adoptée dans l'ensemble de la branche ou de l'économie.

Elle s'accompagne pendant cette même période d'innovation sur l'ancien produit permettant une augmentation de la productivité. La durée de cette étape demeure cependant entachée d'incertitude, d'autant que l'on ignore le moment à partir duquel ces améliorations vont épuiser leurs effets.

Lorsque la technologie est épuisée, un nouveau type de capital peut être mis en œuvre. Mais un délai reste inévitable avant que celui-ci puisse dépasser en efficacité l'ancien capital notamment du fait du temps nécessaire d'apprentissage des nouveaux savoir-faire.

Cette phase marque donc l'apparition d'un choc technologique dont l'impact sur la valeur du capital existant est essentiel à analyser.

Dans un premier temps, l'épuisement technologique du capital existant ne remet pas en cause l'efficacité de l'activité courante concernant celui-ci. Cependant, il rend son utilisation future moins attractive que si le processus technologique avait poursuivi son amélioration.

L'effet sur la valeur financière du capital dépend du degré d'aversion au risque des agents. Si ce coefficient d'aversion au risque est positif, c'est-à-dire si l'agent est fortement adverse au risque, la valeur présente du capital s'accroît en cas de «mauvaises nouvelles».

En effet, cette situation entraîne une baisse du taux d'intérêt futur et donc un déclin de la consommation anticipée qui peut être ici assimilée aux droits futurs que procurent la propriété de ce capital. La valeur actualisée ne peut donc qu'augmenter.

Au contraire, dans le cas d'une faible aversion pour le risque, la valeur actualisée du capital diminue et donc la valeur financière des titres baisse.

Mais dans le cas général, les mauvaises nouvelles sont rares, aussi la valeur du capital augmente à chaque période, compte tenu de l'amélioration du taux de croissance de la consommation anticipée.

Cette phase de boom financier est suivie, en cas de la survenue de mauvaises nouvelles, par une chute de la valeur de ce capital.

A ce moment, la nouvelle technologie commence à se développer et devient suffisamment productive pour que l'ancien capital se retire progressivement. L'économie retrouve, son sentier de croissance initial.

Auparavant, la période de transition suivant le choc négatif s'accompagne, par contre, d'un déclin ou d'un affaiblissement de la croissance de l'économie et donc de la consommation. Elle est donc marquée par la récession pendant laquelle la valeur du capital va progressivement se reconstituer puisque le nouveau capital va graduellement être adopté et développer son potentiel productif.

Boldrine et Levine<sup>907</sup> analysent, de ce point de vue, la «loi de Moore» selon laquelle

<sup>907</sup> Op.Cité P 5.

la vitesse des microprocesseurs double tous les dix-huit mois.

Comme il paraît difficile de considérer que cette progression va se poursuivre sur le long terme, on peut imaginer que la mauvaise nouvelle concernant son inadaptation aura des conséquences financières immédiates.

Par contre, la mise en œuvre d'une nouvelle technologie dans le domaine des microprocesseurs impliquera des délais pour produire et développer ce nouveau capital ainsi que pour l'adapter aux exigences de l'appareil productif. Cette dynamique technologique permet de rendre compte du rythme déployé par le cycle financier et en particulier de l'asymétrie constatée empiriquement entre la phase de boom et la phase de crash.

On peut, d'ailleurs, dans ce cadre théorique étendre la causalité engendrée par le phénomène technologique à d'autres domaines. C'est, en particulier, le cas pour l'adoption de nouvelles règles juridiques ou organisationnelles concernant le marché financier.

De ce point de vue, leur impact sur la modification des fondamentaux peut être assimilé à un événement proche du choc technologique.

Les conséquences de ce type d'analyse sont importantes puisque, dès lors, les mouvements financiers, et en particulier les crashes, peuvent être analysés comme la résultante de modifications essentiellement propres aux fondamentaux<sup>908</sup>.

L'existence d'inefficience de marché ou l'irrationalité du comportement des opérateurs, c'est-à-dire les phénomènes qui pourraient être à l'œuvre dans le développement d'un processus de fragilité financière, ne sont pas, au regard de cette analyse, des données pertinentes pour comprendre les ruptures financières.

C'est ce que confirme Boldrine et Levine en synthétisant le cadre de leur démarche<sup>909</sup> :

**« L'élément clef de ce point de vue est l'idée que ni le boom du marché financier, ni le crash, ni la récession qui suit ne sont mauvais. Ils sont une part de la solution optimum au problème de la maximisation de la valeur présente de la consommation »**

Cependant, à la fin des années 80, la recherche aussi bien empirique que théorique a pourtant limité la portée d'un type d'analyse des marchés exclusivement centrée sur une approche en terme d'efficience informationnelle.

## 2- L'HYPOTHESE DE FRAGILITE DU MARCHE FINANCIER ET L'ANALYSE EMPIRIQUE :

---

<sup>908</sup> Ici interprétés sous leur angle technologique.

<sup>909</sup> Op.Cité P 4. « Key to this point of view is the idea that neither the stock market boom, the stock market crash, nor the recession that follows the crash are bad. Here they are part of the first best solution to the problem of maximizing the present value of utility from consumption. »

Raisonnement en terme de fragilité financière pour analyser les marchés financiers du capitalisme de maturité exige une approche critique du concept d'efficacité sur le plan empirique. Celle-ci peut se déployer dans trois directions relatives aux fondements même du concept.

En premier lieu, il est nécessaire d'interroger la nature de la rationalité des acteurs. Or, de ce point de vue, la recherche expérimentale comme l'analyse économétrique ont contribué à réévaluer ce concept.

La recherche expérimentale met en lumière l'existence d'autres formes de rationalités, appuyées, pour certaines sur des contraintes environnementales et structurelles non prises en compte par la théorie orthodoxe et qui remettent en cause le principe de l'agent représentatif en acceptant un certain niveau d'interaction entre les agents comme l'un des fondements rationnels de l'action.

Ces formes de rationalités sont d'abord à considérer en interrelation avec les différentes formes structurelles des marchés et en particulier celles spécifiques au marché financier.

En second lieu, il apparaît possible de faire émerger l'existence de phénomènes de surréaction du prix par rapport à la valeur fondamentale.

Dans ce cadre, l'écart constaté entre l'évaluation de la valeur fondamentale et de la valeur de marché fonde l'existence d'une relative autonomie entre l'appareil productif et le marché financier qui ne permet plus à la valeur fondamentale de jouer systématiquement le rôle de force de rappel par rapport aux prix.

Enfin, l'interrogation sur la nature de la rationalité et l'existence de phénomène de surréaction peuvent être reliés dès lors que l'on examine l'interaction qui engage les acteurs eux-mêmes à travers un processus mimétique.

A partir de là, le fait de lever, même de manière partielle, l'hypothèse d'efficacité ouvre la possibilité de fonder, sur une base d'abord empirique, une analyse en terme de fragilité financière.

## **2-1- Structure des marchés et rationalité limitée : la démarche expérimentale:**

La méthodologie propre à l'économie expérimentale est un premier outil qui permet de valider l'hypothèse de fragilité des marchés financiers par rapport aux autres types de marché.

L'intérêt de cette démarche réside dans le fait que l'on peut, en concevant un marché expérimental, tester la théorie économique, en particulier celle de l'efficacité informationnelle.

En suivant la méthodologie proposée par Smith<sup>910</sup>, on peut spécifier un marché à partir de trois caractéristiques : son environnement, ses institutions et le comportement des agents. L'environnement définit les éléments constitutifs de l'économie, en particulier les dotations en ressources financières ou technologiques, le nombre des agents et la

---

<sup>910</sup> **Smith.V:** « Microeconomic systems as an experimental Science » American Economic Review. 72. P 923-955. 1982.

qualité de leur information.

Les institutions fonctionnent comme un système de règles: sa spécification la plus courante utilise la «double enchère continue»<sup>911</sup>.

Les vendeurs (ou acheteurs) potentiels peuvent, à tout moment, proposer une offre (d'achat ou de vente) spécifiant le prix et la quantité maximum disponible à l'achat (ou à la vente), sous contrainte que cette offre soit d'un prix supérieur (ou inférieur) à l'offre (d'achat ou de vente) tenant le marché lors de la proposition initiale.

L'ordre est publiquement annoncé et l'échange peut avoir lieu au prix et dans les quantités fixées.

Le comportement des agents est celui de « *l'homo sapiens* » participant à l'expérience puisque aucune hypothèse n'est faite sur son type de rationalité<sup>912</sup>. L'expérimentation consiste à construire une économie, qui sans rien supposer du comportement des agents, dispose d'incitations identiques à celles que spécifient les modèles théoriques (fondés sur « *l'homo economicus* ») qu'il faudra tester.

A partir de là, il devient possible de comparer expérimentalement le fonctionnement des marchés financiers et des marchés non financiers.

Dans ce cadre, on peut analyser l'efficacité des marchés non financiers à l'aide de deux critères. Tout d'abord, grâce à l'efficacité en prix qui indique l'écart entre le prix observé pendant l'expérimentation et le prix théorique en univers parfaitement concurrentiel. Ensuite, à partir de l'efficacité en surplus montrant qu'il n'est pas possible de créer plus de valeur dans les échanges durant la période considérée<sup>913</sup>.

Le résultat des expérimentations présente en règle générale une convergence des prix vers le prix d'équilibre avec une diminution de la variance des prix de période en période. C'est en particulier le cas lorsque l'on cherche à rendre compte de modifications comportementales. Ainsi, la variation des préférences du consommateur produit des cycles dans la demande et l'offre ou bien des chocs aléatoires.

Dans le cas d'un marché de double enchère à équilibre cyclique<sup>914</sup>, les ajustements se font quelle que soit la nature des cycles<sup>915</sup>.

<sup>911</sup> **Smith.V:** « An Experimental Study of Competitive market Behavior ». Journal of Political Economy. Pp 111-137. 1962.

<sup>912</sup> L'expérimentation de marché se donne, en effet, comme projet de comparer les résultats obtenus avec ceux des modèles théoriques fondés sur la rationalité de « *l'homo economicus* ». Cf. **Noussair.C, Ruffieux.B:** « Un enseignement majeur de l'économie expérimentale des marchés : les marchés non financiers et marchés financiers s'opposent en matière d'efficacité ». Revue Economique. P 26. 12 juin 2002.

<sup>913</sup> Un marché efficace en prix dont les agents suivent leurs intérêts propres sera aussi efficace en surplus. Cependant lorsque l'expérience conduit à l'absence de prix unique, l'efficacité en prix n'est pas une condition nécessaire de l'efficacité en surplus. **Noussair.C, Ruffieux.B** Op.Cit. P 9.

<sup>914</sup> L'offre et la demande prennent deux valeurs alternées.

<sup>915</sup> **Williams. A, Smith.V:** "Cyclical Double-auction markets With and Without Speculators" Journal of Business. 57. P1-33. 1984.

La convergence vers un prix d'équilibre peut d'ailleurs avoir lieu sur des marchés ne disposant que de très peu de participants.

Le même résultat peut être obtenu si, abandonnant la double enchère orale continue, on choisit un autre type d'institution, le marché d'offres de vente affichées<sup>916</sup>. Dans ce cas, chaque vendeur propose un couple prix/quantité à chaque période sur le marché indiquant ainsi le prix auquel il souhaite vendre et la quantité maximale offerte.

Cependant, la convergence vers l'équilibre ne s'effectue pas de la même manière. Dans le cas de la double enchère, les prix ont tendance à favoriser le côté à faible surplus<sup>917</sup>, alors qu'avec les prix affichés, au contraire, les prix convergent par le haut quel que soit le partage du surplus.

Ainsi, apparaît un résultat important sur lequel il sera nécessaire de revenir : la nature des institutions que le marché se donne influe de manière notable sur le processus de retour à l'équilibre.

Enfin, la connexion de plusieurs marchés non financiers ne perturbe pas la tendance au retour à l'équilibre malgré l'existence de comportements stratégiques propres à ce type de situation. En définitive, l'analyse expérimentale valide l'idée que<sup>918</sup> :

**«L'efficacité des marchés non financiers, [...] n'apparaît pas comme un cas limite, mais prend l'allure d'une règle générale, robuste et simple à implémenter. Lorsque les conditions deviennent trop sévères, le marché non financier expérimental ne dévie pas brutalement de son équilibre efficace, mais a tendance à s'en éloigner progressivement.»**

En revanche, la recherche expérimentale parvient à des résultats opposés lorsqu'elle interprète les processus de formation du prix sur les marchés financiers.

Dans ce cas, l'efficacité commanderait que le prix corresponde à la valeur fondamentale puisque c'est la seule situation permettant une allocation optimale des ressources.

En effet, à l'inverse, le comportement des agents les orienterait vers la spéculation qui ne favoriserait pas cette allocation optimum vers les actifs dont le prix diverge de la valeur intrinsèque.

On comprend donc que la réalisation de «l'efficacité en prix» soit particulièrement cruciale sur le marché financier et que la capacité à de ceux-ci à dévoiler la valeur fondamentale des actifs soit absolument décisive à la fois pour leur propre équilibre mais aussi pour la bonne orientation des flux de capitaux au niveau macroéconomique.

Or, la recherche expérimentale infirme cette attente. Contrairement au marché des biens et services, le marché financier démontre une incapacité des prix à révéler l'information.

<sup>916</sup> **Fouraker.L.E, Siegel.S:** „Bargaining Behavior“ New York. McGraw Hill. 1963.

<sup>917</sup> Par exemple, si le surplus du consommateur est supérieur à celui du producteur, alors les prix convergent par le haut.

<sup>918</sup> **Noussair.C, Ruffieux.B** op.cit. P 15.

Smith *et al.* mettent en lumière la divergence entre prix et valeur des actifs financiers et l'apparition puis le développement de bulles spéculatives<sup>919</sup>. Plusieurs raisons expliquent ces constats. En particulier, les actifs financiers et non financiers présentent des différences essentielles.

Tout d'abord, les biens et services ont une valeur sur une seule période alors que les titres disposent d'une durée de vie plus importante.

De plus, sur les marchés non financiers, les acteurs ont des positions distinctes (acheteurs ou vendeurs) et réalisent un surplus<sup>920</sup>; la valeur est, du point de vue de l'acheteur, supérieure au coût du producteur.

Au contraire, sur le marché financier, la valeur fondamentale est identique pour tous les opérateurs. Elle ne diverge qu'en fonction du degré d'aversion au risque présenté par les différents acteurs.

En outre, sur le marché financier, la position vendeur ou acheteur de l'opérateur dépend uniquement des anticipations concernant les prix.

D'autre part, à l'issue d'une période, le marché des biens se vide puisque la satisfaction du consommateur atteint son optimum. De manière tout à fait opposée, le marché financier peut poursuivre les échanges de manière infinie.

Enfin, sur le marché des biens, chaque acteur connaît la valeur des produits alors que sur le marché financier, cette valeur est inconnue pour au moins une partie des agents; Une telle hétérogénéité informationnelle peut s'expliquer par l'existence d'initiés disposant d'informations de meilleure qualité sur la valeur des actifs financiers.

Lorsque la recherche réalise des expérimentations avec des acteurs disposant de ces caractéristiques, en particulier, de la double capacité d'acheter et de vendre des titres, il s'ouvre une possibilité de comportement spéculatif.

De manière intéressante, les résultats expérimentaux divergent en fonction de la nature du titre et plus spécifiquement de sa durée de vie.

En ce qui concerne les actifs de courte durée, comme les biens et services, l'information semble être correctement reflétée par le prix.

Dans le cas des actifs à durée de vie d'une période, en présence d'initiés et avec une valeur connue comme identique par tous les acteurs, mais avec une incertitude sur son niveau, le prix converge vers une valeur d'équilibre<sup>921</sup>.

Dans les expériences<sup>922</sup> avec actifs d'une durée de vie de deux ou trois périodes<sup>923</sup>,

<sup>919</sup> **Smith.V, Suchanek.G, Williams. A** : "Bubbles, Crashes, and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Market". *Econometrica*. P 1119-1151. 1988.

<sup>920</sup> Ce surplus ne dépend pas du prix.

<sup>921</sup> **Plott.C, Sunder.S**: "Efficiency of Experimental Security Markets with Insider information: An Application of Rational-Expectations Models". *Journal of Political Economy*. 90(4). P 663-698. 1982.

<sup>922</sup> **Forsythe.R, Palfrey.T, Plott.C**: "Asset Valuation in an Experimental Market" *Econometrica*. 50. P 537-568. 1982.

les agents doivent effectuer un arbitrage inter-temporel en formant des anticipations. Pour cela, ils reçoivent différents types de dividendes à chaque période, si bien qu'ils peuvent espérer des gains spécifiques, ce qui entraîne, de fait, une activité de marché.

Expérimentalement, les prix de la dernière période s'approche d'un prix d'équilibre conforme à celui d'une situation d'anticipations rationnelles<sup>924</sup>.

Par contre, dès lors que l'on augmente le nombre de périodes au-delà de trois<sup>925</sup> avec un dividende identique pour tous les opérateurs et connu de tous, le prix des actifs diverge de la valeur fondamentale et tend à former une bulle.

Ces différentes expérimentations laissent donc émerger l'idée d'une efficacité tout à fait différente entre les marchés financiers et non financiers. En particulier, l'efficacité du marché financier telle qu'elle est définie par la théorie se trouve assez largement remise en cause.

L'économie expérimentale admet comme fondamental le fait que, selon le contexte, l'agent mette en œuvre un certain nombre de dimensions comportementales non prise en compte par la théorie orthodoxe à travers le concept d'homo-economicus. Deux de ces dimensions sont dominantes.

Tout d'abord, dans un certain environnement, l'agent se perçoit comme simple «pricetaker» et ignore les interactions stratégiques avec les autres agents, il se considère en situation atomistique dès lors qu'il se trouve sur un marché concurrentiel.

Le comportement des autres acteurs étant exogène à ses propres comportements, il peut être soumis à l'illusion de liquidité<sup>926</sup>, c'est-à-dire qu'il peut anticiper la liquidité du marché lorsqu'il choisira de vendre.

De plus, toujours en fonction du contexte, l'agent peut se comporter comme un « day trader » et acheter pour revendre en anticipant un gain spéculatif<sup>927</sup>.

Si l'ignorance des interactions stratégiques ne pose pas de problèmes méthodologiques du point de vue de la théorie néo-classique puisque ce comportement correspond à l'hypothèse individualiste de comportement maximisateur, il n'en est pas de même du point de vue de l'économie expérimentale.

L'absence de référence de l'agent aux autres participants provient, ici, des effets de contexte propres à l'environnement expérimental du marché.

Il en résulte, sur le marché financier expérimental, un fonctionnement non efficient.

---

<sup>923</sup> La période de marché est définie comme la période courant entre deux distributions de dividende.

<sup>924</sup> Cette convergence est d'autant plus forte que l'on se trouve en présence de marchés à terme.

<sup>925</sup> Entre 15 et 30. Cf. **Smith.V, Suchanek.G, Williams. A.** Op.Cité.

<sup>926</sup> ce qui le différencie clairement de l'homo economicus.

<sup>927</sup> Ces deux comportements spécifiés en fonction d'un environnement sont nommés par Noussair *et.al*, respectivement « Homo atomus » et « Homo mercans ».

En effet, la recherche du gain spéculatif alimente la divergence entre le prix et la valeur intrinsèque du titre.

Cependant, la non-prise en compte des interactions par les agents contribue à dissimuler le caractère illusoire de la hausse derrière le comportement de preneur de prix atomistique. Cela contribue à la formation d'une illusion de liquidité<sup>928</sup> :

**« Alors que tout consensus sur la possibilité du groupe de réaliser la valeur des stocks au prix du marché en liquidant tous les actifs avant la fin de l'expérience serait illusoire, chacun pense localement qu'il est liquide, c'est-à-dire qu'il pourra écouler son stock d'actifs quand bon lui semblera. [...] Mais dès qu'Homo mercans cherche à obtenir un gain en achetant pour revendre, de faux équilibres sont possibles »**

A partir de là, il devient possible d'expliquer pour quelles raisons le comportement des marchés financiers et non financiers est si différent sur le plan expérimental.

La non prise en compte des interactions stratégiques sur le marché des biens et des services est suffisant pour créer un contexte propice à une atomisticité permettant au marché de converger vers un prix d'équilibre.

Pourtant, le marché financier se différencie radicalement du précédent en ce que les agents sont à la fois acheteurs et vendeurs tout en adoptant la position atomistique de preneurs de prix. Il en résulte la possibilité de divergences entre prix et valeur, ainsi que la possibilité d'équilibres multiples incluant le développement de bulles financières.

De manière symptomatique, le seul cas expérimental où n'apparaît pas de bulles résulte d'hypothèses très restrictives : le groupe est constitué de sujets identiques disposant d'une expérience du marché de deux périodes sur le même type d'actif.

L'apprentissage joue donc ici un rôle primordial dans la convergence des prix vers la valeur intrinsèque. Sa propriété fondamentale réside clairement dans sa capacité à favoriser, chez les agents, des comportements stratégiques prenant en compte les interactions propres au marché à travers de la qualité des signaux émis par le marché.

On peut penser, en effet, que dans le cadre d'un marché entaché d'asymétrie d'information, la structure de ce dernier implique la nécessité pour les vendeurs de signaler la valeur de leur actif aux acheteurs et à ces derniers de parvenir à décoder ce signal.

La capacité du marché à apprendre des prix dépend, de ce point de vue, de la manière dont il est organisé pour éclairer la nature des interactions.

Dans cette perspective, l'expérience menée par Miller et Plott<sup>929</sup> développe un marché à deux actifs de deux qualités différentes<sup>930</sup> connues des seuls vendeurs, les acheteurs ne découvrant la qualité réelle qu'après la transaction.

---

<sup>928</sup> **Noussair.C. Ruffieux.B.** Op.Cité. P 23.

<sup>929</sup> **Miller.RM, Plott.C.R:** « Product Quality Signalling in Experimental Markets ». *Econometrica*. Vol 53. n°4. P 837-872. 1985.

<sup>930</sup> Une faible qualité nommée « regulars » et une haute qualité nommée « supers ».

Les vendeurs peuvent distinguer les actifs de haute qualité par un signal<sup>931</sup> dont le niveau (c'est-à-dire le coût) est supportable relativement à celui des vendeurs d'actifs de mauvaise qualité, pour pouvoir séparer les deux groupes d'actifs.

Les titres sont distribués de manière aléatoire auprès des vendeurs à chaque période, ainsi, les acheteurs ne disposent que du nombre d'étoiles comme signalement de la valeur du titre<sup>932</sup>.

Comme le coût des signaux est relativement faible pour les vendeurs de titres de haute qualité, ces derniers arborent un nombre d'étoiles plus important que les titres de mauvaise qualité.

Cependant, les vendeurs ignorent de quelle manière les acheteurs évaluent les signaux. Aussi, à la fin de chaque période, lorsque la qualité de chaque titre est révélée, les « regulars » et les « supers » sont entourés de couleurs différentes.

Les acheteurs qui constatent la corrélation entre la couleur et la qualité font instantanément le lien entre nombre d'étoiles et qualité.

Ce simple élément structurel permet aux opérateurs un apprentissage du marché dont le résultat est que ce marché expérimental converge rapidement vers un équilibre qui révèle le « vrai » prix des titres.

En l'absence de cette indication, par contre, le marché, plutôt que de converger, passe d'un équilibre instable à un autre, c'est-à-dire qu'il ne parvient pas à définir une allocation efficiente des ressources.

C'est donc bien ici la prise de conscience de l'interaction entre les acteurs à travers le signal émis qui contribue, dans ce cas expérimental, à la tendance vers l'équilibre.

A partir du moment où l'information est imparfaite, locale ou fragmentée, ce processus d'apprentissage peut ne pas aboutir à des choix collectifs favorisant la convergence des prix.

Dans ce cadre, l'agent doit nécessairement adopter une rationalité limitée et procédurale<sup>933</sup> en ce qu'elle s'adapte à la structure organisationnelle d'un marché toujours spécifique et à la nature des asymétries d'information dont celui-ci est toujours porteur.

En définitive, en interprétant le marché comme une émergence d'interactions, l'approche expérimentale introduit une première limitation au caractère universel de l'efficience des marchés financiers.

De manière complémentaire, mais en étudiant cette fois les marchés concrets, l'approche économétrique va mettre également en lumière des « anomalies » corroborant ces premiers résultats.

<sup>931</sup> Un certain nombre d'étoiles. Ce qui correspondrait sur le marché financier aux dividendes distribués. Pour un même niveau de dividende, le coût relatif est évidemment plus élevé pour l'entreprise à faible efficacité.

<sup>932</sup> Les acheteurs ignorent qu'il s'agit d'un signal.

<sup>933</sup> **Simon. A. Herbert:** « Rationality as Process and as Product of Thoughts » American Economic Review. May 1978. P 1-16.

### 2-2- L'hypothèse d'efficience des marchés financiers face à l'analyse empirique et la mise en évidence du phénomène de surréaction:

Du point de vue empirique, l'hypothèse d'efficience et les prédictions essentielles de la théorie de l'efficience peuvent être interrogées à la lumière d'études empiriques récentes.

Le premier résultat obtenu par l'hypothèse d'efficience concerne, on le sait, le prix des actifs. Celui-ci doit fluctuer, de manière aléatoire, de période en période, en réponse à la composante non anticipée de l'information disponible de telle manière que le retour total sur actif excède le retour sur actif sans risque du montant correspondant au niveau de risque choisi.

Or, sur courte période<sup>934</sup>, le retour moyen observé sur la période précédente accroît la probabilité de prévoir le retour moyen sur la période suivante.

Ainsi, l'étude de Lo et MacKinlay<sup>935</sup> basée sur un test de variance montre que le modèle de marche au hasard n'est pas généralement consistant avec le comportement stochastique des retours hebdomadaires, en particulier dans le cas des petites capitalisations.

Ils mettent en évidence, en particulier, l'existence d'une corrélation positive pour les périodes hebdomadaires et mensuelles<sup>936</sup> impliquant que 30% de la variation est prédictible à partir de la période précédente<sup>937</sup>.

Dans le même ordre d'idée, Jegadeesh et Titman<sup>938</sup> peuvent illustrer les résultats d'une stratégie basée sur un principe de sélection simple.

Les actions américaines sont classées relativement à leur performance historique. Puis des portefeuilles de titres sont constitués en fonction du niveau de ces performances tout en réorganisant périodiquement les portefeuilles en fonction des principes évoqués plus hauts. Les performances effectives des portefeuilles dépendent alors des performances historiques.

L'hypothèse d'efficience postule, d'autre part, que toute nouvelle information est

<sup>934</sup> C'est-à-dire des intervalles quotidiens, hebdomadaires et mensuels.

<sup>935</sup> **Lo.A.W, MacKinlay.A.C:** "Stock Market do not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test". The Review of Financial Studies. Vol 1. Number 1. pp 41-66. 1988.

<sup>936</sup> Dans leur étude concernant les retours de long terme, Fama et French font apparaître une corrélation négative induisant une prédictibilité de 25 à 40%. Cf. **Fama.E, French.K:** "Permanent and Temporary Components of Stocks Prices" Working Paper 178. Center for Research on Security Prices. University of Chicago. Journal of Political Economy. 1987.

<sup>937</sup> Op.Cité P 42.

<sup>938</sup> **Jegadeesh.N, Titman.S :** "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency» Journal of Finance, March 1993. In **Boillat.P.Y, De Skowronski. N, Tuchmid.N.S:** "Stratégie Cluster-Momentum: L'exemple du Marché Américain des Actions. Les Cahiers de la Finance. BCV. Décembre 2001.

instantanément incorporée dans le prix de l'actif. Les études empiriques valident généralement ce comportement du marché en ce qui concerne les événements majeurs<sup>939</sup> comme les prises de contrôle ou la politique de distribution de dividende.

Cependant, dans d'autres cas, le prix des titres ne s'ajuste pas immédiatement à une nouvelle information. Cela apparaît, par exemple, en ce qui concerne les déclarations de profits des firmes. En moyenne, le prix poursuit sa hausse (baisse) après l'annonce d'un profit non anticipé fort (faible)<sup>940</sup>.

Etudiant, sur cinq ans, le cas de neuf entreprises françaises de moyenne capitalisation, Lardic et Mignon<sup>941</sup> observent ainsi l'influence d'une information concernant la rentabilité de l'entreprise « juste avant » et « juste après ».

Il résulte de ce test que certaines informations n'ont pas été correctement anticipées, ce qui implique des conséquences certaines sur les cours.

Les premières études économétriques s'étaient, avant tout, penchées sur les événements anticipés. Dans ce cas, l'information paraissait s'intégrer de manière extrêmement rapide aux prix courants.

Dés lors que l'on choisit de tester l'impact des informations non anticipées, les résultats empiriques s'avèrent pourtant différents. L'analyse menée par Brooks et al.<sup>942</sup> sur les transactions journalières du NYSE entre 1989 et 1992 permet de montrer que le temps nécessaire pour la réponse du marché à ce type d'information est beaucoup plus long.

De manière significative d'ailleurs, il apparaît que les événements non anticipés rendus publics pendant une période de fermeture du marché, se voient immédiatement absorbés par le prix dès la reprise de l'activité, alors que les événements se produisant pendant la cotation demande un temps de battement pour produire un effet sur le cours<sup>943</sup>.

Une période apparaît donc nécessaire pour formuler l'impact de l'information. On peut interpréter cet écart de temps comme le moment utilisé par les traders pour établir l'existence et le niveau des différences d'opinions sur le marché et pour réagir en conséquence.

Il semble que la thèse la plus contestée demeure, cependant, celle qui considère le prix comme le reflet de la valeur intrinsèque de l'actif.

Dans cette situation, chaque mouvement ne peut alors être interprété que comme

---

<sup>939</sup> **Fama.E.F.**: "Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work" Journal of Finance. Vol.25, N°2, P 383-417. 1970.

<sup>940</sup> **Chan.L., Jegadeesh.N., Lakonishok.J.**: "Momentum Strategies" Journal of Finance, 51(5). Pp 1681-1713. 1996.

<sup>941</sup> **LardicS., Mignon.V.**: "Analyse intraquotidienne de l'impact des "news" sur le marché boursier français". JEL : G14. p 27.

<sup>942</sup> **Brooks.R.M., Patel.A., Sue.T.**: "The Market's Response to Unanticipated Events". Septembre 1998. P 30.

<sup>943</sup> Entre huit et dix minutes selon le type de titre. **Brooks et al.**, op cité p 12.

résultant d'une modification relative aux fondamentaux de l'économie.

Il ne saurait donc y avoir, du moins sur le long terme, de situation suggérant un écart persistant entre prix et valeur.

Remettre en cause cette analyse, sur le plan empirique, présente, évidemment, d'importantes difficultés, sur le plan méthodologique, car l'existence d'un écart positif ou négatif du cours à la valeur fondamentale, c'est-à-dire d'une réaction du marché disproportionnée par rapport à la nature de l'information, peut être, lorsqu'il est graduel, assimilé au comportement du prix propre à celui d'un marché efficient sur lequel le prix absorbe correctement l'information.

Cependant, de nombreuses « anomalies » de marché ont pourtant pu être mises en évidence. Le phénomène le plus symptomatique dans ce domaine est celui de la surréaction, laquelle indique que les titres ayant eu les performances les plus faibles dans la période passée ont des performances supérieures sur les périodes suivantes et inversement.

Cette approche en terme de surréaction s'appuie sur la constatation d'autocorrélations multi-périodiques des rentabilités<sup>944</sup>. En violation de la règle de Bayes, les agents ont tendance à sur-réagir aux événements imprévus et dramatiques.

Il résulte de ce type de comportement la possibilité de mettre en œuvre des stratégies d'arbitrage<sup>945</sup> fondées sur la dépendance négative des rentabilités ce qui contrevient évidemment aux principes mêmes de l'efficience.

Dans cette même optique, l'analyse de De Bondt et Thaler<sup>946</sup> s'efforce donc de montrer que la mise en lumière d'un phénomène de surréaction peut s'avérer prédictive puisqu'elle s'appuie sur deux hypothèses<sup>947</sup> :

Des mouvements extrêmes devront être suivis d'un mouvement des prix dans le sens inverse.

Plus le mouvement des prix est important, plus le sera également l'ajustement.

Lorsqu'il s'agit de tester l'efficience du marché, on constitue des portefeuilles en fonction d'informations affectant les titres constituant ces portefeuilles, en particulier les annonces de gains. On compare ensuite le retour estimé du portefeuille avec la valeur d'équilibre du rendement du portefeuille évalué grâce au modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF ou CAPM).

---

<sup>944</sup> **Fama.E, French.K:** "Permanent and temporary Components of Stocks Prices" Working Paper 178. Center for Research on Security Prices. University of Chicago. Journal of Political Economy. 1987.

<sup>945</sup> Sur le marché financier français voir **Mai.HM :** « Sur-réaction sur le marché français des actions au Règlement Mensuel » Cereg. Paris-Dauphine. Finance. Volume 16. n°1. 1995. P 27.

<sup>946</sup> **De Bondt.W.F.M, Thaler.R:** "Does the Stock market Overreact ?" Journal of Finance Volume 40. Issue 3. Papers and Proceeding of the Forty-third Annual Meeting American Finance association. Dallas. Texas. December 28-30 1984. p 793-805.

<sup>947</sup> Op.cité P 794.

Si le solde est significativement proche de zéro, cela valide l'efficacité du marché (sous sa forme semi-forte). Dans le cas inverse, ce résultat est considéré comme provenant d'une mauvaise spécification du MEDAF ou d'une inefficience du marché.

De Bondt et Thaler considèrent que l'écart non nul dans la période suivant la formation du portefeuille correspond à un écart non nul dans la période précédant cette formation.

Ils constituent deux portefeuilles, l'un gagnant (W), l'autre perdant (L), formés à partir des résultats extrêmes de la période précédente et non en fonction d'une variable informationnelle révélée après la formation des portefeuilles. Si l'on admet la condition d'efficacité du marché sous la forme suivante :

Où correspond à l'estimation du retour résiduel estimé, représente l'ensemble d'information en  $t-1$  et le retour sur le titre  $j$  au temps  $t$ . L'hypothèse de sur-réaction suppose donc que :

Afin de former les deux portefeuilles, les deux auteurs vont utiliser les retours mensuels obtenus à partir des données du NYSE de janvier 1926 à décembre 1982. Les résultats empiriques obtenus valident l'hypothèse de sur-réaction dans des domaines essentiels.

Tout d'abord, les « portefeuilles perdants » sur-performent le marché en moyenne de 19.6%, 36 mois après leur formation. De l'autre côté, les « portefeuilles gagnants » sous-performent de 5% le marché.

D'autre part, la surréaction s'avère asymétrique : elle produit un mouvement plus ample pour les portefeuilles perdants que pour les portefeuilles gagnants. Le bêta <sup>948</sup> moyen des titres gagnants est systématiquement plus important que celui des titres perdants.

Cette « anomalie » que constitue le phénomène de sur-réaction doit être maintenant liée à deux autres phénomènes non pris en compte par la théorie de l'efficacité et qui pourraient être mis en relation avec ce dernier phénomène pour contribuer à réinterpréter le concept de rationalité du marché financier afin de mettre en lumière le caractère structurel de sa fragilité.

En premier lieu, certaines informations sans lien rationnel apparent avec la valeur des titres semblent pourtant posséder un pouvoir prédictif sur l'évolution de ces titres. En outre, l'hypothèse du mimétisme semble pouvoir être défendue à l'encontre d'une démarche privilégiant le comportement efficace de l'agent représentatif sur le plan informationnel.

### **2-3- Prophéties auto réalisatrices et mimétisme des acteurs :**

La réalité de la surréaction, c'est-à-dire, la possibilité d'un écart durable entre la valeur intrinsèque et le prix de marché implique une rationalité des acteurs non prise en compte par la théorie de l'efficacité.

<sup>948</sup> □ exprime l'influence du marché sur le cours de l'action et correspond au risque systématique.

Or, le postulat de l'agent représentatif, qui empêche la théorie orthodoxe d'interpréter les marchés financiers comme des lieux d'interaction stratégique, est battu en brèche par la mise en évidence économétrique du phénomène de «herding» comme composante essentielle de ce type de marché.

L'analyse des éléments essentiels de cette forme alternative de rationalité est une étape importante pour fonder de manière structurée, l'hypothèse de fragilité financière du marché à l'époque du capitalisme de maturité.

En effet, le phénomène de surréaction pourrait être le résultat d'un comportement « irrationnel » des agents qui les incitent à surestimer ou sous-estimer certains risques liés à certains états de nature. Mais, on peut penser que dans cette occurrence, l'apprentissage du marché réduirait ce type de situation et limiterait pour les étapes suivantes ce processus conduisant à l'écart constaté.

Cependant, une autre hypothèse, ne remettant pas en cause la rationalité de l'action, peut être adoptée. On peut, en effet, considérer comme rationnel le fait d'interpréter les signaux présents et passés émis par les autres acteurs se situant dans une position identique.

Interpréter les signaux passés peut alors conduire à des processus d'autovalidation adoptant la forme de la prophétie auto-réalisatrice. Interpréter les signaux présents peut conduire les agents à la mise en œuvre d'une rationalité mimétique.

Dans les deux cas, ces interprétations fournissent des explications plausibles au phénomène de surréaction sans recourir à l'hypothèse d'irrationalité de l'action individuelle<sup>949</sup>. Dans les deux cas également, on trouve à l'œuvre un processus d'imitation. Celui-ci porte simplement sur un objet différent.

Dans le cas de l'autovalidation, il s'agit essentiellement d'imiter des comportements collectifs passés en induisant de ceux-ci la production de croyances collectives suffisamment fortes pour qu'elles orientent de manière décisive le marché actuel.

Pour ce qui concerne le mimétisme l'hypothèse est semblable : L'objet de l'imitation est simplement constitué par les autres sujets imitant, selon un processus semblable à celui du « *beauty contest* ».

De nombreux travaux empiriques récents ont mis en lumière le rôle d'une information récurrente sur le comportement des acteurs du marché financier, alors même que cette information ne présente aucun lien « rationnel » avec l'activité économique et financière.

Le phénomène est d'autant plus notable qu'il peut porter aussi bien sur des activités humaines que sur des phénomènes naturels.

En matière d'activité humaine, l'un des exemples les plus curieux provient de la corrélation constatée entre des résultats sportifs annuels et leur influence supposée sur l'évolution du cours des titres du marché financier.

L'exemple le plus documenté concerne, à ce propos, les résultats du « Super Bowl »

---

<sup>949</sup> Sans pour autant nier l'existence de cette irrationalité : Elle n'est simplement pas absolument nécessaire à la compréhension de la fragilité financière.

<sup>950</sup> . L'analyse économétrique académique met en lumière le fait que ce résultat aurait un caractère prédictif de la variation des cours sur le marché américain <sup>951</sup> .

En considérant les deux événements « victoire de la NFC » et « victoire de l'AFC » puis les variations en moyenne sur l'année (ainsi que pour le jour ouvré suivant l'événement ) de deux benchmark <sup>952</sup> , on constate que ces derniers ont augmenté en moyenne annuelle de 15,1% et 15,6% après une victoire de la NFC et qu'ils ont baissé, en moyenne annuelle également, de 8,6% et 6,4% dans le cas inverse <sup>953</sup> .

Les travaux de C.Morel <sup>954</sup> , tout en limitant les résultats précédents, n'en infirment pas la portée. Afin d'évaluer le caractère significatif de ces moyennes, celui-ci s'appuie sur l'analyse de Krueger et Kennedy qui ont effectué des tests de comparaison à 0 en calculant la statistique <sup>955</sup> :

Ils comparent ensuite cette statistique à une statistique de Student (compte tenu du nombre peu élevé d'observations). L'évaluation s'avère positive :

**Document I : Variations des indices DJI et S&P500 en fonction de la ligue gagnante**

	NFC	t-stat	AFC	t-stat
DJI de l'année	15.07% (11.39%)	6.48%	-8.58% (13.92%)	1.74
DJI du lundi ouvré suivant	0.19% (0.84%)	1.11	-0.43% (0.63%)	1.93
S&P500 de l'année	15.58% (11.13%)	6.86	-6.44% (16.57%)	1.10
S&P500 du lundi ouvré suivant	0.19% (0.70%)	1.33	-0.53% (0.45%)	3.33

En parenthèse figure l'écart type de l'estimation. Cf. ; Morel.C : op. cité P 6.

On doit cependant réfléchir sur le caractère significatif de la différence observée des moyennes. Une victoire de la NFC pourrait simplement indiquer une rentabilité absolue supérieure (positive ou négative) à celle observée lorsque l'équipe AFC gagne.

A partir du test de la différence de deux moyennes <sup>956</sup> , on constate une rentabilité

<sup>950</sup> Événement sportif américain, opposant en finale les vainqueurs de chacune des deux ligues de football, la NFC et l'AFC.

<sup>951</sup> **Krueger.T.M, Kennedy.W.F:** « An Examination of the Super Bowl Stock Market Predictor » The Journal of Finance. XLV. 691-697. 1990.

<sup>952</sup> Ici, le Dow Jones et le S&P 500.

<sup>953</sup> Le lundi ouvré suivant la finale, les chiffres sont respectivement +0,19% et +0,43% ; -0,53% et -0,54%.

<sup>954</sup> **Morel.C:** « L'anomalie du Super Bowl et le comportement rationnel des investisseurs » Direction de la Prévision et Université de Paris-Dauphine. Octobre 1999. P 13.

<sup>955</sup> Où représente la variation moyenne de l'indice après la victoire de l'équipe I, l'écart type de la variation et le nombre de victoires remportées par I.

significativement supérieure quand l'équipe NFC gagne pour l'année boursière comme pour le jour ouvré suivant. Le test de Wilcoxon permet en outre de valider l'hypothèse d'identité de distribution des deux populations sur laquelle est fondé le test précédent.

Les conclusions précédentes sont ainsi confirmées comme l'indique le tableau suivant :

**Tests d'égalité et de Wilcoxon**

	Test de la différence de deux moyennes	Test de Wilcoxon
DJI de l'année	4.35	1
DJI du lundi ouvré suivant	2.21	1
S&P500 de l'année	3.50	1
S&P du lundi ouvré suivant	3.37	1
Significatif au risque d'erreur de 5%. Test =1 : la probabilité est de 95% pour que la distribution des probabilités lorsqu'une équipe de la NFC emporte le Super Bowl soit différente de celle correspondant à une victoire AFC. Cf. Morel.C op. cité p 8.		

Renouvelant l'analyse à l'occasion de la modification de la composition des ligues après 1970, C.Morel limite quelque peu ses premiers résultats sans pour autant en changer l'essentiel, c'est-à-dire établir le caractère clairement prédictif des résultats sportifs sur les cours boursiers.

Il paraît pourtant évident que n'existe pas de relation directe entre les deux éléments d'une corrélation pourtant mise en lumière. Pour autant, une interprétation rationnelle peut être menée. A partir du moment où un nombre suffisant d'opérateurs adaptent leurs comportements à ce type de résultats, parce que la corrélation établie au cours des périodes précédentes a pu être validée empiriquement, alors les anticipations, fondées sur cette imitation des comportements passés, pourront devenir autoréalisatrices.

En ce sens, l'adaptation est donc parfaitement rationnelle puisqu'elle se fonde sur un ensemble d'information disponible incluant à la fois la connaissance d'une corrélation entre les résultats sportifs et l'évolution des cours mais aussi la connaissance du comportement d'imitation passé propre aux acteurs de ce marché.

Ce type d'anomalie relève souvent -mais probablement pas toujours- d'une agrégation de comportement à la fois rationnelle et mimétique.

Ainsi les travaux de Hirshleifer et Shumway<sup>957</sup> mettent en évidence sur le plan économétrique, pour 86 pays, de 1982 à 1997, l'existence d'une corrélation entre le rendement journalier du NYSE et le degré d'ensoleillement<sup>958</sup>.

<sup>956</sup> Dont la statistique de test est :

<sup>957</sup> **Hirshleifer.D, Shumway.T:** « Good Day Sunshine; Stock Returns and the Weather" University of Michigan P35. 2001.

<sup>958</sup> Le même type d'observation a pu être effectué pour les mouvements lunaires sur 100 ans et 24 pays. Cf. **Dichev.I.D, Janes.T.D:** « Lunar effect on Stock Returns » University of Michigan Business School. JEL G12-G14. Working Paper. Septembre 2001. P 48.

L'explication de ces « anomalies » peut s'effectuer dans le cadre de la finance comportementaliste à travers des facteurs psychologiques ne relevant pas de la rationalité individuelle stricto sensu, mais plutôt au fait que comme l'exprime plaisamment A.Orléan<sup>959</sup> :

**« Le soleil rend de bonne humeur et le fait d'être de bonne humeur perturbe le sens critique. Ainsi les investisseurs ont-ils tendance à imputer aux événements extérieurs l'optimisme qu'à leur insu leur insuffle le soleil »**

La rationalité n'est cependant pas nécessairement absente de ce type d'« anomalie » en ce sens qu'à partir du moment où elle joue comme un signal invitant l'investisseur rationnel à imiter les autres acteurs dont il connaît le comportement face à cette occurrence, la surréaction qui en résulte, comporte bel et bien une dimension rationnelle.

En tout état de cause, l'aspect non rationnel demeure bien présent. Il n'est cependant pas utile pour fonder l'hypothèse de fragilité financière de marché. Tout au plus, peut-il renforcer (ou minimiser) cette dernière.

L'irrationalité peut être parfois une condition suffisante à l'apparition de ce type de fragilité, elle ne saurait être vue comme une condition nécessaire puisque l'existence d'une rationalité limitée suffit à la faire émerger<sup>960</sup>.

Par contre, l'existence d'un mimétisme dont nous avons fait l'hypothèse en développant l'analyse du « Super Bowl » doit être démontrée car la rationalité de ce comportement pourrait être à la racine de la fragilité financière de marché propre au capitalisme de maturité.

Tester l'existence du mimétique sur le marché signifie montrer qu'il existe un comportement évident chez les investisseurs consistant à copier les actes supposés de leurs semblables si bien que l'investisseur rationnel suspend sa référence à une information privée pour imiter l'action des autres investisseurs<sup>961</sup>.

Il paraît donc inévitable que dans des périodes de stress financier, les acteurs orientent leurs croyances en faveur de celles qui semblent dominer le marché plus que dans les croyances individuelles fondant auparavant leur choix<sup>962</sup>.

Il en résulte que, dans ces périodes, on devrait assister à une plus faible dispersion des retours sur titres à partir du moment où les acteurs (ou une partie notable d'entre eux) font le même type d'anticipations.

Cette hypothèse doit être considérée, bien entendu, comme contradictoire avec la précédente effectuée dans le cadre d'une analyse en terme d'efficience<sup>963</sup>.

<sup>959</sup> **Orléan.A** : « De l'influence de la météo sur la bourse » Libération. Novembre 2001.

<sup>960</sup> Pour cette raison, ce thème ne sera pas abordé en tant que tel dans ce chapitre.

<sup>961</sup> **Bikchandani.S, Sharma.S**: "Herd Behavior in Financial Markets: A Review" IMF. Working Paper n°00/08. Washington. 2000.

<sup>962</sup> Parce que cette nouvelle procédure de choix est financièrement plus rentable. Ne pas acheter alors que la hausse quotidienne est significative, c'est renoncer à l'opportunité d'un gain, même si chacun sait que le marché va se retourner. Ce qui compte, ce ne sont pas tant les anticipations individuelles, mais le fait qu'il est connaissance commune que les anticipations restent haussières.

En effet, dans ce cas, la période de stress s'accompagne d'une plus grande dispersion des retours compte tenu des différences en matière de comportement face au risque. Cette dispersion peut être approximée par son écart type <sup>964</sup> :

$$\sigma =$$

Où  $n$  est le nombre de firmes, le retour sur titres de la firme  $j$  au temps  $t$  et le retour moyen pour les  $n$  firmes au temps  $t$ . De plus, le comportement de cette mesure de dispersion peut être inféré d'une estimation de l'équation de régression linéaire suivante <sup>965</sup> :

$$\sigma =$$

représente l'erreur idiosyncrasique. L'erreur idiosyncrasique spécifique à la firme  $i$  dans la branche peut donc s'écrire c'est-à-dire que le terme d'erreur est proportionnel au niveau du retour <sup>966</sup> et donc . La variance de peut être estimée par :

L'analyse utilise les données du NYSE de Juillet 1962 à Décembre 1988. Les résultats obtenus par les auteurs laissent apparaître des coefficients  $\beta$  systématiquement négatifs indiquant ainsi un très faible niveau de dispersion des retours sur titres en période de stress financier.

Cela plaide évidemment en faveur de la présomption d'existence d'un phénomène de mimétisme parmi les acteurs du marché financier.

### Document III - Extraits du tableau des coefficients de régression

<sup>963</sup> Cf. Paragraphe I.

<sup>964</sup> **Demirer, R., Lien, D.** « A New Measure to Test Herd Formation in Equity Markets » School of Business Working Paper N°290. Department of Economics. University of Kansas. P 29. January 2001.

<sup>965</sup> Où selon que le retour est ou n'est pas dans les 1 ou 5% les plus faibles de la distribution et selon que le retour est ou n'est pas dans les 1 ou 5% les plus élevés de la distribution.

<sup>966</sup> Avec représentant l'erreur idiosyncrasique moyenne ajustée.

**TROISIEME PARTIE DUALITE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LE CAPITALISME  
PRODUCTIF DE MATURITE**

	Retour de marché dans les 1% supérieur et inférieur de la distribution			Retour de marché dans les 5% supérieur et inférieur de la distribution		
Industries	□	□I	□□	□	□I	□□
Toutes industries	33.28	-28.88 (0.56)	-20.52 (0.39)	35.93	-32.39 (-1.36)	30.74 (-1.28)
Pétrole	92.60	-88.90 (-0.13)	82.8 (-0.12)	100.26	-97.10 (-0.31)	90.80 (-0.29)
Finance	32.34	-30.21 (-0.33)	28.24 (-0.32)	34.65	-28.29 (-0.68)	29.65 (-0.72)
Consommation durable	25.53	-23.25 (-0.63)	22.32 (-0.62)	27.46	-24.38 (-1.47)	23.37 (-1.41)
Industries de base	29.99	-27.95 (-0.30)	27.37 (-0.30)	32.35	-28.78 (-0.69)	29.56 (-0.71)
Alimentation	21.63	-17.53 (-0.88)	18.96 (-0.98)	23.21	-18.86 (-2.10)	20.12 (-2.25)
Construction	14.22	-12.68 (-0.88)	11.51 (-0.82)	14.98	-10.74 (-1.65)	9.43 (-1.45)
Demirer.R, Lien D : <b>op. cité p 24.</b>						

Au total, l'analyse empirique des fluctuations des marchés financiers du capitalisme mature laisse donc apparaître tant sur le plan expérimental que sur le plan économétrique la présence de phénomènes difficilement explicables avec la seule théorie de l'efficience.

L'analyse théorique permet d'envisager les phénomènes précédemment évoqués sous l'angle de la fragilité financière. Il est cependant impérieux de cerner auparavant les effets concrets de cette fragilité financière.

En effet, la fragilité financière reste, à ce stade de la réflexion, essentiellement conceptuelle. L'appréhender demande, dans un premier temps d'explicitier la nature de ces conséquences afin d'avancer progressivement vers le processus causal qui en est à l'origine et d'en définir les contours.

La matérialisation la plus évidente de cette fragilité financière à l'époque du capitalisme mature est incontestablement représentée par le développement des bulles financières. Définir celles-ci implique nécessairement de réfléchir sur leur nature au regard de la rationalité du comportement des acteurs.

Le parti pris choisi ici sera celui d'interpréter le développement de la bulle comme résultant prioritairement de l'agrégation de comportements rationnels. Il ne s'agit pas d'ignorer le fait, très largement documenté<sup>967</sup>, de l'existence d'une composante irrationnelle en œuvre dans les bulles depuis les plus anciennes. Cependant, cette composante n'est pas déterminante dans la genèse des crises financières, même si elle peut suffire à engager certains de leurs processus.

Sans cette présence, la rationalité<sup>968</sup> des acteurs se déploie et engage, par effet

<sup>967</sup> L'œuvre de C.P.Kindleberger en constitue la ressource la plus importante. **Kindleberger.C.P.**: „Manias, Panics and Crashes“ Basic Books. New York. P 251. 1978.

<sup>968</sup> **Même s'il paraît nécessaire d'en adopter une expression limitée au sens de H.Simon.**

de composition des états de fragilité de marché pouvant s'orienter vers des processus de bulles financières. Autrement dit :

**« Lorsque le taux d'intérêt, le taux de croissance et la prime de risque varient de façon aléatoire, tout en étant reliés entre eux, l'équation de la valeur fondamentale d'une action montre qu'il n'est pas nécessaire d'introduire l'irrationnel pour expliquer les fluctuations des cours boursiers. La démesure des variations à court terme est alors la conséquence inéluctable d'un système économique fondé sur l'évaluation de la valeur fondamentale par la somme actualisée des dividendes futurs »**<sup>969</sup>

La possibilité de telles bulles financières sous contrainte de rationalité des acteurs a été démontrée par l'article fondateur de Blanchard et Watson<sup>970</sup>.

En partant d'un ensemble d'information commun aux acteurs () impliquant que ceux-ci forment la même anticipation du rendement de l'actif, les deux auteurs définissent, classiquement, les conditions d'arbitrage du marché de la manière suivante<sup>971</sup> :

Sous l'hypothèse d'information rationnelle, la solution exprimant  $p_t^*$ , la valeur présente des dividendes anticipés, c'est-à-dire la valeur fondamentale de l'actif peut s'écrire de la manière suivante<sup>972</sup> :

La solution générale s'exprime donc :

Le prix de l'actif peut s'écarter de la valeur fondamentale sans que soit, pour autant, remise en cause les conditions d'arbitrage propre à un marché efficient.

Plusieurs types de bulles peuvent alors être mis en évidence sur le plan théorique où certains processus d'évolution des prix deviennent parfaitement indépendants de l'état de la valeur intrinsèque du titre.

C'est le cas des bulles déterministes<sup>973</sup> pour lesquelles l'écart entre prix et valeur s'accroît de manière exponentielle. C'est également le cas des bulles stochastiques où ct s'exprime de manière probabiliste indiquant l'éventualité de poursuite ou d'effondrement de celles-ci.

D'autres processus peuvent être mis en évidence, impliquant un développement concomitant du prix et de la valeur<sup>974</sup>, où cette dernière joue un rôle causal à travers la

<sup>969</sup> **Zajdenweber Daniel** : « *Economies des Extrêmes* ». *Nouvelles Bibliothèque Scientifique. Flammarion. P 171. 2000.*  
*Cette démarche n'invalide pas le concept d'efficience ; elle n'invalide pas non plus la possibilité de comportements mimétiques.*

<sup>970</sup> **Blanchard.O.J, Watson.M.W** : « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers » *Annales de l'INSEE. N°54. P 79 à 99. 1984.*

<sup>971</sup> Où  $p_t$  est le cours de l'actif,  $x_t$  le dividende de l'actif et  $r$  le taux d'intérêt de court terme..

<sup>972</sup> Qui correspond à la solution particulière de l'équation précédente.

<sup>973</sup> Avec une déviation .

somme actualisée des dividendes.

Cette dernière hypothèse met en lumière l'existence possible de bulles négatives. En effet, dans le développement précédent, la bulle accroît simplement le prix d'équilibre de l'actif<sup>975</sup>. Cependant, si les dividendes sont influencés par l'existence d'une bulle, la valeur fondamentale dépend aussi de la présence de cette bulle.

Ainsi, P.Weil<sup>976</sup> examine le cas où la présence d'une bulle est susceptible d'élever les taux d'intérêt, et provoque donc une réduction de la valeur fondamentale si bien que malgré l'existence de la bulle rationnelle positive, une baisse du prix d'équilibre de l'actif peut se produire.

Dans ce cas, le caractère causal des déterminants fondamentaux de l'actif peut permettre de rendre compte sur le plan théorique de la surréaction du prix d'équilibre et de leur forte volatilité par rapport aux dividendes.

Le concept de bulles rationnelles intrinsèques<sup>977</sup> explique ce type de phénomène. Sur le marché des actions, les dividendes suivent une marche aléatoire. Il en résulte une variation de la valeur fondamentale qui entraîne une surréaction du prix du titre compte tenu du terme de bulle contribuant à amplifier le processus.

L'intérêt des modèles précédents est bien d'illustrer la possibilité de maintenir le postulat de rationalité de l'acteur tout en justifiant l'existence d'écart entre prix et valeur à travers l'expression d'équilibres multiples.

En ce sens, ils s'écartent des modèles de marché efficient -stricto sensu- puisque dans le cadre de ces derniers, les acteurs, étant supposés rationnels, arbitrent en permanence entre les actifs présents sur le marché pour réaliser l'agencement optimum entre rendement et risque en tenant compte de l'information disponible. Cette situation exclut donc l'apparition de bulle<sup>978</sup>.

A l'origine, les modèles de bulles rationnelles fondent simplement la possibilité de ce phénomène et les conditions sous lesquelles ils peuvent se former<sup>979</sup>.

<sup>974</sup> De type.

<sup>975</sup> La bulle négative n'est donc pas envisagée dès lors que l'actif peut être éliminé sans coût c'est-à-dire pour un prix nul et donc non négatif.

<sup>976</sup> **Weil.P:** « On the Possibility of Price Decreasing Bubbles » *Econometrica*. 1990.

<sup>977</sup> **Froot.K.A, Obsfeld.M:** "Intrinsic Bubbles: The case of Stock Prices" *The American Economic Review*. Vol.81, n°5; PP 1189-1214. December 1991.

<sup>978</sup> Un marché efficient peut, bien sûr, se tromper puisque l'information disponible sur la valeur fondamentale est toujours incomplète. Il est simplement efficient au sens où il se révèle apte à traiter rationnellement cette information afin de former ses anticipations.

<sup>979</sup> **L'objet de la recherche n'est donc pas d'en indiquer les causes ou même les mécanismes. Cf. Blanchard.O.J, Watson.M.W: Op. Cité P 1.**

La possibilité d'une bulle sur le marché financier implique, en outre, une double condition ; Tout d'abord, les quantités de l'actif immédiatement disponibles doivent être limitées<sup>980</sup>. Ensuite, l'actif ne doit pas être immédiatement substituable à d'autres.

Si l'on considère la première condition, elle semble vérifiée : en effet, les quantités d'actifs émises par les entreprises sont évidemment limitées par leurs besoins de financement.

Si l'on prend le cas des Etats-Unis, entre 1985 et 1998, les émissions nettes d'actions ont même été négatives pendant onze ans et positives pendant seulement deux ans. Le solde est fréquemment neutre si l'on considère, comparativement à l'émission, le rachat des actions par l'entreprise elle-même<sup>981</sup>.

La seconde condition est plus difficilement acceptable, si l'on admet les conditions d'efficience. Le fait que le marché favorise la substitution entre actifs portant le même risque rend le processus de bulle peu envisageable dès lors que la possibilité d'arbitrage reste ouverte.

Elle resterait possible à partir du moment où elle engage l'ensemble des titres du marché. Cependant, l'existence d'une classe d'actif sans risque<sup>982</sup> en laissant ouverte la possibilité d'arbitrage rend cette hypothèse apparemment inopérante.

La condition d'une telle situation implique, cependant, du point de vue des mécanismes d'arbitrage, le fait que les opérateurs disposent gratuitement d'une évaluation précise de la valeur fondamentale des titres et d'autre part que leur évaluation s'effectue indépendamment de celles des autres intervenants sur le marché.

Or, admettre l'existence de bulles rationnelles implique, en réalité, l'idée que les acteurs continuent, certes, de former une évaluation de la valeur fondamentale en fonction de l'information disponible, mais cela implique, pourtant, aussi, nécessairement, la capacité pour ces acteurs d'acquérir l'information d'une manière non appréhendée par la pensée orthodoxe.

La question de la nature de l'information et de son acquisition est donc centrale si l'on veut fonder rigoureusement une approche en terme de fragilité financière sans obligatoirement lever l'hypothèse de rationalité des comportements.

De ce point de vue, deux postulats sont à examiner dans le cadre de cette démarche. En premier lieu, les modèles précédents postulent la gratuité de l'information. En second lieu, l'information provient uniquement de l'analyse rationnelle de la valeur fondamentale.

La discussion de ces deux postulats permettra de formuler une hypothèse théorique visant à expliquer le phénomène étudié par les modèles de bulles rationnelles.

Sur ce plan, l'analyse de Grossman et Stiglitz<sup>983</sup> remet en cause la possibilité même

<sup>980</sup> Puisque la rapide augmentation des quantités offertes annulerait immédiatement l'écart observé.

<sup>981</sup> **Giraud.P.N.** : «Le commerce des promesses. Petit traité sur la finance moderne ». Edition du Seuil. Collection « Economie Humaine ». Janvier 2001. P 99.

<sup>982</sup> Du type Bons du Trésor.

de la gratuité de l'information qui est pourtant l'une des bases du concept d'efficience de marché. De manière synthétique, les deux auteurs expriment ainsi l'hypothèse qu'ils se sont attachés à démontrer<sup>984</sup> :

**« Si un équilibre est défini comme une situation dans laquelle les prix sont tels que tout profit issu d'arbitrage est éliminé, est-il possible qu'une économie compétitive soit toujours en équilibre ? Clairement non, parce que ceux qui procèdent à l'arbitrage ne recevraient pas de retour privé d'une activité elle-même privée et coûteuse »**

Le modèle<sup>985</sup> interprète le prix sur le marché des titres comme reflétant l'information dont disposent les agents informés. La relation entre le prix et l'information est cependant partielle: le fait d'extraire l'information étant une opération coûteuse, l'acteur agissant ainsi doit en obtenir une compensation.

En même temps, la formation du prix issu de cette extraction de l'information transmet, quoique de manière imparfaite, l'information des agents informés vers ceux qui ne le sont pas. De manière endogène, la capacité informative du système de prix dépend donc de la proportion d'agents informés sur le marché.

Dans le modèle de Stiglitz et Grossman, deux titres sont échangés, un actif sûr rapportant  $R$  et un actif risqué rapportant  $u$  de manière aléatoire.  $u$  se compose d'une part  $\square$  observable à un coût  $c$  et d'une part non observable  $\tilde{\square}$

Deux types d'agents interviennent sur le marché. Le premier, informé, observe  $\square$  le second, non-informé, observe seulement le prix établi sur le marché<sup>986</sup>.

La demande des agents informés dépend de  $\square$  ainsi que du prix de l'actif risqué  $P$ . Par contre les agents non-informés ne disposent que du prix  $P$  mais ils connaissent la relation entre la distribution des retours et le prix. Ils en déduisent donc leur niveau de demande de l'actif risqué.

Le prix de l'actif dépend également de l'offre  $x$  de cet actif que seuls connaissent les agents informés et de la proportion  $\square$  d'agents informés. La fonction de prix peut donc s'écrire :

Les agents non-informés ne sont pas capables de distinguer, lorsqu'une modification

<sup>983</sup> **Grossman.S.J, Stiglitz.J.E:** "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets » Econometric Society meeting. American Economic Review. 1980. P393-408.

<sup>984</sup> Op.Cité P 393: « If competitive equilibrium is defined as a situation in which prices are such that all arbitrage profits are eliminated, is it possible that a competitive economy always be in equilibrium? Clearly not, for then those who arbitrage make no (private) return from their (privately) costly activity".

<sup>985</sup> Sur le plan formel, un modèle identique a été utilisé en 1° Partie. L'objectif était cependant différent puisqu'il s'agissait dans le cadre d'une bourse commerciale de l'époque du capitalisme marchand de mettre en lumière, l'effet d'une information d'initiés sur la stabilité financière.

<sup>986</sup> Dans ce modèle, le fait d'être ou ne pas être informé dépend uniquement de la dépense  $c$ .

du prix se produit, si elle provient d'une information nouvelle □ ou d'une variation dans l'offre du titre  $x$ .

L'équilibre du marché implique que l'utilité attendue par les deux acteurs soit identique. Or, à partir du moment où un nombre croissant d'agents est informé, leur utilité espérée diminue relativement à celle des agents non-informés puisque le système de prix devient plus informatif.

Il en résulte que la différence de niveau d'information et donc d'espérance de gain tend à diminuer entre informés et non informés.

A partir de là, l'intérêt d'être non-informés devient croissant dès lors que le système de prix devient informatif de manière de plus en plus efficiente. En d'autres termes, l'ignorance devient rationnelle dans la mesure où les coûts d'accès à l'information sont élevés alors que la rentabilité de celle-ci est quasi-nulle.

En l'absence de bruitage, le prix contient toute l'information disponible et il n'existe plus aucune incitation à se procurer une information coûteuse. Dans ce cas, le seul équilibre possible est un équilibre sans recherche d'information. Il est, au surplus, conforme à la théorie de l'efficience de marché.

Mais, il devient immédiatement rationnel, dans une telle occurrence, de payer pour obtenir l'information, sous condition que le prix de cette information n'excède pas le gain espéré. Alors l'équilibre précédent n'existe plus.

En présence de « noise traders », si les coûts d'information sont très bas ou même inexistantes, la quasi-totalité des intervenants peut s'informer et □ est proche de l'unité. Par contre, si les coûts d'information sont importants, les échanges entre agents apparaissent, en particulier, parce qu'à ce moment là, les croyances diffèrent<sup>987</sup>.

L'existence d'une information coûteuse est d'ailleurs impérative puisqu'en son absence le marché lui-même n'a pas de raison d'être<sup>988</sup>.

En effet, le rôle du marché financier apparaît à partir du moment où les agents présentent des différences en matière de croyances c'est-à-dire en matière d'information ou de traitement rationnel de cette information. La création du marché répond précisément à l'existence d'une situation d'asymétrie d'information.

Autrement dit, la question des croyances se pose donc dans les termes suivants : En l'absence de coûts de l'information, l'hétérogénéité de celles-ci tend à disparaître, entraînant celles des conditions qui ont vues naître le marché.

Ainsi, dans la réalité du coût de l'information, on peut discerner deux éléments à la

<sup>987</sup> Ils peuvent aussi être le résultat de différence concernant l'aversion au risque des agents mais aussi de la dotation dont ceux-ci disposent.

<sup>988</sup> On trouve cette idée chez Hayek: pour lui, plus une société est étendue, plus il devient difficile d'acquérir l'information. Non seulement parce que celle-ci apparaît en trop grande quantité mais surtout parce qu'elle se disperse en un trop grand nombre d'agents. Aucun acteur ne pouvant globaliser l'information, la coordination informationnelle des agents ne peut naître que de leur interaction décentralisée et spontanée sur le marché. Cf. **Hayek.F (Von)** : The use of Knowledge in Society » American Economic Review. XXXV. N° 4. Septembre 1945. P 519-530.

fois essentiels et paradoxaux.

En premier lieu, elle induit une hétérogénéité de l'accès à l'information et l'apparition de croyances diverses sur l'état réel du marché : il en résulte la possibilité de transactions et donc de l'existence pratique d'un marché.

En d'autres termes, l'asymétrie d'information est consubstantielle à la constitution d'un marché des titres.

Mais en même temps, parce que l'information est coûteuse, les prix ne peuvent pas refléter parfaitement l'information disponible puisque s'ils réalisaient cela, les agents, utilisant leurs dotations pour se la procurer, n'obtiendraient pas de compensation car, en agissant ainsi, ils dévoileraient la « vrai » valeur fondamentale aux agents non-informés qui auraient dès lors intérêt à se comporter en passager clandestin.

On retrouve ici le problème central de la double-contrainte qui fonde la possibilité de la fragilité financière propre au marché financier du capitalisme mature.

Pour que naissent le marché, l'existence d'asymétries d'information est impérative, mais en même temps, ces asymétries d'information rendent impossible l'émergence de prix de marché reflétant parfaitement l'information et confirme donc la probabilité non nulle de voir le prix et la valeur diverger.

La présence de l'asymétrie d'information induit donc à la fois l'institution du marché financier et, dans le même temps, son caractère potentiellement déséquilibré.

Cette double contrainte implique alors la possibilité d'équilibres multiples dont la situation d'efficience serait un cas particulier.

A partir de cette analyse des implications d'une information coûteuse sur la conception du marché financier, il devient possible de réfléchir au second postulat évoqué plus haut selon lequel, sur un marché efficient, l'agent rationnel ne considérerait que le prix comme information pour adapter de manière optimum son comportement.

Or, à partir du moment où le prix n'est plus en mesure de refléter pleinement l'information, l'agent doit rationnellement prendre en compte d'autres sources susceptibles de lui permettre d'opérer ses choix.

Si l'information fournie par le prix de marché n'apparaît pas comme un moyen suffisamment efficace de coordonner l'action des opérateurs sur le marché, il faut rechercher quelles possibilités informationnelles demeurent ouvertes pour eux.

Cela est d'autant plus vrai que les anticipations induisent -ex post- des problèmes de coordination que la simple rationalité individuelle n'est pas à même de résoudre.

Ce problème est clairement mis en lumière, par exemple, dans le cadre du problème dit du « Bar El Farol »<sup>989</sup>.

Dans ce modèle, 100 personnes sont susceptibles de se rendre en fin de semaine dans un bar nommé « El Farol ». L'espace étant limité, la soirée ne sera agréable que si seulement moins de 60% d'entre eux se déplacent.

---

<sup>989</sup> **Arthur.Brian.W** :> Inductive Reasoning and Bounded Rationality (The El Farol Problem). Session Complexity in Economic Theory. Stanford University and Santé Fe Institute. P 11. 1992.

En conséquence, le fait d'anticiper la présence de moins de 60 personnes incite toutes les personnes à être présentes et inversement lorsque la présence anticipée est supérieure à ce chiffre.

En conséquence, si tous croient à un nombre faible de présents, tous iront. Au contraire, si tous croient à un nombre de présents trop élevé, personne n'ira.

Dans les deux cas, la croyance collective est invalidée par le fait même qu'en agrégeant des anticipations individuelles, elle contribue, par effet de composition, à imposer un choix collectif clairement sous-optimum.

Cette situation n'offre pas de débouché si l'on se réfère, dans le cadre de l'efficience, au comportement de l'agent représentatif rationnel, puisque la mise en œuvre d'une stratégie rationnelle individuelle est obligatoirement, ici, suivie d'un échec.

En effet, l'agent représentatif doit, dans ce contexte, être rationnel. Mais s'il est rationnel, les autres le sont également : il ne peut, dès lors, résulter de cette conjonction qu'un équilibre insatisfaisant<sup>990</sup>.

Comme dans le cas précédent proposé par Stiglitz et Grossman, les problèmes de coordination, dérivent d'une information disponible imparfaite concernant les choix opérés par les autres agents.

A partir de là, pour surmonter cette double-contrainte, la seule ressource informationnelle alternative ne peut provenir que de l'interprétation des signaux émis par les autres agents.

La possibilité de comprendre le comportement de l'agent, en situation d'asymétrie d'information, sur le marché financier implique, donc, d'examiner la possibilité pour celui-ci d'adopter une démarche prenant en compte le comportement des autres opérateurs.

La rationalité de l'agent est donc limitée par la rationalité des autres acteurs. Il devient alors rationnel, pour lui, d'adopter un comportement mimétique.

Dans ce cadre, préciser les fondements de la notion de rationalité s'avère, évidemment, essentielle. Dans le cas du marché financier, il devient crucial de prendre en considération, lorsque l'on veut éclairer le concept de rationalité, que cette institution est avant tout un lieu d'interactions stratégiques.

Cela ne remet aucunement en cause la rationalité de l'acteur, mais oblige l'analyse à admettre une conception plus large de ce concept en ce qu'il doit prendre en compte l'influence des autres acteurs.

Etre rationnel sur le marché financier, exige de la part de l'opérateur d'interpréter l'ensemble de l'information disponible, c'est-à-dire en particulier l'ensemble des informations provenant des autres acteurs en ce qui concerne leurs anticipations.

A partir de cette modification de perspective, il est même envisageable d'affirmer de manière certes quelque peu provocatrice<sup>991</sup> :

**«... une anticipation rationnelle est une anticipation qui porte sur l'évolution**

---

<sup>990</sup> En l'occurrence, la rationalité individuelle des agents leur fait commettre collectivement soit une erreur de première espèce, soit une erreur de seconde espèce.

***prévisible des anticipations des autres »***

Une telle orientation du concept de rationalité n'est pas sans conséquence, puisqu'elle revient à admettre que l'existence d'une structure d'anticipations croisées peut engendrer des dynamiques dans lesquelles les choix des agents sont susceptibles de se déconnecter partiellement ou totalement de la valeur fondamentale et s'engager dans une logique d'opinion.

Celle-ci produit de l'agrégation des préférences rationnelles individuelles n'est plus nécessairement engagée dans un processus de retour à l'équilibre mais peut parfaitement déboucher sur des mécanismes de bulles financières.

Au surplus, une telle démarche présente l'avantage de répondre aux critiques fréquemment adressées aux modèles de bulles rationnelles, souvent interprétées comme de «simples artefacts mathématiques» éloignés de toute réalité démontrable.

En effet, elle explicite un enchaînement causal permettant de relier une conception élargie du comportement de l'agent avec la possibilité de déséquilibres de marché prenant la forme de bulles par l'intégration du mimétisme comme fondement rationnel de l'action.

Dans ce cadre, il faut donc comprendre la rationalité des anticipations comme présentant un caractère autoréalisateur.

Il ne s'agit plus de démontrer la relation existant entre la croyance des agents et la réalité économique « fondamentale » à laquelle ils font face, mais d'induire à partir des croyances a priori, certains effets a posteriori.

Le prix de l'actif doit donc être, dès lors, interprété comme la résultante d'une «opinion moyenne» des opérateurs dont le niveau se définit de manière parfaitement étrangère à l'analyse qui pourrait être donnée des fondamentaux.

Expliciter cette divergence entre les deux variables est, maintenant, essentiel pour fonder la rationalité mimétique comme élément déterminant de la fragilité financière de marché.

On ne peut développer cette réflexion sans approfondir la relation entre valeur et prix. Sur le plan théorique, cette dualité est au centre de l'analyse à laquelle procède, en particulier, Keynes<sup>992</sup> lorsqu'il considère les marchés financiers.

Cette dualité implique une double évaluation du titre financier. Au niveau de la firme, il s'agit d'estimer la valeur fondamentale de l'actif en fonction de ses rendements futurs.

Cette évaluation dépend, à la fois, d'éléments connus avec certitude mais aussi d'anticipations portant sur des éléments aussi divers que les transformations des goûts du consommateur, l'évolution de la demande effective ou les tendances propres à l'investissement et aux taux de salaires.

<sup>991</sup> **Orléan.A** : « Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers » Revue Economique. P 839-868. 1990.

<sup>992</sup> **Keynes.J.M**: "Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie » Petite Bibliothèque Payot. N°139. 1971. En Particulier le chapitre 12 : « L'état de la prévision à long terme » p 159-176.

L'actif est donc avant tout ici interprété comme un capital physique productif présentant un caractère d'immobilisation.

Au niveau du détenteur réel ou potentiel du titre, le titre est d'abord un signe de valeur. Il en résulte que l'opérateur financier l'utilise comme un actif négociable circulant sur un marché secondaire. Son estimation doit nécessairement prendre en compte le comportement des autres opérateurs.

La double évaluation<sup>993</sup> dont procède l'opposition entre prix et valeur peut se comprendre comme dichotomie entre spéculation et entreprise.

L'émergence des marchés financiers apparaît alors comme le processus favorisant leur séparation la plus radicale<sup>994</sup> :

**« S'il nous est permis de désigner par le terme «spéculation» l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché et par le terme «entreprise» celle qui consiste à prévoir le rendement escompté des actifs pendant leur existence entière, on ne saurait dire que la spéculation l'emporte toujours sur l'entreprise. Cependant, le risque d'une prédominance de la spéculation tend à grandir à mesure que l'organisation des marchés financiers progresse »**

Cette manière de concevoir la spéculation s'éloigne ici largement de la conception néoclassique. En effet, selon celle-ci la spéculation -et donc l'échange- ne saurait s'expliquer que par l'existence d'agents présentant un niveau d'aversion pour le risque différent<sup>995</sup>.

En favorisant le transfert des risques d'un agent sur l'autre, elle correspond essentiellement à un mécanisme d'assurance usuel.

Elle se différencie également de l'orientation considérant l'existence de systèmes de croyances distincts comme fondation du mécanisme spéculatif<sup>996</sup>. Les agents informés bénéficient de cette information pour réaliser des gains, mais en même temps ils intègrent l'information détenue sur le marché et contribuent donc à fournir celle-ci aux autres agents.

Dans ces deux cas, la spéculation se présente comme essentiellement stabilisatrice. Sans méconnaître cette possibilité, la prise en compte dans le mécanisme même de la spéculation d'une dimension impliquant la recherche d'information auprès des autres opérateurs rend pourtant possible d'interpréter celle-ci dans le cadre d'une analyse en terme de fragilité financière.

Quoique potentiellement déstabilisateurs, spéculation et mimétisme n'ont pas

<sup>993</sup> Celle-ci est à la base de l'analyse en terme de risque emprunteur- risque prêteur. Cf. **Minsky.H.P.**: "John Maynard Keynes". Columbia University Press. P 169. 1975.

<sup>994</sup> op. cité p 170.

<sup>995</sup> Cette analyse est présente dans **Keynes.J.M.**: « A Treatise on Money » New York. Harcourt. Brace.1930. Elle disparaît dans la Théorie Générale.

<sup>996</sup> **Hirshleifer.J.**: « Speculation and Equilibrium: Information, Risk and Markets". UCLA. Discussion Paper N°37. July 1973. P 45.

nécessairement de composantes irrationnelles<sup>997</sup>. Il semble en effet, plus rationnel de choisir une position de marché en s'efforçant d'interpréter l'opinion moyenne plutôt que choisir une stratégie n'impliquant que «*les prévisions à long terme du rendement escompté*».

Ceci est d'autant plus justifié si l'on admet la domination de l'incertitude sur le marché financier. Dans ce cadre, non seulement les prix, mais la valeur fondamentale, elle-même devient un concept relatif.

En effet, en situation d'incertitude, la connaissance des rendements futurs permettant le calcul de la valeur fondamentale se révèle très largement ambiguë puisqu'elle implique des éléments qui ne pouvant pas ne pas être fortement subjectifs d'autant que dans ce domaine l'asymétrie d'information est nécessairement forte. A partir du moment, où la spéculation se présente comme une attitude rationnelle, il devient évident que la source d'information décisive, pour ne pas dire unique, est constituée par le marché lui-même.

Cette logique autoréférentielle risque cependant de pêcher en terme d'efficacité allocative et engager le détenteur du titre dans une logique de court terme peu compatible avec un fonctionnement efficace du marché financier. C'est la raison pour laquelle la rationalité en jeu sur ce marché peut s'analyser également comme une rationalité de type conventionnelle. Une convention peut être entendue, au sens de Keynes comme<sup>998</sup> :

**« ... l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment à moins qu'on ait des raisons définies d'attendre un changement »**

Dans ce contexte, la question des représentations collectives devient alors un thème inévitable puisque la seule interprétation des fondamentaux ne suffisant pas à expliquer les processus financiers, il s'avère impératif de prendre en considération la dynamique cognitive des interactions entre les agents.

A partir de cette réflexion, des dynamiques produisant les conditions d'apparition d'une opinion majoritaire légitimée, du type « concours de beauté », peuvent être mises en lumière à travers le concept de « mimétisme autoréférentiel »<sup>999</sup>. Le fait d'identifier ces phénomènes d'autoréalisations et la rationalité des anticipations subvertit certainement la conception économique traditionnelle de la rationalité. Pourtant dans le cas des marchés financiers, contrairement aux autres marchés, le jugement de chacun est influencé par le jugement de la communauté<sup>1000</sup>.

L'acceptation de la rationalité des anticipations, sous cette acception, permet alors bien de concevoir les bulles comme elles-mêmes rationnelles. En effet, l'hypothèse d'anticipations rationnelles considère l'anticipation du prix comme identique, en moyenne,

---

<sup>997</sup> Tout au moins, ces composantes ne sont pas déterminantes pour fonder la fragilité financière.

<sup>998</sup> Op. cité P 164.

<sup>999</sup> Le rôle de l'imitation est ici central pour fonder un consensus producteur de sociabilité. Cf. sur le plan anthropologique : **Girard.R.** : «La violence et le sacré». Grasset. Paris. 1972.

<sup>1000</sup> On retrouve ici le concept de réflexivité. Cf. **Soros.G.** : « L'Alchimie de la Finance ». Valor Editions. 1998. P 52.

au prix constaté, sous une contrainte informationnelle donnée.

L'équation de la bulle rationnelle du fait de son indétermination, admet, en conséquence, une infinité de solutions tout en respectant les exigences d'un arbitrage optimal ce qui constitue la condition de la rationalité des anticipations<sup>1001</sup> :

**« La bulle correspond à cette possibilité d'autovalidation qui est inscrite dans la nature autoréférentielle de l'arbitrage. Ce terme exprime la perversité intrinsèque de la spéculation qui conduit à une fermeture du marché sur lui-même, à une déconnexion des prix et des valeurs [...] la forme autoréférentielle [est] l'expression centrale de la crise potentielle de la logique d'arbitrage, à savoir sa propension à se refermer sur elle-même »**

A partir de là, il s'agit maintenant d'analyser les formes prises par ce processus de rationalité mimétique pour expliquer la nature particulière de la fragilité financière de marché.

La forme la plus générale prise par le mimétisme correspond à la « cascade informationnelle » telle que l'ont développée Bikhchandani et Sharma<sup>1002</sup>. Ce modèle s'applique lorsque c'est plus le signal de l'action engagée que l'information privée qui est publiquement visible.

Dans le cadre de ce dispositif, les agents intègrent l'information dispensée par ceux qui les ont précédés sur le marché. En observant l'action des premiers opérateurs, il devient rationnel et optimal de s'y adapter en choisissant d'ignorer complètement sa propre information. Lorsque le processus de cascade démarre, l'action individuelle ne reflète plus l'information.

Sur le plan formel, l'agent conserve, pourtant, dans le cadre de ce modèle, un comportement bayésien c'est-à-dire qu'il opère des choix rationnels. La possibilité de ce comportement mimétique rationnel peut être illustrée par un exemple simple<sup>1003</sup> :

Trois agents  $\{i,j,k\}$  décident, séquentiellement, d'investir ou non dans un actif dont le rendement  $V$  peut être de  $+1$  ou  $-1$  avec une probabilité identique. Chaque agent peut observer un signal privé présentant un caractère favorable (G) ou défavorable (B). Dans le cas où  $V = +1$ , la probabilité de recevoir le signal G est  $p$ <sup>1004</sup>.

Les signaux sont indépendants de la vraie valeur du titre. Le signal privé reçu extrait par chaque agent n'est pas la seule information dont il dispose. Il peut observer la décision des autres agents<sup>1005</sup>. Il n'observe, cependant, pas le signal privé du

<sup>1001</sup> **Orléan.A** : « L'autoréférence dans la théorie keynésienne de la spéculation » Cahiers d'Economie Politique n°14-15. 1988. P 240.

<sup>1002</sup> **Bikhchandani.S, Sharma.S**: "Herd Behavior in Financial Markets" IMF Staff Papers. Vol.47. N°3. 2001. P 279-310.

<sup>1003</sup> Op. cité P 284.

<sup>1004</sup> Inversement dans le cas de B, Prob (B) =  $(1-p)$  avec  $0.5 < p < 1$ .

<sup>1005</sup> Dans le modèle séquentiel présenté ici, il s'agit uniquement de l'agent précédent.

prédécesseur conduisant à cette décision.

Après observation de G, la probabilité a posteriori de  $V = +1$  peut, à l'aide de la règle de Bayes s'énoncer ainsi :

L'observation de B conduit de la même manière à :

En admettant que  $\{i\}$  ait reçu le signal G, sachant que  $p > 0,5$ , il doit se procurer l'actif <sup>1006</sup>. Le second agent est en mesure d'interpréter le signal à partir de l'observation de l'action de  $\{i\}$ . Lorsque son signal est également G,  $\{j\}$  doit donc investir.

Si, par contre, son signal est B et qu'il observe la décision d'investissement de  $\{i\}$ , l'application de la règle de Bayes, implique une probabilité a posteriori égale à 0,5 puisque  $\{j\}$  observe deux signaux de nature opposée. Le choix de  $\{j\}$  s'effectue donc de manière aléatoire.

Si  $\{i\}$  investit alors que  $\{j\}$  ne le fait pas,  $\{k\}$  peut en déduire que le signal de  $\{i\}$  est G et le signal de  $\{j\}$  est B. Si au contraire,  $\{i\}$  et  $\{j\}$  investissent alors  $\{k\}$  interprétera, à l'aide de la règle de Bayes, ces actions comme exprimant une forte probabilité que  $\{i\}$  et  $\{j\}$  aient reçu le signal G.

Dans ce cas, il devient rationnel pour  $\{k\}$  d'investir également quel que soit par ailleurs l'information privée dont il dispose.

Un processus de cascade prend donc naissance à partir de  $\{k\}$  puisque celui-ci se définit comme le fait que l'action menée par l'agent ne fait plus référence à son information privée mais à l'interprétation de l'action des agents précédents.

On peut remarquer que ce type de modèle est très fortement dépendant de la nature des premiers signaux, de plus une seule modification d'un événement initial suffit à modifier l'enchaînement des comportements.

Ainsi, une suite de séquences de type GGBB suffit à provoquer une cascade d'achat alors qu'une suite BBGG ouvre vers le résultat inverse <sup>1007</sup>.

La raison essentielle de ce phénomène provient de la différence radicale qui existe entre l'information issue d'un signal privé et l'information résultant de l'observation de l'action des autres agents.

En supposant que le signal observé par le prédécesseur soit accessible à l'investisseur suivant, cela signifierait que les agents se trouvent dans un dispositif où l'information est publique et gratuite, c'est-à-dire sur un marché parfaitement efficient.

L'accumulation de cette information permettrait pour chacun des agents la possibilité de former des anticipations rationnelles au sens traditionnel de ce concept.

Par contre, dès lors que seule l'action du prédécesseur peut être observée, la situation devient complètement différente.

Le démarrage d'un processus de cascade rend l'accumulation d'information publique

<sup>1006</sup> Et inversement si le signal est B puisque dans ce cas,  $(1-p) < 0,5$ .

<sup>1007</sup> Le dispositif propre à ce type de modèle est donc très sensible aux petits chocs qu'ils soient positifs ou négatifs.

parfaitement inutile. A partir de là, l'ensemble des informations privées ne constitue plus une connaissance commune.

En conséquence, même si l'ensemble d'information, résultant de cette connaissance commune, se trouvait plus informatif que les signaux individuels, les agents auraient néanmoins choisi de se référer à l'action de leurs prédécesseurs et décidé de ne plus intégrer le signal privé dont ils disposaient pourtant, pour effectuer leur arbitrage.

Ce type de démarche peut être complexifié en levant l'hypothèse de séquentialité. Il s'agit alors de mettre en lumière le processus par lequel se forme une opinion de groupe

De plus, l'hypothèse de fixité du prix doit également être levée puisque sur le marché le recueil d'information s'effectue afin de former des anticipations sur l'évolution de celui-ci

Lorsque les agents connaissent l'effet d'un choc donné sur le prix d'un actif, l'ajustement de ce prix à l'information privée et l'action qu'elle induit empêche l'apparition d'une logique mimétique. En effet, l'information est, dans ce cas, révélée en même temps que se produit l'action et le mouvement du prix.

En conséquence, si le marché est pleinement compétitif, le prix de l'actif représente correctement sa valeur compte tenu de l'information publique disponible.

Il s'agit donc d'une situation propre à un marché informationnellement efficient qui peut s'énoncer de manière plus formelle :

Soit une valeur  $V$  égale à  $+1$  ou  $-1$  avec une probabilité égale et un agent  $\{i\}$  disposant d'un signal présentant une évaluation correcte du titre avec une probabilité  $p$

Si l'on normalise le prix initial du titre à la valeur  $0$  et que  $\{i\}$  observe un signal privé  $G$ , alors il achète et le prix du titre devient  $2p - 1$ .

$\{j\}$  sait que  $\{i\}$  a acheté l'actif ce qui signifie qu'il dispose du signal  $G$ . Si  $\{j\}$  reçoit le signal  $B$ , la valeur espérée de  $V$  est  $0$ . Cette valeur étant inférieure à la valeur de l'actif  $(2p - 1)$ ,  $\{j\}$  n'achète pas.

Par contre si  $\{j\}$  reçoit le signal  $G$ , la valeur espérée devient  $[2p-1]/[p^2+(1-p)^2]$ . Elle est supérieure à  $(2p-1)$ , donc  $\{j\}$  doit, comme précédemment, agir en fonction de son signal et, cette fois-ci acheter.

Dans ce cadre, assez restrictif, aucune dynamique mimétique n'est à même de se déclencher sous ces conditions de rationalité.

<sup>1008</sup> Pour un modèle non séquentiel, cf. **Orléan.A:** « Bayesian Interactions and Collective Dynamics of Opinion: Herd Behavior and Mimetic Contagion ». Journal of Economic Behavior and Organisation. Vol. 28 (1995). P 257-274.

<sup>1009</sup> L'hypothèse de prix flexibles permettant l'apparition d'un phénomène de mimétisme se retrouve dans : **Avery.C, Zemsky.P:** « Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets ». American Economic Review. Vol n°88. 1998. P 724-748.

<sup>1010</sup> Avec la condition  $0,5 < p < 1$ .

Cependant, limiter l'incertitude à une seule dimension (ici l'effet du choc informationnel sur le niveau du prix de l'actif) est insuffisant.

Une seconde dimension paraît essentielle: la prise de conscience de l'existence du choc informationnel et non seulement son effet <sup>1011</sup>.

Si l'on admet la possibilité d'une hétérogénéité informationnelle, on peut introduire dans le modèle la présence de deux types d'agents. Le type H dispose d'une information pertinente, alors que le type L ne possède qu'une information bruitée <sup>1012</sup>.

De plus, la proportion des deux types d'agents dans la population n'est pas connaissance commune ce qui correspond à l'hypothèse de départ admettant la possible non-prise en compte de l'existence du choc informationnel.

Dans ce cas, même si le marché révèle toute l'information publique disponible, le prix ne reflétera pas nécessairement l'information privée disponible pour les agents précédents.

Lorsque l'asymétrie d'information porte sur la pertinence de l'information (ici la proportion forte ou faible d'agents correctement informés) une dynamique mimétique peut s'enclencher.

En effet, par exemple, dans le cas d'un marché mal informé où la proportion du type L domine, un «groupe d'opinion» <sup>1013</sup> peut se constituer parce que les agents de type L croient faussement que les autres agents sont de type H.

## **4-LA FRAGILITE DE MARCHE A L'ORIGINE DES CRISES FINANCIERES DE 1929 ET DE 1987**

---

### **4-1- La volatilité propre aux marchés financiers:**

**L'hypothèse de fragilité de marché comme élément pertinent du fonctionnement du capitalisme de maturité a donc été étudiée du point de vue empirique et théorique, il reste maintenant à confronter celle-ci aux événements historiques qui ont marqué l'évolution du capitalisme parvenu à cette étape de développement.**

**Pour cela, il semble pertinent de montrer que les phases d'orientation du financement du capitalisme de maturité en direction du marché des capitaux s'accompagnent d'une volatilité financière plus marquée.**

**Celle-ci peut, cependant, comme nous l'avons vu précédemment, être analysée comme le simple reflet de l'évolution des fondamentaux.**

<sup>1011</sup> Le modèle ajoute une troisième source d'incertitude constituée par la qualité de l'information dont disposent les agents.

<sup>1012</sup> La probabilité de pertinence de chacun des ensembles d'information peut s'écrire.

<sup>1013</sup> **Orléan.A** : Op. Cité P 268.

Il sera donc nécessaire de montrer qu'en prélude aux grandes crises financières qui ont jalonné l'histoire du capitalisme de maturité, on peut observer une déconnexion des prix et de la valeur fondamentale, c'est-à-dire la mise en lumière des mécanismes issus de la double contrainte à l'origine d'une fragilité financière débouchant sur des bulles financières majeures.

Une analyse historique de la volatilité du marché financier laisse en effet apparaître l'existence d'une forte discontinuité selon que l'on se situe dans une phase d'économie d'endettement ou dans une phase d'économie de marché de capitaux.

Plusieurs indicateurs semblent confirmer ce pronostic <sup>1014</sup>. Si l'on considère, par exemple, sur le marché financier new-yorkais, l'évolution de l'écart type des variations de prix quotidiennes sur une longue période ont constaté, à partir du milieu des années 70, une tendance perceptible à l'augmentation de cet indicateur.

Le nombre de jours par an connaissant une variation supérieure à 2 pour cent indique le même type de phénomène <sup>1015</sup>.

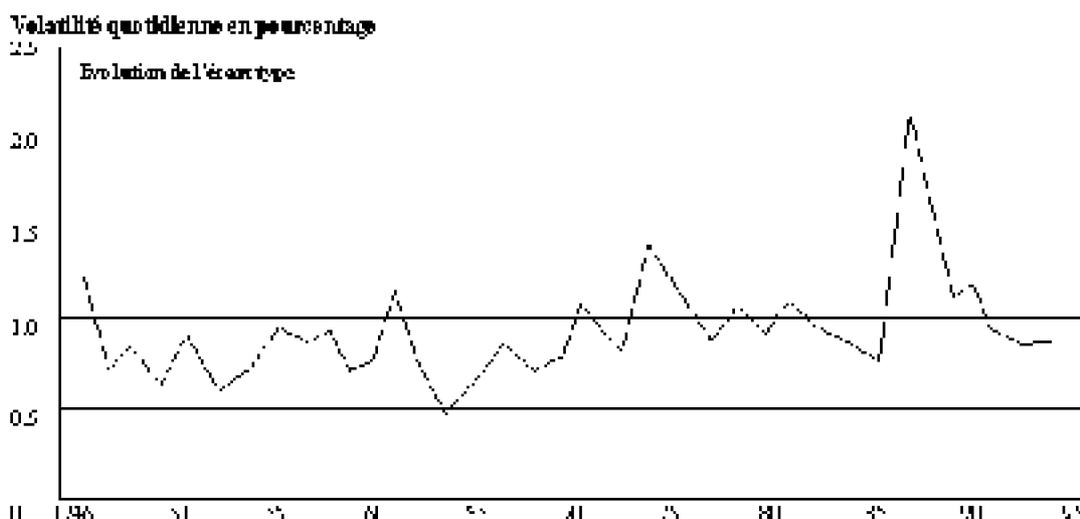
Au total, la forte volatilité du cours des actifs financiers semble avoir retrouvé, à partir de la fin des années 70, aux Etats-Unis, son rythme antérieur à la phase de croissance économique de l'après seconde guerre mondiale. De ce point de vue, le contexte de la période des années 20 et celui des années 80 sont donc proches.

Il reste à examiner la nature de cette volatilité. Il est clair que celle-ci trouve en partie, sa source dans les mouvements profonds de l'appareil productif. L'analyse en terme de marché efficient considère même que c'est la seule source des fluctuations du marché financier.

---

<sup>1014</sup> Cf. **Document IV** in **Laster.D, Cole.K.** "Has the Stock Market Grown More Volatile". Federal Reserve Bank of New York. Current Issues in Economics and Finance. Vol.2;N°11. P 6.

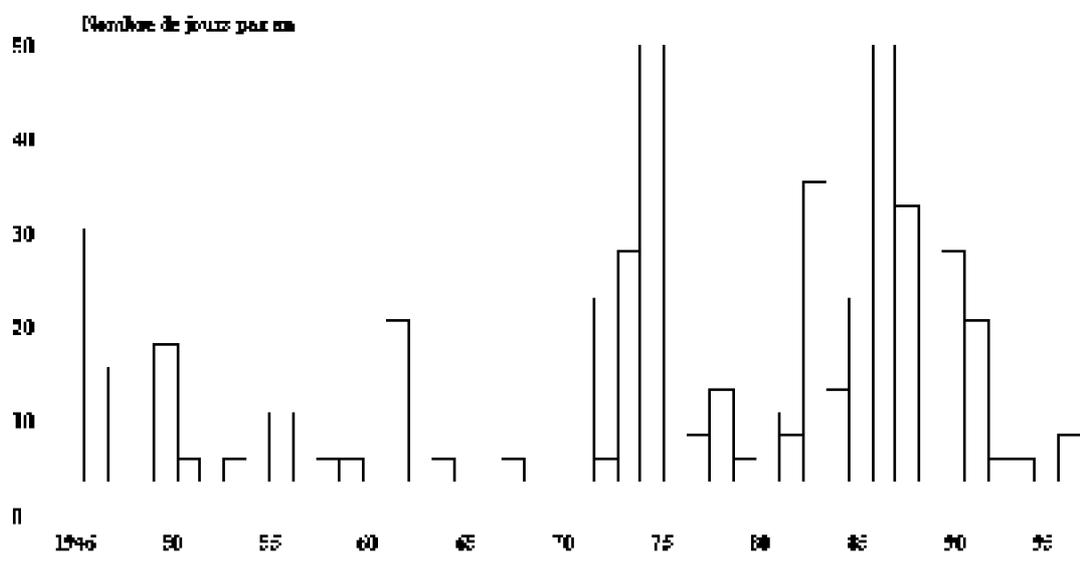
<sup>1015</sup> Cf. **Document V** Op. Cité P 5.



Document IV : Mesure de la volatilité : l'évolution de l'écart-type du Dow Jones de 1946 à 1995:

Source : Op. Cité P 2.

Cependant, une analyse des périodes marquées par des fluctuations plus prononcées que de coutume sont à même d'infirmer ce résultat. Cela peut être mis en lumière aussi bien dans la phase précédent la crise financière de 1929 que dans celle de 1987.



Document V : Mesure de la volatilité du Dow Jones : Nombre de jours par an avec une variation des cours dépassant deux pour cent.

Source : Op. Cité P 2.

Nous analyserons ces deux phases dans ce qu'elles ont de commun, à savoir l'existence d'un phénomène de surréaction, indicateur d'une fragilité financière dont nous

proposerons une interprétation commune à partir des éléments précédemment développés.

### 4-2- Le contexte de fragilité financière précédant le krach de 1929 :

En ce qui concerne la discussion portant sur ce cas emblématique, l'approche la plus illustre -et la plus discutée- est, bien entendu, celle d'Irving Fisher.

Dans son célèbre ouvrage <sup>1016</sup>, celui-ci défend l'idée que l'augmentation du niveau des prix reflète des anticipations correctes basées sur une décennie marquée par une augmentation des retours sur investissement particulièrement élevés dans l'industrie et en matière de dividendes ainsi que par de rapides améliorations en matière technologique.

Le krach et l'effondrement des actifs financiers restent également parfaitement rationnels puisqu'ils correspondent, dans la logique de cet auteur, à une révision de la croyance des investisseurs face aux signes avant-coureurs de la Grande Dépression <sup>1017</sup>.

Il en résulte que des anticipations ex-post peuvent s'avérer erronées alors même que les anticipations ex-ante se révélaient pourtant justes.

Il ne s'agit pas, dans cette réflexion, de procéder à une étude exhaustive de l'évaluation des fondamentaux. Les signaux réels pouvant être intégrés à cette analyse et disponibles pour expliquer le retournement de croyances, sont, en effet, assez nombreux.

Pendant l'été 1929, les chantiers immobiliers commencent à se réduire, les investissements nets en construction perdent un milliard de dollars par rapport à 1928. Les prix de gros baissent alors régulièrement à partir du milieu de l'été. Le prix des matières premières avait lui-même commencé à chuter depuis le second semestre de 1928 <sup>1018</sup>. De même, on assiste à un gonflement de stocks de marchandises dont le montant quadruple entre 1928 et 1929. La consommation s'essouffle également puisque son rythme de croissance annuelle passe de 7,4% à 1,5% sur ces deux années <sup>1019</sup>.

Si la chute des cours d'octobre 1929 jusqu'à l'été 1932 résulte de ce mouvement profond au niveau de la valeur des fondamentaux, elle ne peut être interprétée comme l'éclatement d'une bulle financière <sup>1020</sup>.

<sup>1016</sup> **Fisher, I.** : « The Stock Market Crash – and After » Macmillan Company. New York. 1930.

<sup>1017</sup> **McGrattan, E.R., Prescott, E.C.** : « The Stock Market Crash of 1929 »: Irving Fisher Was Right ». Federal Reserve Bank of Minneapolis. Research Department Staff Report 294. December 2001. P 37.

<sup>1018</sup> **Rees, G.** : « La Grande Crise de 1929 » Edition Albin Michel. Paris. 1972. P 53.

<sup>1019</sup> **Schlesinger, A.M.** : „L'Ere de Roosevelt, la crise de l'ordre ancien 1919 – 1933 ». Edition Denoël. Paris 1971. P 179.

<sup>1020</sup> L'explication de la gravité de cette crise doit donc être découverte ailleurs que sur le marché financier. La rigidité de la politique monétaire menée par le Federal Reserve System est alors souvent évoquée par l'analyse orthodoxe. Cf. **Friedman, M.** : « Inflation et Systèmes Monétaires » Collection Agora. Calmann-Lévy. Paris. 1976. P 122.



Document VI : Index du cours des titres « S&P Nominal Composite » entre 1928 et 1929  
(Indice 1000 : 1941-43)

**Source: Bradford De Long.J, Shleifer.A** : “The Bubble of 1929: Evidence from Closed-End Funds”. P 1.

Cette logique, évidemment réévaluée, à la fin du XX<sup>e</sup> siècle, par la domination théorique de l'hypothèse des marchés efficients, semble pouvoir néanmoins être remise en cause en démontrant que la montée du cours des titres, comme son effondrement, s'accompagnent d'un écart significatif entre ceux-ci et la valeur fondamentale des actifs.

Dans cet objectif, l'analyse proposée par De Long et Shleifer<sup>1021</sup> s'efforce de démontrer qu'à son apogée le marché révélait des prix d'un tiers supérieur à la valeur intrinsèque des titres cotés.

Cette démarche s'appuie sur l'étude de données provenant des fonds communs de placement<sup>1022</sup> présents sur le marché financier de New York de janvier 1928 à janvier 1933.

Le choix de ce type d'institutions financières s'explique par le fait que celles-ci existent comme entreprises constituant leur actif à partir de titres d'autres entreprises.

Cette situation permet de rendre compte avec précision de la valeur des fondamentaux de ces « closed-end funds » puisque chaque titre constituant la base des actifs qu'il émet est, lui-même, coté de manière indépendante à la bourse new-yorkaise.

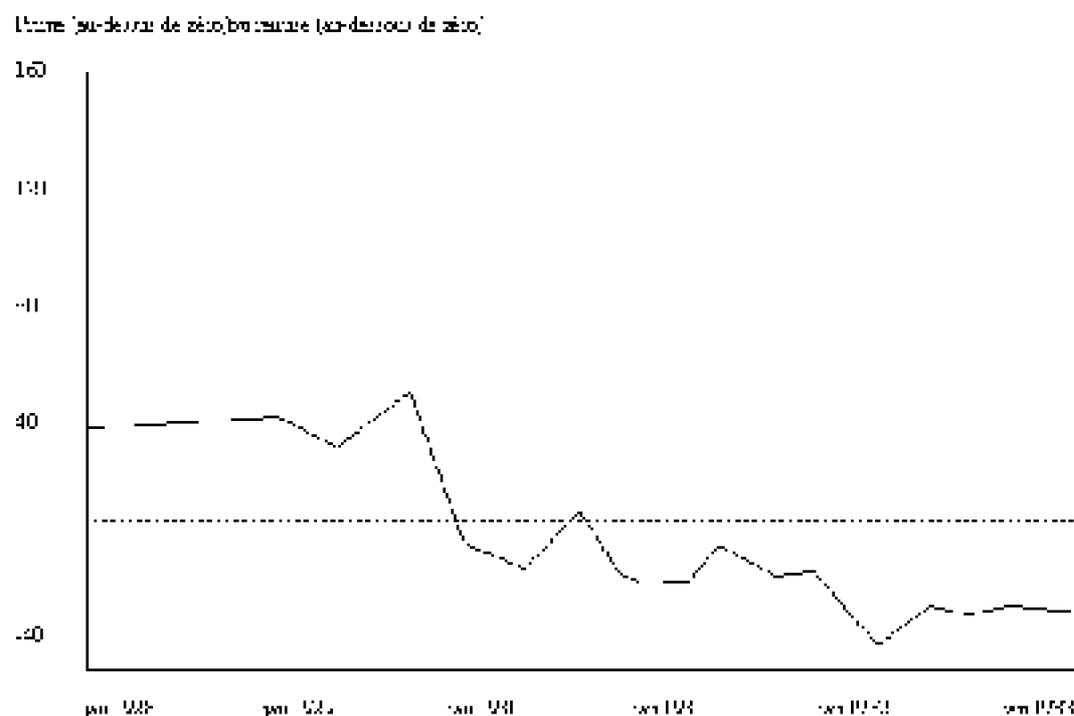
La valeur fondamentale d'un titre de « closed-end fund » est donc représentée par la valeur nette de l'ensemble des actifs qui le constitue.

Or, il apparaît clairement que le cours du titre diffère très fréquemment de sa valeur si bien qu'il est possible de faire apparaître des situations marquées par des remises et

<sup>1021</sup> **Bradford De Long.J, Shleifer.A** : “The Bubble of 1929: Evidence from Closed-End Funds”. Harvard University, University of Chicago and NBER. P 2.

<sup>1022</sup> Les « closed-end funds ».

d'autres indiquant des primes <sup>1023</sup>.



Document VII : Primes et remises sur les fonds saisonniers:

Source : De Long, J.B, Shleifer.A : Op. cité p 9.

Ainsi pendant le premier trimestre 1929, la prime correspond, en moyenne à 37% de la valeur de l'actif. Au troisième trimestre, elle augmente jusqu'à 47%. Mais, en décembre, la situation s'est retournée et une remise moyenne de 8% peut être mise en lumière.

Le troisième trimestre laisse donc apparaître un phénomène de surréaction particulièrement élevé indiquant un optimisme certain de la part des opérateurs <sup>1024</sup> puisque ceux-ci acceptent de payer une prime élevée montrant donc qu'ils forment collectivement un niveau élevé d'anticipations en ce qui concerne la hausse attendue du prix du titre des « closed-end funds ».

Cette « anomalie » pourrait, évidemment correspondre à la lenteur des ajustements de la publication de la valeur des actifs relativement au prix instantané du marché. La prime n'apparaîtrait, dans ce cas, que comme un biais dans le recueil des sources.

Cependant, cette objection semble peu convaincante car lorsque l'on étudie, sur la période, les nouveaux titres émis par les fonds et admis à la cotation, on remarque un phénomène identique.

La première cotation a lieu deux à trois jours après l'émission et pendant l'été 1929,

<sup>1023</sup> La prime étant payée par l'acheteur du titre émis par le closed-end fund et la remise étant consentie par cette institution financière.

<sup>1024</sup> Nous devons préciser le sens qu'il faut donner à cette notion d'optimisme.

pour ce type de titre, une prime de 25% en moyenne peut être documentée<sup>1025</sup>.

Si l'on considère qu'à partir de juin 1929, la plus grande partie des émissions de titres s'effectue à travers les « closed-end funds »<sup>1026</sup>, on peut considérer que globalement, c'est l'ensemble du marché primaire qui est en situation de surréaction.

Sur le marché secondaire également, il est possible de faire apparaître un lien entre le mouvement du prix des titres de « closed-end funds » et de ceux du marché dans son ensemble.

De Long et Shleifer l'indiquent en étudiant la régression de l'index de S&P sur la prime (remise) moyenne des fonds entre le premier trimestre 1929 et le premier trimestre 1932. Ils mettent en évidence une pente de 1.4 concernant cette droite de régression<sup>1027</sup>.

Il semble donc possible d'affirmer que la prime (remise) des « closed-end funds » suit un mouvement assez fortement corrélé à celui des prix sur le marché financier représentés par le S&P Index.

Comme on avait mis en lumière, plus haut, l'existence persistante d'un écart, sous forme de remise ou de prime, entre le prix du titre de « closed-end fund » et sa valeur fondamentale, on peut maintenant concevoir que le comportement observé chez les investisseurs individuels ne s'applique pas seulement aux titres des « closed-end funds » mais à l'ensemble des titres du marché.

Afin de valider cette hypothèse, il est possible de montrer, dans un premier temps, l'existence d'une corrélation entre l'estimation des fondamentaux par l'investisseur<sup>1028</sup> et l'évolution d'un benchmark comme le S&P, puis, dans un second temps, et de manière indépendante, d'évaluer la corrélation entre la différence « estimation du fondamental – Indice du S&P » et l'écart « prix du titre de closed-end fund - valeur fondamentale ».

Cette démarche peut se révéler utile pour démontrer formellement que l'évolution des cours formés sur le marché financier diffère de la valeur fondamentale de ces titres.

Afin de poursuivre cette démonstration, il est nécessaire de construire un indice de « sentiment de l'investisseur » concernant la valeur des fondamentaux du marché.

Pour y parvenir, Barsky et De Long<sup>1029</sup> admettent un modèle dans lequel le taux de croissance espéré du dividende (Gt) est positivement corrélé au taux de croissance des dividendes passés (Dt-i)<sup>1030</sup> :

<sup>1025</sup> Op.Cité P 11.

<sup>1026</sup> Entre juillet et septembre, on peut même dire la quasi-totalité.

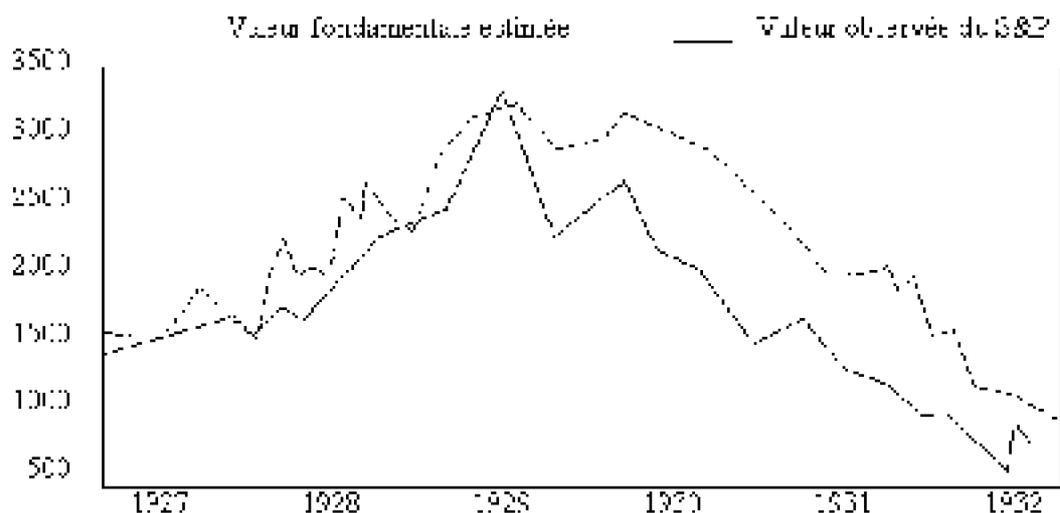
<sup>1027</sup> Avec un coefficient de détermination  $R^2 = 0.58$ . En remplaçant la variable Index S&P par le P.E.R, la pente devient 0.77.  
Op.Cité P 15.

<sup>1028</sup> Dont la conséquence est l'apparition d'une remise ou d'une prime.

<sup>1029</sup> **Barsky,R, Bradford De Long,J:** « Bull and Bear Markets in the Twentieth Century ». Journal of Economic History. 50:2.June 1990. P 1-17.

La valeur estimée des fondamentaux peut alors s'écrire :

Le tableau suivant met en relation cette valeur estimée avec l'indice du S&P réellement observé. La différence entre ces deux valeurs indique pour Barsky et De Long, l'état optimiste ou pessimiste du « sentiment de l'investisseur ».



Document VIII : Valeur fondamentale estimée par les investisseurs et valeur observée du S&P entre 1927 et 1932 <sup>1031</sup>

**Source:** De Long, Shleifer : Op. Cité P 17.

Il apparaît clairement, en particulier pour la période qui nous intéresse, celle précédant l'ouverture de la crise financière, une très grande proximité dans leurs orientations respectives.

Il reste donc à évaluer ce sentiment de l'investisseur relativement à l'écart constaté entre le prix du titre de « closed-end fund » et sa valeur fondamentale.

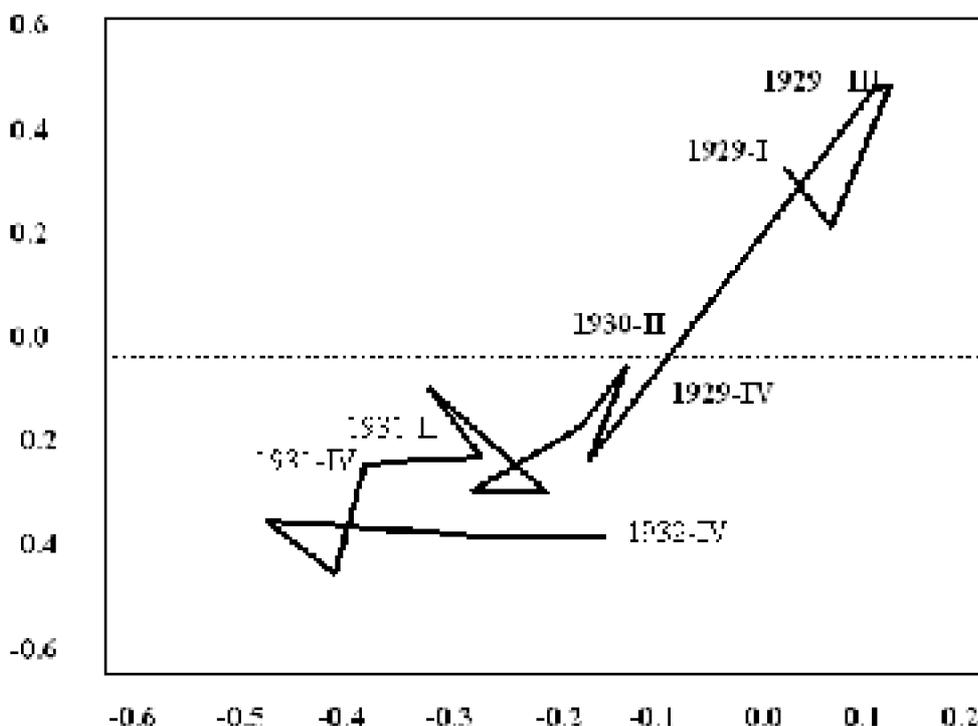
L'existence d'une forte corrélation entre ces deux variables serait intéressante puisqu'elle montrerait l'existence, au niveau de l'ensemble du marché cette fois-ci, d'un phénomène de surréaction.

L'analyse de De Long et Shleifer met effectivement en évidence, à travers les données trimestrielles concernant ces deux variables, une pente de la droite de régression de 0.47.

<sup>1030</sup> Gt se présente comme la moyenne géométrique des dividendes passés. Le paramètre étant proche de 1.

<sup>1031</sup> Op. Cité P 18.

Prime ou remise sur les « closed-end funds »



Document IX : Relation entre l'écart prix-valeur des « closed-end funds » et l'index de « sentiment de l'investisseur »

Source : De Long, Shleifer : Op.Cité P 19. Le trimestre est ici l'unité de temps.

La variation moyenne d'un pour cent de la prime (remise) sur les « closed-end fund » s'accompagne d'une variation moyenne de 0.47% de l'estimation du fondamental par les investisseurs relativement à l'index du S&P.

Autrement dit, le premier écart -entre la valeur fondamentale des titres de « closed-end fun » et leur prix de marché- et le second écart -entre l'indice du S&P et l'estimation des fondamentaux effectué par les investisseurs- se révèlent fortement liés.

Ce résultat indique clairement la possibilité d'une surévaluation des titres financiers pour la période importante, c'est-à-dire celle précédant la crise de 1929.

Cette situation ne remet pourtant pas nécessairement en cause la rationalité des opérateurs. Elle indique simplement que ceux-ci prennent leurs décisions dans un environnement marqué par les asymétries d'information et se trouvent confrontés à la

double-contrainte que nous avons mis en lumière précédemment.

L'information privée se révèle inévitablement partielle et doit être complétée par l'analyse des signaux provenant des autres opérateurs.

Cette analyse peut d'ailleurs tout à fait compléter l'analyse de la valeur estimée des fondamentaux par Barsky et De Long. Il paraît, par exemple, nécessaire d'intégrer à l'estimation des fondamentaux à partir de la moyenne géométrique des dividendes précédents, les anticipations des agents ainsi que l'interaction entre les signaux qu'ils émettent à travers les choix opérés. Cette démarche peut permettre d'interpréter les tendances propres à la période précédente et suivant le crash de 1929.

Jusqu'au troisième trimestre de 1929, l'estimation des fondamentaux par les agents est optimiste puisqu'elle s'appuie sur les dividendes distribués pendant les années de forte croissance précédente ainsi que sur les signaux fournis par les autres opérateurs. Les deux informations indiquent à l'agent une même direction.

L'interprétation par les opérateurs de l'apparition de « mauvaises nouvelles », pour ces deux raisons s'effectue avec un retard empêchant que se fonde une nouvelle convention de marché. Après le Krach, l'estimation des fondamentaux baisse alors moins rapidement que le prix puisqu'elle intègre les dividendes de la période précédente la crise boursière.

Les prix n'aurait pas dû baisser autant. Si cela est pourtant réalisé, c'est qu'un autre élément fonde l'estimation des agents.

L'hypothèse la plus plausible implique que les signaux des autres agents amplifient les « mauvaises nouvelles » et engagent un processus de rationalité mimétique conduisant par effet de composition à un phénomène collectif effectivement irrationnel puisque non connecté avec la réalité des fondamentaux du marché.

Dans ce cadre, l'optimisme (ou le pessimisme) excessif doit être compris comme une notion d'ordre conventionnelle qui n'empêche pas l'individu d'adopter un comportement rationnel. C'est seulement l'agrégation de ces comportements qui produira l'irrationalité.

### **4-3- La fragilité financière précédant le krach de 1987 :**

Il reste que l'interprétation du mécanisme conduisant à l'adoption d'une rationalité mimétique n'est pas éclaircie dans l'analyse précédente. L'étude de la situation précédant la crise boursière de 1987 en mettant, tout d'abord, en lumière la similarité contextuelle, permettra, finalement, de progresser dans le sens de cette réflexion.

Comme on le sait, contrairement au krach de 1929, celui de 1987 n'a eu que très peu de conséquences en matière de faillites bancaires et peu d'impact en ce qui concerne l'économie réelle.

Le rôle de la Réserve Fédérale américaine abaissant les taux sur les fonds fédéraux de manière abrupte et encourageant les banques à accorder largement le crédit nécessaire aux intermédiaires de marché a, clairement, empêché l'enclenchement de cette dynamique <sup>1032</sup>.

Pourtant sur la forme comme sur le fond, les deux crises présentent de fortes

---

protégé en vertu de la loi du droit d'auteur.

similitudes. Les années précédant la crise sont marquées par une reprise de l'économie américaine.

Dans ce cadre, le Dow Jones passe de 1100 en juin 1984 à 2600 au début d'octobre 1987 correspondant à une hausse annuelle moyenne de 33%. Dans le même temps, le ratio cours/ bénéfices augmente de 12 à 22.

La crise se déclenche le lundi 19 octobre 1987 au cours duquel l'indice Dow Jones tombe de 508 points soit 22,6%, ce qui correspond à la plus forte chute quotidienne de l'histoire de la bourse new-yorkaise <sup>1033</sup>.

Comme pour la crise de 1929, l'apparition d'une mauvaise nouvelle particulière, c'est-à-dire d'un choc exogène semble une hypothèse peu probante.

L'étude menée par Robert Shiller <sup>1034</sup> dans le mois suivant le krach est éloquent à cet égard comme en témoigne la partie consacrée aux motivations d'action des opérateurs <sup>1035</sup>.

A travers l'analyse du tableau ci-dessous on peut constater, si l'on se réfère à la perception des opérateurs, que les « mauvaises nouvelles » d'ordre macroéconomique ne semblent pas avoir joué un rôle important dans les décisions mises en œuvre.

En revanche, il semble avéré que les investisseurs financiers réagissent rapidement au mouvement des prix effectivement constatés <sup>1036</sup>.

**Document X : Critère « importance des nouvelles » pour les choix opérés le lundi 19 octobre 1987**

<sup>1032</sup> 1929 signifiait la fin de la phase d'un ordre productif quand 1987 exprime les premiers soubresauts d'une nouvelle phase.

<sup>1033</sup> La chute du lundi 28 octobre 1929 était seulement de 12.8%.

<sup>1034</sup> **Shiller.R:** « Investor Behavior in the October Stock Market Crash: Survey Evidence" Working Paper N° 2446. National Bureau of Economic Research. Cambridge. November 1987. P 14.

<sup>1035</sup> Op.cité P 27. La question portait sur l'importance d'un certain nombre d'items susceptible d'avoir influencé les acteurs avant et pendant la période de crise. Ceux-ci étaient évalués sur une échelle de 1 à 7. Toutes les données ne sont pas retranscrites ici.

<sup>1036</sup> D'autres indicateurs mettent en évidence une « contagion de peur » des investisseurs par rapport aux autres investisseurs. Op.Cité P 11.

## ORDRES PRODUCTIFS ET INSTABILITE DES MODES DE FINANCEMENT

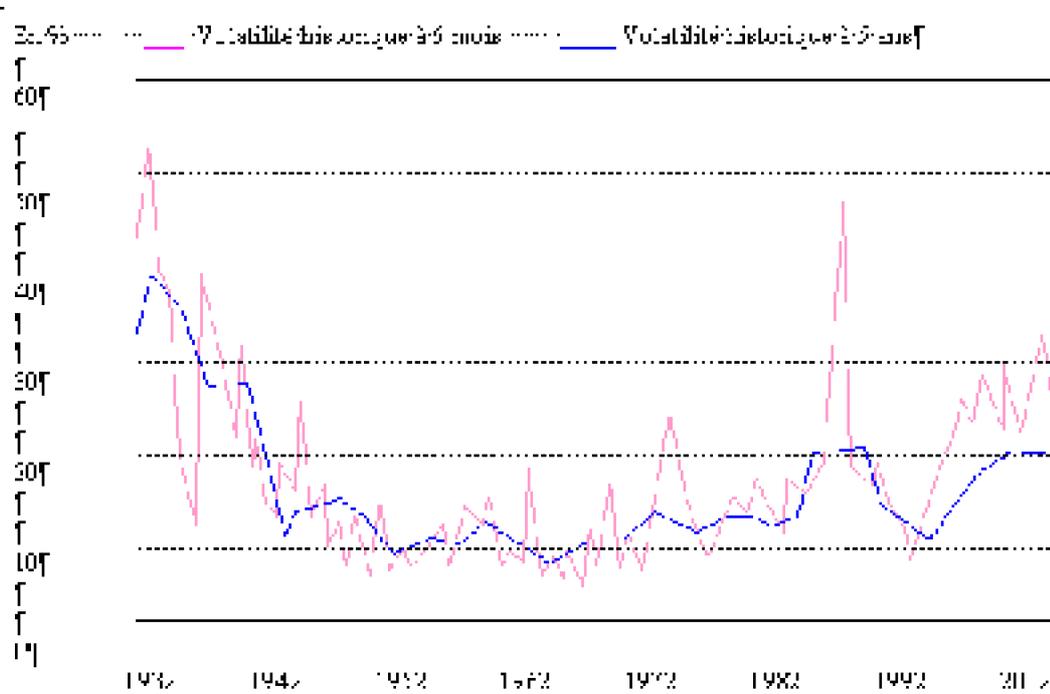
Investisseurs individuels					Investisseurs institutionnels			
Types de nouvelles	Acheteurs		vendeurs		Acheteurs		Vendeurs	
	12-19	19	12-19	19	12-19	19	12-19	19
Baisse des cours à New-York le 14 et le 15								
La baisse des marchés de Londres et de Tokyo les jours précédant le 19								
Les 200 points de baisse à New-York le lundi matin								
<b>Le déficit commercial annoncé le 14 octobre</b>								
<b>L'index des prix de production annoncé le 16 octobre</b>								
<b>Baker suggère que la baisse du dollar va se poursuivre</b>								
<b>Attaque américaine sur une station pétrolière iranienne</b>								

**Source: Shiller.R:** « Investor Behavior in the October Stock Market Crash: Survey Evidence” Working Paper N° 2446. National Bureau of Economic Research. Cambridge. Novembre 1987. P 27. Entre parenthèses : les écarts types.

On peut donc présumer que la modification du choix des agents ne doit que fort peu à la diffusion de « mauvaises nouvelles » mais qu'elle est beaucoup plus déterminée par

des facteurs purement endogènes constitués à la fois par la réaction aux prix et par la réaction de chacun des agents par rapport aux autres <sup>1037</sup> :

**« Il y a une évidence statistique qui suggère que les marchés financiers puissent avoir, jusqu'à un certain point, une vie en eux-mêmes sans relation avec les fondamentaux »**



*Document XI : Volatilité historique annualisée du S&P 500*

**Source** : Op.Cité p 68.

De plus, et de manière similaire à la période précédant la crise de 1929, la période dans laquelle se produit la crise de 1987 est marquée par une forte remontée de la volatilité des titres <sup>1038</sup>.

La particularité de la période précédent et suivant la crise d'octobre 1987 réside dans le fait que cette volatilité s'accroît plus rapidement à l'arrivée du krach mais décroît aussi plus rapidement après celui-ci si on la compare avec d'autres mouvements financiers de grande ampleur <sup>1039</sup>.

Il reste, évidemment, à montrer que cette volatilité s'accompagne, comme nous avons pu le montrer pour le krach de 1929, d'une surréaction des cours relativement aux

<sup>1037</sup> « There is statistical evidence that suggests the stock market may have a life of its own to some extent, unrelated to economic fundamentals" Op.cité P 22.

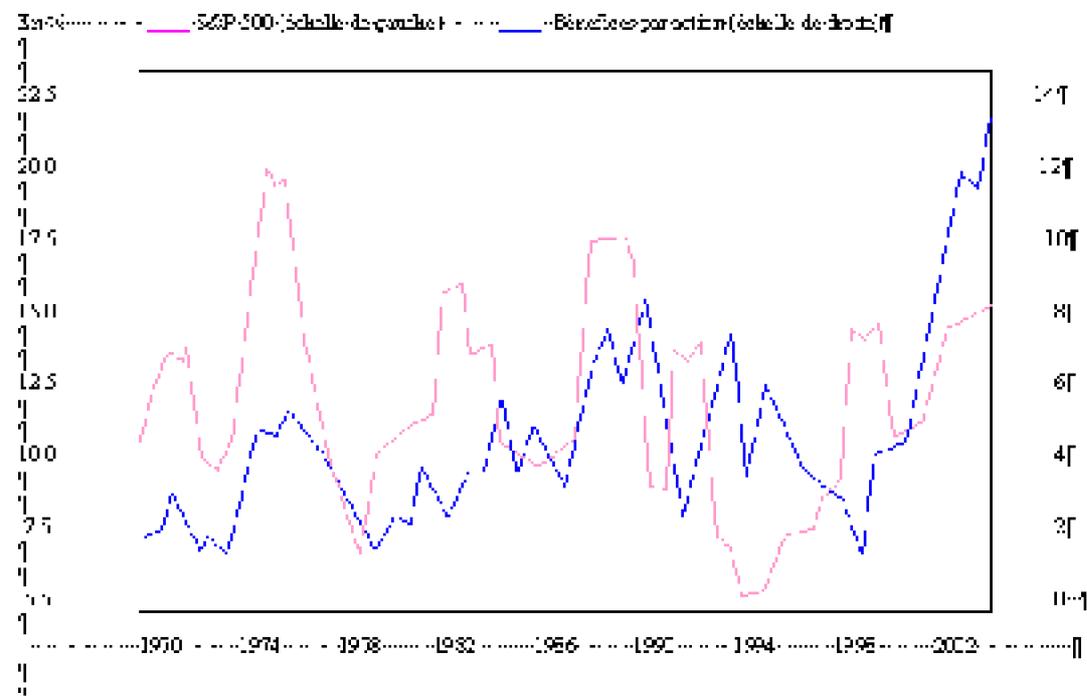
<sup>1038</sup> **Grouard.M.H, Lévy.S, Lubochinsky.C:** « La volatilité boursière : des constats empiriques aux interprétations ». Direction Générale des Opérations. Direction Générale des Etudes et Relations Internationales. Banque de France RSF. Juin 2003. P 61-79.

<sup>1039</sup> **Schwert.G.W:** „Stock Market Volatility and the Crash of ,87" University of Rochester. The Review of Financial Studies. Volume 3, N°1. 1990. P 77-102. Cet auteur compare la crise de 1987 avec 20 autres crises dont celle de 1929.

fondamentaux.

De ce point de vue et dans une première approche, l'analyse chronologique laisse apparaître une disjonction entre le mouvement des prix et celui des bénéfices par action

1040 .



Document XII : Volatilité historique des cours et des bénéfices par action de l'indice S&P 500 à 12 mois

**Source** : Grouard.M.H, Lévy.S, Lubochinsky.C. Op.Cité P 70.

De manière plus formelle, l'étude de Gillet et Lavoie <sup>1041</sup> contribue à mettre en évidence un phénomène de surréaction des cours par rapport aux fondamentaux. L'analyse porte sur les résidus moyens du marché afin d'éclairer la réaction des investisseurs à la survenu de « bonnes nouvelles » dans des périodes éloignées, immédiatement précédents ou postérieures au krach de 1987.

Le résidu moyen découle du calcul des résidus quotidiens dont le niveau dépend de la différence entre le rendement quotidien (Rit) et ses rendements normaux (RNit) correspondant aux rendements du marché (Mit) soit <sup>1042</sup> :

**Document XIII Synthèse des résidus moyens autour du jour zéro d'annonce de dividendes-bénéfices en hausse en périodes diversement distantes du krach de 1987**

<sup>1040</sup> **Grouard.M.H, Lévy.S, Lubochinsky.C** : Op.Cité P 70.

<sup>1041</sup> **Gillet.R, Lavoie.F**: « Krach, bonnes nouvelles et réactions à Bruxelles, Toronto et New-York ». Finéco. Volume 9, N°2. 2° semestre 1999. P 119-135.

<sup>1042</sup> Avec  $\square$  le rendement de l'actif lorsque celui du marché est nul et  $\square$  le risque systématique non diversifiable.

**TROISIEME PARTIE DUALITE DE LA FRAGILITE FINANCIERE DANS LE CAPITALISME  
PRODUCTIF DE MATURITE**

Périodes	Bourse	Nombre de cas	-10 à -2	-1 à 1	2 à 10	-10 à 10
Hors krach antérieur	Bruxelles Toronto New York	466 720	0.05T	0.90T 0.69T	0.80T 1.09T	2.20T 2.02T
Hors-krach : Répartition des résidus moyens typiques (T), atypiques (A)			4T 0A	4T 0A	3T 1A	4T 0A
Avant krach immédiat	Bruxelles Toronto New York	466 720	1.24T	0.20T 0.80T	0.88T 0.48T	1.49A -0.02A
Après krach immédiat	Bruxelles Toronto New York	466 720	-4.52A	-6.06A 0.86T	0.99T 0.62A	5.40A -1.20A
Avant et après krach	Bruxelles Toronto New York	466 720	1.25A	0.60T	0.93T 0.55A	1.51T -0.68A
Krach : Répartition des résidus moyens typiques (T), atypiques (A)			8T 4A	11T 1A	3T 9A	2T 10A
Couloir de référence	Base 100%		2.19	3.24	1.61	5.04
	Dividendes 1%					
	Base 100% D Base 100% B	466 720	1.19 0.47	2.24 0.91	0.61 0.45	4.04 1.83
	Base 100% Bénéfices -1%		-0.53	-0.09	-0.55	0.83

**Source** : Gillet.R, Lavoie.F : op.cité p 138. Les résidus moyens sont présentés en pourcentage.

Afin de juger de l'atypie possible des résultats, un couloir type est proposé, qui intègre les champs de référence plausible incluant avec une forte probabilité les ensembles typiques de résidus moyens.

Ainsi que le montre le tableau précédent, les éléments obtenus suggèrent une « *atypie croissante en allant vers l'avant* »<sup>1043</sup> des comportements dans les périodes proches du krach.

On constate en effet que la proximité de la période d'annonce de la « bonne nouvelle » avec la date du krach s'accompagne d'un caractère atypique de la réaction des investisseurs.

Il est remarquable, en particulier, que pendant la période précédant immédiatement le krach, l'annonce de « bonne nouvelle » est suivie de manière paradoxale par des résidus moyens négatifs ce qui semble indiquer qu'à cette époque les agents considèrent les cours du marché financier comme surévalués et n'intègrent donc pas, de manière habituelle, les nouvelles informations disponibles<sup>1044</sup>.

A partir de là, la question posée à l'issue de l'analyse de la situation de surréaction

<sup>1043</sup> Op.cité P 144.

dans la période précédant la crise de 1929 se pose à nouveau concernant le krach de 1987. Quels sont les éléments susceptibles d'éclairer la surestimation des fondamentaux, dans ces deux cas, en conservant l'hypothèse de rationalité des acteurs ?

L'hypothèse avancée pour répondre à cette question par Jacklin et als.<sup>1045</sup> présente l'avantage de proposer des éléments d'explication concernant à la fois le phénomène de surréaction et la nature du choc qui a conduit au krach du 19 octobre.

L'existence sur le marché financier d'une situation d'asymétrie d'information, dont nous avons déjà développé le cadre, impose aux investisseurs, la recherche d'un dispositif incluant la possibilité d'une « assurance de portefeuille » qui peut consister dans l'utilisation de stratégies informelles de « stop – loss » jusqu'à des stratégies plus formalisées de couverture de portefeuille mises en œuvre par des institutions financières spécialisées.

L'existence de telles stratégies a d'importantes conséquences sur le fonctionnement du marché financier. En effet, celui-ci ne reçoit aucune information sur le montant des investissements ainsi couverts, d'une manière ou d'une autre, relativement à ceux qui ne le sont pas<sup>1046</sup>.

Cependant, compte tenu du développement de l'assurance de portefeuille et de son utilisation par les gestionnaires de fonds, les autres investisseurs sont, avec une forte probabilité, enclins à s'engager, eux-mêmes dans une telle démarche.

Il en résulte que, disposant ou croyant disposer d'une assurance, les agents ont tendance à acheter plus de titres qu'ils ne l'auraient fait en l'absence de ce type de protection<sup>1047</sup>.

Dés lors qu'il y a imperfection de l'information en ce qui concerne la proportion d'opérateurs assurés, le signal donné par les agents non informés peut être interprété comme basé sur une information fiable.

Dans ce cas, la probabilité de stratégie mimétique de la part de ces investisseurs est forte. Cela ne préjuge en rien d'une attitude irrationnelle mais bien plutôt, dans un ensemble entaché d'asymétrie d'information, d'une prise de décision s'efforçant d'interpréter les signaux émis par les autres opérateurs.

Ici, la fragilité financière ne correspond pas à une transformation dans la nature des fondamentaux du marché mais, bien plus, dans la perception d'une information

---

<sup>1044</sup> On pourrait d'ailleurs interpréter les résidus moyens généralement typiques de la période hors krach comme intégrant dans le calcul du rendement normal cette situation de surréaction déjà présente.

<sup>1045</sup> **Jacklin.C.J, Kleidon.AW, Pfeleider.P:** « Underestimation of Portfolio Insurance and Crash of October 1987 » The Review of Financial Studies. Volume 5, N°1. Stanford University. 1992. P 35-63.

<sup>1046</sup> **Grossman.S.J:** "Analysis of the Implication for Stock and Futures Prices Volatility of Program Trading and Dynamic Hedging Strategies" Journal of Business" 61. 1988. P 275-298.

<sup>1047</sup> **Miller.M.H et al.:** « Final Report of the Committee of Inquiry Appointed by the Chicago Mercantile Exchange to Examine the Events surrounding October 19, 1987".

particulière les concernant <sup>1048</sup> .

Il suffit simplement que se révèle la part plus importante qu'anticipée, des portefeuilles disposant d'une assurance pour que cet état de fragilité financière soit révélé. C'est ce qui semble s'être produit avant le 19 octobre 1987 <sup>1049</sup> :

**« Les assureurs de portefeuille finirent la journée avec un niveau de ventes de contrat sur futures ou de titres équivalents surplombant le marché et qui ne purent être exécutés le vendredi 16 octobre [...] Cette augmentation et la connaissance que les investisseurs en eurent pourrait avoir contribué à un rapide déclin dans l'après midi du 16 et, sans aucun doute, s'ajouta à la pression à la vente du 19. »**

La vente opérée par les institutions de couverture révélant au marché un ensemble d'information crucial concernant la nécessité de réévaluer la fraction des fonds réellement couverts, est donc un élément à prendre en compte pour expliquer la chute des cours du 19 octobre <sup>1050</sup> .

En s'appuyant sur cette approche, il devient possible de réinterpréter, également, la situation précédant le krach du 28 octobre 1929. Gennotte et Leland <sup>1051</sup> répondent à la question que nous avons laissée en suspend <sup>1052</sup> en montrant que, dans ce cas également, on peut mettre en évidence l'existence d'un même phénomène lié, cette fois, plus particulièrement, à la révélation de l'information concernant l'importance – sous estimée par le marché – des stratégies de couverture notamment construites sous la forme « stop – loss ».

Ainsi donc, la rupture de l'imperfection d'information dans le domaine des assurances de portefeuille est au moins un élément susceptible de modifier la perception du marché par les opérateurs non informés.

Cette possible rupture informationnelle constitue donc une étape importante du mécanisme de la fragilité financière de marché puisqu'elle en représente l'élément final contribuant à la remise en cause de la convention précédente précipitant alors ce marché dans la dynamique du krach.

---

<sup>1048</sup> Ce qui explique, en particulier, pourquoi aussi bien en 1929 qu'en 1987, le rôle des « news » reste si peu important.

<sup>1049</sup> « Portfolio insurers ended the day with a significant « overhang » of sales of futures or stocks that were called for the insurance parameters but could contribute to a rapid decline on the afternoon of the 16th and undoubtedly added to the selling pressure on the 19th ». In **Securities and Exchange Commission** : "The October 1987 Market Break" Report by the Division of Market Regulation. US Government Printing Office. Washington.D.C. 1988. P 2-10.

<sup>1050</sup> Il reste à éclairer les causes de la vente des titres de couverture. Celle-ci provient probablement d'un premier déclin dans la journée du 16, dont les fondements, en l'absence d'influence notable des « news », ne peut provenir que de la prise de conscience de la part des opérateurs informés du caractère définitivement surévalué du marché.

<sup>1051</sup> **Gennotte.G, Leland.H:** « Market Liquidity, Hedging and Crashes ». American Economic Review. 80. 1990. P 999-1021.

<sup>1052</sup> Cf. supra. Paragraphe 4-2.

### **CONCLUSION : LA FRAGILITE DE MARCHE ET SA STRUCTURE DE DOUBLE CONTRAINTE**

Défendre l'hypothèse d'une fragilité de l'intermédiation de marché lorsque le mode de financement du capitalisme de maturité s'oriente de manière croissante vers le marché des capitaux présente une importante difficulté d'ordre théorique.

La puissance de la démarche en terme d'efficacité des marchés se présente, en effet, comme un obstacle théorique majeur au concept même de fragilité financière.

De fait, si l'on admet que l'information pertinente s'intègre immédiatement au cours du titre, la volatilité observée sur le marché ne saurait jamais être interprétée comme fragilité, mais comme une réponse rationnelle des agents aux mouvements sous-jacents des fondamentaux.

Cependant, tant sur le plan expérimental que sur le plan empirique, nous avons pu mettre en évidence la possibilité et l'existence, sur des périodes significatives, de phénomènes de surréaction pendant lesquels se disjoignent, de manière durable, le prix et la valeur du titre.

Cette occurrence a pu, en particulier, être documentée à l'occasion de phases essentielles du point de vue de l'histoire financière, comme le sont les mois précédents le krach financier de 1929 et celui de 1987.

La théorie des asymétries d'information s'est révélée un outil efficace pour expliquer ce type de processus. En effet, l'asymétrie d'information est, d'une part, le fondement de l'existence du marché financier, mais elle est, d'autre part, le déterminant endogène de son déséquilibre.

A partir de là, nous avons pu montrer que la fragilité financière dominant le capitalisme de maturité axé sur le marché s'ordonne essentiellement autour d'une structure de double-contrainte informationnelle spécifique.

De cette structure dépend la possibilité d'inadéquation persistante entre le prix des titres et la valeur fondamentale de l'actif dont l'existence explique la mise en œuvre rationnelle de processus mimétiques susceptibles de conduire à des bulles financières suivies de krachs plus ou moins contenus.

Cette analyse, s'efforçant de valider l'hypothèse d'une fragilité financière de marché, ne saurait, bien entendu, épuiser l'ensemble des éléments propres à l'instabilité des marchés financiers du capitalisme de maturité.

Il y aurait, en effet, beaucoup à dire sur la manière dont s'y intègrent les teneurs de marché, les institutions financières, leur fonction de crédit aux investisseurs financiers et leur capacité à surmonter les asymétries d'information.

Il semble, cependant, que si l'on adopte une démarche idéal-typique, la fragilité propre à ces acteurs n'est que seconde.

soit elle découle de la fragilité intrinsèque du marché financier telle que nous venons de la développer,

soit elle procède d'une fragilité interne à leur organisation qui fait alors plutôt référence à la situation existant déjà dans le capitalisme axé sur l'endettement tel que nous l'avons étudié dans le chapitre précédent.

Dans ce cadre, les autres éléments présentant, eux aussi, des symptômes de fragilité sur le plan financier, peuvent alors être interprétés, de manière induite, soit comme des conséquences d'une fragilité de marché originelle, soit comme des « survivances » de fragilités issues d'autres époques ou d'autres systèmes de financement non directement axés sur le marché.

## **CONCLUSION DE LA TROISIEME PARTIE MODES DE FINANCEMENT DU CAPITALISME MATURE ET FRAGILITE FINANCIERE**

Ainsi, de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle au début du XXI<sup>e</sup>, deux modes de financement de l'activité émergent dans un capitalisme parvenu à maturité et tendent tous les deux, quoique par des chemins différents, à se structurer en métacapitalisme.

Une double exigence impose la nature du mode de financement en vigueur dans un temps et un espace donné.

Le type d'institutionnalisation du marché financier à travers les normes légales et culturelles issues de l'histoire nationale en constitue le premier élément. La période historique et en particulier l'épuisement du mode de financement précédent en forme le second.

Des années 30 aux années 70, époque dite de « répression financière », l'intermédiation de crédit domine, mais d'une manière profondément différente de celle qu'elle prenait au XIX<sup>e</sup> siècle.

L'action publique, par sa puissance, limite et même le plus souvent élimine la fragilité du passif bancaire qui -étant la règle du capitalisme naissant- débouchait sur de fréquentes paniques bancaires.

La finance administrée ne s'accompagne pas, à l'époque du capitalisme de maturité, d'une fragilité financière -au sens où nous l'entendons-. Elle est d'ailleurs directement mise en place pour l'annihiler et dans une large mesure, elle y parvient.

En revanche, antérieurement et postérieurement à cette période, le mode de financement est tendanciellement orienté vers le marché. C'est aussi une période propice à l'émergence de processus induit de la fragilité financière.

Les économies disposant d'un système juridique et culturel adapté à l'intérêt des propriétaires d'actifs financiers retrouvent leur chemin « naturel » de développement financier interrompu par le krach de 1929 et la grande dépression. C'est le cas -emblématique- des Etats-Unis et dans une moindre mesure du Royaume-Uni.

Les économies dont le capitalisme est plus tardif ou dispose de normes légales et culturelles ne répondant pas aux exigences d'un financement de marché dominant, maintiennent avec de plus en plus de difficultés une intermédiation de crédit à laquelle la banque s'efforce, pour ses besoins propres, d'intégrer une part croissante d'intermédiation de marché.

Les situations de rupture de ces deux modes de financement se révèlent alors assez fortement dissemblables.

Lorsque la banque s'efforce de limiter une intermédiation de crédit, qui lui échappe, au profit de la « marchandisation » de son activité, c'est à des crises bancaires de grande ampleur, impliquant l'actif des établissements financiers, auxquelles on assiste, comme en témoigne les exemples japonais ou nordiques dans les années 90.

Par contre, quand l'intermédiation de marché, déjà tendancielle dominante, s'approfondie, les ruptures prennent la forme du krach boursier concluant une phase de bulle comme celle précédant octobre 1929 ou octobre 1987 à Wall Street.

Mais, quel que soit la forme prise par cette fragilité financière, elle adopte, dans ces deux cas, la structure d'une double-contrainte.

- Lorsque la fragilité financière ouvre la possibilité d'une crise bancaire, cette double contrainte opère en deux étapes :

La fragilité initiale procède d'une inadéquation croissante de la finance administrée pour la fraction la plus dynamique de l'appareil productif. Face à la détérioration de sa rente, le système bancaire n'a d'autres choix que tenter de modifier à son profit l'ensemble du processus.

Les conséquences de cette fragilité initiale plonge alors la banque dans une fragilité induite qui va lui être fatale, quoiqu'elle en apparaisse – et qu'elle en soit dans une large mesure- le principal acteur.

En effet, immergée dans un environnement compétitif dont elle ne maîtrise pas les codes et pour lequel ne pré-existe aucune régulation efficace, elle va se trouver contrainte d'accroître, pour une raison vitale, sa prise de risque, dans un univers fortement imprégné d'incertitude, de manière à la fois inévitable pour elle, mais exagérée relativement aux besoins réels de l'appareil productif.

- Le financement du capitalisme basé traditionnellement sur l'intermédiation de marché n'échappe pas lui non plus à une fragilité financière structurée comme une double-contrainte. L'asymétrie d'information est, ici, au cœur de la problématique : racine de la transaction financière, elle en annonce le possible déséquilibre.

La double-contrainte se constitue autour de la nécessité de constituer un marché pour répondre à un cadre financier entaché d'asymétries d'information mais de contribuer, dans le même temps, à la production de ces mêmes asymétries d'information.

Celles-ci induiront la possibilité de phénomènes de surréaction à laquelle les agents vont devoir s'efforcer de répondre rationnellement par l'observation des signaux émis par les autres agents, ne référant plus, à partir de là, à leur information privée.

**Dans les deux cas, cette structure de double-contrainte endogénéise la fragilité**

**financière et la constitue à la fois comme possibilité d'instabilité et de crises mais aussi comme dynamique vers la construction de nouveaux types de régulation.**



# CONCLUSION GENERALE FORMES ET NATURE DE LA FRAGILITE FINANCIERE

Dans cette recherche, nous poursuivions un double objectif. En premier lieu, et principalement, il s'agissait de clarifier la relation entre la forme de la fragilité financière et l'ordre productif dans lequel elle se développait.

En second lieu, il s'agissait de montrer que cette fragilité financière pouvait s'interpréter, de manière générale, à travers un cadre commun, celui de la double-contrainte et qu'en ce sens et en dépit de la diversité de ses représentations, elle présentait une nature structurelle offrant une certaine permanence.

La diversité des formes comme la permanence de sa nature semblent pouvoir être mise en évidence à l'issue de cette recherche.

\* Si l'on considère l'ordre productif le plus ancien traité ici, l'ordre corporatif, celui-ci exprime sa fragilité financière à travers un système de réciprocité entre l'espace économique et l'espace politique.

La relation entre ces deux espaces est, en effet, paradoxale. Elle est, tout d'abord, un moyen efficace de stabiliser l'extraction de la rente médiévale par les marchands-banquiers puisque l'affirmation du pouvoir monétaire de seigneurage s'accompagne du monopole de change par lettre au bénéfice de ces mêmes marchands-banquiers et de leur enrichissement « par Art ».

Mais cette certitude d'obtenir la rente présente un inévitable coût pour le

marchand-banquier. L'extension et/ou l'instabilité de l'espace politique lui impose une contrainte de prêt à laquelle il ne peut déroger sinon en abandonnant définitivement le bénéfice de sa rente.

Le marchand-banquier ne saurait éviter cette alternative. Elle est le fondement de la fragilité financière corporative. Elle n'est, cependant, qu'un potentiel de crise financière, elle n'en n'est pas la certitude.

Encore faut-il un choc exogène plus fort que de coutume, venu de l'espace politique pour que la banqueroute du marchand-banquier se réalise ainsi que l'analyse de la crise florentine nous l'a montré.

\* Avec l'apparition de l'ordre productif du capitalisme marchand, les conditions de la fragilité financière se modifient. Parce que la croissance économique devient perceptible, entraînée par le développement du commerce au loin, le besoin en capital des compagnies à monopole change de dimension. La vieille foire des changes fait désormais place à la bourse des marchandises.

Cette modification est rendue possible parce que la croissance n'a pas simplement modifié les besoins de financement, elle en a également transformé les capacités. Les agents disposant de fonds prêtables et dont la rationalité, sans être encore une rationalité en finalité, n'est déjà plus une rationalité en valeur, forment une masse susceptible de fournir des ressources dès lors qu'elle peut en conserver le contrôle, c'est-à-dire dès lors que les actifs financiers conservent leur liquidité.

Voilà bien, sur le plan financier, le paradoxe du capitalisme marchand. La bourse est l'instrument nécessaire pour créer la rente mais, elle ne peut pas ne pas introduire des normes de marché qui lui sont antithétiques.

La double-contrainte qui enserre le mode de financement du capitalisme marchand correspond, par conséquent, à l'injonction paradoxale suivante :

Soit les institutions (c'est-à-dire les compagnies de monopoles et l'Etat) maintiennent l'économie de rente en contraignant l'essor des normes de marchés. Dans ce cas, elles se privent d'un financement vital pour leur activité sans pourtant parvenir à empêcher le développement des normes de marché (dans ou hors de la bourse). Les crises de 1609 et 1636 à Amsterdam sont là pour en témoigner.

Soit, elles acceptent de s'ouvrir aux normes de marché le plus souvent sous l'impulsion de l'Etat lui-même. Le risque de désagrégation de l'économie de rente qui en résulte, implique alors un retrait consécutif à l'instabilité et aux ruptures que le marché mal institutionnalisé ne manque pas de produire. La crise obligataire de 1672, toujours à Amsterdam, et la « banqueroute de Law » en 1720 peuvent en rendre compte.

Cette fragilité fondamentale peut donc se particulariser en fonction de la domination de l'une ou l'autre des alternatives. Cependant, c'est bien toujours l'inévitable irruption d'un marché non régulé et donc porteur de graves asymétries d'information qui est ici en jeu.

Dans ce cas également, c'est bien parce qu'un choc exogène se produit que la fragilité va s'actualiser comme crise.

\* Le nouvel ordre productif qui verra son émergence comme capitalisme manufacturier prend son essor sans que son mode de financement ait recours au marché. L'organisation bancaire répond mieux aux besoins de financement d'un appareil productif naissant.

Elle s'avère apte à résoudre les questions d'externalités qu'engendre l'innovation en permettant l'expérimentation dans le cas des révolutions industrielles initiales. Elle impulse une coordination efficace des agents lorsque les « décollages économiques » seront plus tardifs.

La puissance publique, encore peu efficace en matière de construction d'un appareil légal dégageant les règles pour le marché financier comme pour le marché bancaire, privilégie finalement son action de prêteur en dernier ressort.

La fragilité du mode de financement est alors largement une fragilité du système de crédit pouvant se traduire par des crises bancaires de grande ampleur comme les paniques américaines du XIX<sup>e</sup> siècle ou la « crise asiatique » de 1997.

La structuration comme double-contrainte de la fragilité financière du capitalisme productif émergent place les établissements bancaires face au paradoxe suivant :

Dans un contexte concurrentiel ne bénéficiant pas d'un système réglementaire et légal efficace permettant de discriminer les banques selon leur solvabilité et face à l'existence d'une garantie implicite de l'action du prêteur en dernier ressort, les banques ne peuvent que :

- Soit participer à un processus non régulé afin de réaliser le profit bancaire dans une situation où l'existence de fortes asymétries d'information les enjoint d'accepter une prise de risque dont le résultat collectif accroît le hasard moral.

- Soit accepter, avec certitude, de subir des coûts d'opportunité en adoptant une politique prudentielle telle que la rémunération servie aux prêteurs étant insuffisante, ceux-ci, compte tenu de l'impossibilité pour eux de différencier les banques en fonction de leur solvabilité, arbitreront en faveur d'autres établissements financiers.

Ce type de fragilité financière, parfois tempéré par la capacité des banques à se coordonner, à s'engager dans des stratégies de réputation et par la capacité progressive de la puissance publique de mettre en œuvre un appareil légal, une régulation et une supervision efficaces, semble néanmoins le signe distinctif de toutes les émergences du capitalisme productif comme en atteste les crises bancaires du XIX<sup>e</sup> comme du XX<sup>e</sup> siècle dans les pays qui s'ouvrent à ce nouvel ordre productif.

\* La maturité du capitalisme productif s'accompagne d'une fragilité financière de forme plus complexe puisque le mode de financement se trouve structuré par deux caractéristiques :

. La première implique l'existence d'un appareil légal dont les traits favorisent le financement par intermédiation de marché ou le financement par l'intermédiation bancaire.

. La seconde prend en compte le moment historique dans lequel se réalise l'acte financier selon qu'il correspond à l'une des deux intermédiations.

Il en résulte que les formes de fragilité, quoique contemporaines, restent diverses alors que leur nature présente toujours une structure de double-contrainte.

Quand l'intermédiation bancaire domine, comme le cas japonais l'a montré, la fragilité initiale du mode de financement peut se comprendre comme résultant d'un phénomène de sélection adverse.

Dans le processus de croissance, les grandes entreprises en tant que « bonnes signatures » refusent progressivement de supporter le coût de la mutualisation du risque imposé par le système de crédit.

Classiquement, pour maintenir sa rente, celui-ci va tenter de poursuivre l'ancien modèle d'intermédiation avec de nouveaux acteurs. De manière nouvelle, pour développer son profit, il va s'orienter vers l'intermédiation de marché.

Parce que la banque ne connaît pas cette nouvelle clientèle, parce qu'elle ne maîtrise pas les procédures concurrentielles de marché -et qu'au surplus celles-ci ne disposent pas d'un encadrement réglementaire adéquat- elle va inévitablement s'engager dans un cadre fortement entaché d'asymétries d'information auquel elle ne peut échapper, sauf à abdiquer sa fonction bancaire.

L'accumulation de créances douteuses et la faillite virtuelle des principales banques seront –dans le cas japonais- la conséquence logique de ce processus. Cependant, contrairement à la crise des pays émergents d'Asie du Sud-Est, la fragilité d'intermédiation bancaire ne conduit pas à un processus de panique bancaire.

Il faut voir là, une différence en matière de normes prudentielles et une qualité de l'action publique (en particulier en matière de capacité d'intervention du prêteur en dernier ressort) qui reste sans commune mesure.

Pour cet ensemble de raisons, la fragilité d'intermédiation bancaire du capitalisme de maturité se situe, contrairement aux capitalismes émergents, seulement du côté actif.

De son côté, l'engagement du capitalisme de maturité dans un financement par intermédiation de marché génère un type de fragilité financière spécifique. C'est bien, ici, l'instabilité intrinsèque du marché qui est évoquée malgré la qualité de son encadrement réglementaire et de son efficacité dans l'application des normes légales.

Car le marché financier est au cœur d'un paradoxe qui fonctionne pour les agents comme une double-contrainte. L'asymétrie d'information implique la constitution d'un marché financier, mais en même temps, elle en induit le déséquilibre potentiel.

En effet, l'existence de transactions financières se fonde sur la nécessité de lever les asymétries d'information. Cependant, parce que l'information est coûteuse, les cours ne reflèteront jamais la valeur des actifs puisque, dans ce cas, il deviendrait irrationnel de se procurer une information onéreuse que l'on peut, par ailleurs, obtenir gratuitement.

Il en résulte la possibilité de voir diverger le cours des titres par rapport à leur valeur fondamentale et conséquemment le caractère indéterminé de l'équilibre du marché.

En effet, face à l'absence de prix reflétant pleinement l'information, l'agent rationnel doit s'engager dans une prise de décision de nature « spéculative » c'est à dire observant, de manière mimétique, le comportement des autres opérateurs.

Ce processus ouvre la possibilité de phénomène de surréaction dont on a pu montrer la réalité lors des principales crises financières du mode de financement par intermédiation de marché.

\* Finalement, quoique toujours structurée comme double-contrainte, les formes de la fragilité financière n'en apparaissent pas moins comme fort diverses. Il est, cependant, apparent qu'elles ne présentent pas, selon l'ordre productif que nous étudions, un degré de complexité identique.

Ainsi, le capitalisme marchand comme le capitalisme de maturité présentent en matière de fragilité financière une variété plus forte que le capitalisme émergent ou l'ordre corporatif. Cette remarque peut certainement être mise en relation avec un élément commun à ces deux époques.

Dans les deux cas, en effet, la période est marquée par l'irruption du métacapitalisme, surgissant d'abord des flancs de l'économie corporative, ensuite de la remise en cause de la domination bancaire. Son caractère éminemment instable en exacerbant les tensions entre marché et organisation contribue certainement à offrir un panorama particulièrement contrasté de la fragilité propre à ces époques.

\* Cela n'est pas indépendant, d'ailleurs, des relations de causalité existant entre la nature de la fragilité financière et l'évolution des ordres productifs.

Certes, évoquer cette relation impliquerait aussi une réflexion en terme de risque systémique puisqu'il serait ici nécessaire de mettre en lumière la manière dont les chocs issus de la présence d'une fragilité particulière se transmettent à l'ensemble de l'économie<sup>1053</sup>. C'est certainement ce phénomène qui finit par obliger les institutions à modifier leur régulation ou être remplacées par d'autres mieux adaptées au nouveau contexte.

Cependant, il semble néanmoins possible d'évaluer certains aspects des processus induit par la double-contrainte financière. Ils mettent en jeu l'interaction du marché et de l'organisation.

La démarche initiée par K.Polanyi est dans ce domaine un apport évident à partir du moment où l'on élargit la perspective historique aux périodes précédant et succédant à son objet d'étude.

- En ce qui concerne l'ordre productif corporatif dont la fragilité financière réside dans le rapport des marchands-banquiers avec l'espace politique, l'évolution qui paraît remarquable provient de la capacité progressive des compagnies de limiter ce risque.

Nous l'avons vu lorsque les Médicis tirant les conséquences organisationnelles de la faillite des Bardi et des Peruzzi construisent des compagnies présentant une centralisation moindre donc une autonomie plus large par rapport au Prince.

---

<sup>1053</sup> Sur les rapports entre fragilité financière et risque systémique. Cf. Aglietta.M : « Actualité et prévention du risque systémique ». GDR. CNRS Economie Monétaire et Financière. Séminaire « Le risque systémique ». Université Paris X Nanterre. 7 mai 2002. P 56. « Une théorie du risque de système a pour point de départ la (ou les) hypothèses concernant la nature des relations financières qui rend leur agencement fragile. Les modèles représentatifs du risque de système se distinguent donc par l'hypothèse de fragilité retenue, sachant que leur apport vient de leur description de la propagation des chocs. » Idem P 7.

N'est ce pas là, déjà, l'ébauche d'un mouvement qui conduira à la naissance des bourses de marchandises puisque celles-ci en augmentant la liquidité du prêteur renforce, au fond, l'autonomie de l'emprunteur ?

En effet, en permettant aux porteurs de titres de la compagnie de pouvoir réaliser ceux-ci en bourse, la compagnie leur signale qu'en cas de choc provenant de l'espace politique, ils ne sont plus, désormais, contraints de se tourner seulement vers la compagnie émettrice, comme à Florence au « *Trecento* » mais aussi vers d'autres opérateurs boursiers n'effectuant pas les mêmes anticipations, comme on le verra à Amsterdam au XVII<sup>e</sup> siècle.

Dans ce cas, ce n'est pas la société qui se préserve du caractère destructeur d'un « marché autorégulateur », mais plutôt l'organisation rentière qui tente de desserrer la double-contrainte que lui impose l'espace politique.

- Le capitalisme marchand présente une double-contrainte financière indiquant que le système rentier doit parfois s'ouvrir vers le marché mais dans des limites si réduites que celui-ci ne peut en aucun cas s'institutionnaliser.

Elle peut supporter cette irruption tant que la rente n'est pas atteinte. Cette garantie est aussi la limite du développement d'un marché financier qui ne peut donc que demeurer embryonnaire et souvent peu durable. Pour cette raison il s'avèrera pendant toute cette période très instable.

- On comprend qu'une économie industrielle, construite sur le profit et non la rente, ne peut s'accommoder d'un tel mode de financement. La double-contrainte financière du capitalisme marchand signifie donc que le passage d'une économie transférant les marchandises vers une économie les produisant ne peut s'effectuer qu'en remettant en cause à la fois la rente en ce qui concerne l'économie « réelle » et le marché en ce qui concerne le financement. La banque comme système organisé est donc la réponse du capitalisme productif émergent aux désordres du marché financier.

Combattre les paniques bancaires c'est-à-dire échapper à la double-contrainte financière de la banque implique de la part de la puissance publique une capacité à construire un appareil réglementaire efficace afin de résoudre les asymétries d'information. Ne pas être soumis à l'impératif du système de crédit, comme cherche à l'obtenir les entreprises productives les plus efficaces, exige, de la part de la puissance publique, une démarche similaire.

- Cette double volonté de limiter les problèmes d'information va progressivement ouvrir la voie au financement de marché qui deviendra, là où cette démarche aura été pleinement entreprise, une caractéristique du capitalisme productif de maturité.

Mais une caractéristique seulement, car l'intermédiation de marché et le métacapitalisme qui ne manque pas de l'accompagner sont porteurs d'une double-contrainte financière dont les effets potentiellement destructeurs ont marqué le XX<sup>e</sup> siècle.

Aussi, le retour à une intermédiation bancaire intégré à un capitalisme « administré » se présente comme une seconde caractéristique de cet ordre productif. Sa propre fragilité -si évidente dans le cas du Japon- induit un retour à l'intermédiation de marché.

On pressent alors que sur le plan financier, le capitalisme productif est pris dans un aller-retour entre deux modes de financement, c'est-à-dire une dialectique de deux formes de la double-contrainte financière autour duquel il structure son rythme historique.



---

# BIBLIOGRAPHIE

## A

**Acemoglu D, Zilibotti F:** « Agency Costs in the Process of Development ». Journal of Economic Literature. February. 1996. P 39.

**Aglietta.M :** « Actualité et prévention du risque systémique ». GDR CNRS Economie Monétaire et Financière. Séminaire « Le risque systémique ». Université Paris X Nanterre. 7 mai 2002. P 56.

**Aglietta.M, Orléan.A :** "La violence de la monnaie". PUF. Paris. 1982. P 323.

**Alba P, Claessens S, Djankov:** « Thailand's corporate financing and governance structures: impact on firm's competitiveness. World Bank. Conference on Thailand's dynamic sector competitiveness. UNNC. Bangkok. May 1998. P 21

**Allegret.J.P, Sandretto.R:** « La nouvelle architecture du système monétaire international. Revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods ». L'Actualité Economique. Revue d'analyse économique. Vol 76. N°3. Septembre 2000. P437 à 456.

**Allen.F, Gale.D:** « Financial Contagion ». NBER. Summer Institute. Workshop on Macroeconomic Complementarity. May 1998. Revised October 1998. JEL.

Classification Code G 2. P 35.

**Allen.F, Gale.D:** « Comparing Financial Systems » Cambridge. Massachusetts. MIT Press. 2000. P 79.

**Andrew.A.P:** « Statistics for the United States, 1867-1909 ». National Monetary Commission 61<sup>st</sup> Congress. 2<sup>nd</sup> session. Senate Doc 570. Washington D.C: US.Government. Printing Office. 1910.

**Andrew.A.Piatt:** « The Influence of Crops Upon Business in America ». Quarterly Journal of Economics. 20: P230-53.

**Andrews.James, Roberds.Williams** : «Payment Intermediation and the Origins of Banking». Février 1990. Journal of Economic Literature. Classification Code: E58.G21.G28. P41

**Anonyme** : "Three dialogues between Waermondts and Gaergoedts on the rise and decline of Flora". Amsterdam. 1637.

**Aoki.M, Patrick.H:** « The Japanese Main Bank System ». Oxford University Press. 1994. P651.

**Aoki.M, Patrick.H, Sheard.P:** « The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview » in **Aoki.M, Patrick.H** : « The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies ». Oxford University Press. New York. 1994. PP3-50.

**Aoki.M, H.K Kim, M.Okuno-Fujiwara** : "The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis". Oxford University Press: New York. 1997. P 163-207.

**Ardant.G:** « Histoire de l'impôt ». Fayard. Collection « Les grandes études historiques ». 1971. P 634.

**Arthur.Brian.W** :» Inductive Reasoning and Bounded Rationality (The El Farol Problem). Session Complexity in Economic Theory. Stanford University and Santé Fé Institute. 1992. P 11.

**Artus. P** : "Anomalies sur les marchés financiers ". Economica. Paris. 1995. P 106.

**Ashton.T.S:** "Economic Fluctuations in England, 1700-1800". Oxford. At The Clarendon Press. 1959. P199

**Astier.Florence, Robert.Gaël** : « Choc endogène, récession, crise bancaire : l'Allemagne sera-t-elle un second Japon ? ». Analyse mensuelle de la situation économique. Société Générale. Direction des risques.Janvier 2003. P 10.

**Avery.C, Zemsky.P:** » Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets ». American Economic Review. Vol n°88. 1998. P 724-748.

## B

**Bachelier.L** : « Théorie de la spéculation » 1900. Reproduit dans : Annales de l'ENS, 3<sup>o</sup> série, Tome 17, P 21-86. 1995.

- 
- Bäckström Urban:** « What lessons Can Be Learned from Recent Financial Crises? The Swedish Experience » Federal Reserve of Kansas City. Discussion Papers. P 129-140.
- Bagehot. W:** « Lombard Street ou le marché financier en Angleterre ». Librairie Germer-Baillière. Paris. 1874. P 349.
- Barbour. Violet :** "Capitalism in Amsterdam in the 17<sup>th</sup> Century". Ann Arbor Paperbacks. The University of Michigan Press. 1963. P171.
- Bank of Japan:** « Recent Developments in Lending Rates: Changing Behavior of Banks under Interest Rates Liberalization » Bank of Japan Special Paper n° 206. 1991.
- Bank of Japan:** « Credit Risk Management of Financial Institutions Related to Lending » Bank of Japan Special Paper n° 205. 1991.
- Banque Nationale de Belgique :** « Enseignements de la résolution des crises bancaires dans quelques pays » in « Résolution des crises bancaires ». Document de la Banque Nationale de Belgique. Bruxelles. 2000. P 67.
- Barsky.R, Bradford De Long.J:** « Bull and Bear Markets in the Twentieth Century ». Journal of Economic History. 50:2.June 1990. P 1-17.
- Baskin.J.B, Mirani.P.J:** « A history of Corporate Finance » Cambridge university Press. 1997. P 350.
- Bateson.Grégory :**« La cérémonie du naven : les problèmes posés par la description sous trois rapports d'une tribu de Nouvelle-Guinée » . 1936. Paris : Les Editions de Minuit : Librairie Générale Française, 1986.
- Bhattacharya.S, Gale.D:** « Preference Shocks, Liquidity and Central Bank Policy » New Approaches in Monetary economics. Ed William.A.Barnett and Kenneth.Singleton. New York. Cambridge University Press. 1987. P 69 – 88.
- Bechtel H:** « Wirtschaftsgeschichte Deutschlands im 19 und 20 Jahrhundert ». Verlag Georg D W Callwey. München. 1956. P 329.
- Beckles, Willson:** The Great Company (1667-1871): Being a History of the Honourable Company of Merchants-Adventurers Trading into Hudson Bay. 2 vols. Smith, Elder, 1900.
- Becker.M:** "A Study of Political Failure:The Florentine Magnates (1280-1343)" Medieval Studies. N°18. 1956. P 246-308.
- Bencivenga.V.R, Smith.B.D:** «Financial Intermediation and Endogenous Growth » Review of Economics Studies p195-209. 1991.
- Berlin. M, Mester.L.J:** « Why is the Bank Sector shrinking? » Working Pare n°96-18. Federal Reserve Bank. Philadelphia. August 1996.
- Bernard.J:** "Trade and finance in the Middle Ages" in **Cipolla.C.M :** "The Fontana economic history of Europe: The middle Age". Ed Cipolla. New York. 1971. P 285.
- Bernardo.A.E, Judd.K.L:** « Efficiency of Assets Markets with Asymmetric Information ». Working Paper UCLA. 1997. P 31.
- Bernstein.P.L:** « Des idées capitales ». Édition P.U.F. Collection Quadrige. P 318. 1995.

- Bichot.J:** "Huit siècles de monétarisation". *Economica*. Paris.1984. P 238.
- Bikhchandani.S, Sharma.S:** "Herd Behavior in Financial Markets: A Review" IMF. Working Paper n°00/08. Washington. 2000. P 32.
- Blanchard.O.J, Watson.M.W:** « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers » *Annales de l'INSEE*. N°54. P 79 à 99. 1984.
- Blodget, Samuel:** « *Economica: A Statistical Manual for the United States* » 1806 in Augustus Kelley. 1964.
- Bogue.A.G:** « *Money at Interest: The Farm Mortgage on the Middle Border*" Lincoln. University of Nebraska Press. 1955. P 267.
- Boillat.P.Y, De Skowronski. N, Tuchsmid.N.S:** "Stratégie Cluster-Momentum: L'exemple du Marché américain des Actions ». *Les Cahiers de la Finance*. BCV. Décembre 2001. P 29.
- Boldrin.M, Levine.D:** "Growth Cycles and Market Crashes". Fundacion Marc Rich. UCLA Academic Senate. September 1999. P 33.
- Bordo, Eichengreen, Irwin:** « Is Globalization Really Different than a Hundred Years ago » NBER Working Paper n°7195. Juin 1999
- Boyd J.H, Prescott E.C:** « Financial Intermediary-coalitions" *Journal of Economic Theory* n° 38.1986. P 211-223.
- Boot.A, Thakor.A:** « *Financial System Architecture* » *Review of Financial Studies*. 10. 1997. P 693-733.
- Bordo.M.D :** "The Impact and International Transmission of Financial Crises": Some Historical Evidence, 1870-1933. *Revista di storia economica*. 2d ser. Vol. 2.1985. 41-88.
- Bordo.M.D:** « Financial Crisis, Banking Crisis, Stocks Market Crashes, and the Money Supply: Some International Evidence, 1870-1933». Edited by Forrest Capie and Geoffrey E. Wood, New York: St. Martin's Press, 1986, pages 190-248.
- Borensztein, Lee.J.W:** « Credit Allocation and Financial Crisis in Korea". IMF. Research Department. JEL. February 1999. P 37.
- Borensztein, Lee.J.W:** « Financial Crisis and Credit Crunch in Korea: Evidence from Firm-Level Data". IMF. Research Department. JEL. February 2000. P 28.
- Boulanger Eric :** « Le Big Bang Financier Japonais ». Groupe de Recherche sur l'Intégration Continentale. Université du Québec à Montréal. Département de Science Politique. Montréal. Notes et Etudes. Mai 2000. P 42.
- Bourquelot.F:** « Etudes sur les foires de Champagne, sur la nature, l'étendue et les règles du commerce qui s'y faisait aux XIe, XIIIe et XIVe siècles». Paris, 1865. P 320.
- Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L :** "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 403.
- Boyer-Xambeu.M.T, Deleplace.G, Gillard.L:** A la recherche d'un âge d'or des marchés financiers : Intégration et efficience au XVIIIe siècle ». Université Paris VII. Université d'Orléans. CNRS. Mai 1991. P 33-65.
- Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L:** « A la recherche d'un âge d'or des

marchés financiers ». Cahiers d'Economie Politique n°18. 1990. P37.

**Bradford De Long.J, Shleifer.A** : "The Bubble of 1929: Evidence from Closed-End Funds". Harvard University, University of Chicago and NBER. Juin 1990. P 27.

**Braudel.F** : "Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme, XV°-XVIII° siècle". "Les Jeux de l'Echange " T2. A. Colin. Paris. 1979. P 597.

**Braudel. F, Labrousse.E** : « Histoire économique et sociale de la France. PUF. Paris. 1979. p 301.

**Brian. Eric** : « Spéculation sur la vie humaine et crise financière à la fin du XVIIIe siècle » Document de Travail de l'INED n° 109. Durée de vie, histoire et calcul. 2002. P 56.

**Brookhiser, Richard**: « Alexander Hamilton, American ». New York. Gale Group. Free Press. 1999. P 256.

**Brooks.R.M, Patel.A, Sue.T**: "The Market's Response to Unanticipated Events". September 1998. P30.

**Brossard. O** : « L'instabilité financière selon Minsky : L'incertitude et la liquidité au fondement du cycle ? » M.IN.I-FORUM. Document de travail n°1. 1995. P 31.

**Buoninsegni.T** in **Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 403.

**Buvat.J** : "Gazette de la régence". 17 juillet 1716. P 93. in **Faure.E** : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF. P 742.

## C

**Cai.J, Chan.K.C, Yamada.T**: « The Performance of Japanese Mutual Funds » The Review of Financial Studies » 10.1997. P 237 – 273.

**Calomiris.C**: « The Cost of Rejecting Universal Banking: The American Finance in the German Mirror, 1870-1914 » In **Lamoureaux.N, N.Raff** : "Coordination and Information: Historical Perspectives on the Organization of Enterprise", CUP, 1995. P 703-730.

**Calomiris C.W, Kahn C.M**: « The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangement ». American Economic Review 81 (3). June 1991. P 497-513.

**Calomiris.C.W, Hubbard R.G** : « International Adjustment Under the Classical Gold Standard: Evidence for the US and Britain, 1879-1914. North-western University. 1989.

**Calomiris.C.W, Gorton.G**: « The Origins of Banking Panics » The University of Chicago Press .1991. P 109-173.

**Calvo.G** : « Varieties of Capital Market Crisis ». University of Maryland. 1995. P22.

**Campbell.Tim, Kracaw.William**: « Information Production, Market Signaling and the Theory of Financial Intermediation » Journal of Finance. 35,1980. P 863-881.

- Cantillon.R.** « Essai sur la nature du commerce en général ». Londres. 1755. Edition de l'INED. Paris. 1952.
- Capie.F, Wood.G.E.** "Financial Crisis and the World Banking System". Macmillan. London. 1986. P 190-248.
- Caprio.G, Klingebiel.D.** « Dealing with Bank Insolvency: Cross Country Experience ». Washington.D.C. The World Bank. 1996. P60.
- Caprio.G, Summers.L** : « Finance and its Reform: Beyond laissez-faire Policy ». Research Working Paper n° 1171. The World Bank. 1993. P 25.
- Cargill.T.F, Hutchinson.M.M, Takatoshi.Ito.** « The Political Economy of Japanese Monetary Policy". Cambridge. MIT 1997.
- Carswell.J** : « The South Sea Bubble » London. The Cresset Press. MCMLX. P 314.
- Carrière. C** : "Négociants marseillais au XVIIIe siècle". Albin Michel. Paris. 1973. p 165.
- Cellard.J** : « John Law et la régence ». Plon 1996. P 454.
- Centre d'information sur l'épargne et le crédit** : « Le ratio Cooke : une discipline difficile mais salubre ». Bulletin mensuel n° 156.Décembre 1992.
- Chan.L, Jegadeesh.N, Lakonishok.J.** "Momentum Strategies" Journal of Finance, 51(5). 1996. P 1681-1713.
- Chan-Lau.J.A, Chen Zhaohui.** « Financial crisis and credit crunch as a result of inefficient financial intermediation – with reference to Asian financial crisis ». International Monetary Fund. Research Department. August 1998. JEL. P24.
- Chang.R, Velasco.A** : « **Liquidity Crisis in Emerging Market: Theory and Policy** » **Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper. Series 99-15. October 1999. P 76.**
- Chari.V.V.** « Banking without deposit insurance or bank panics: Lessons from a model of the US National banking system". Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review. Summer 1989. P 3-19.
- Chari V.V, Jagannathan R.** « Banking Panics, Information and Rational Expectations Equilibrium ». Journal of Finance 43.1988. P 749-60.
- Charte de la Banque du Japon** : <http://www.boj.or.jp/>
- Cipolla.C.M.** "Il fiorino e il quattrino. La politica monetaria a Firenze nel '300 ». Il Mulino. Bologna. 1972.
- Cipolla C.M.** « Il governo della Moneta a Firenze e Milano nei secoli XIV-XVI » Bologna. Il Mulino. 1990. P 308.
- Claessens.S, Djankov.S, Lang.L.** « East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade". World Bank. October 1998. P 23.
- Cochet F, Henry G M** : « Les révolutions industrielles, processus historiques, développement économique » Ed Armand Colin. Paris. 1995. P278.
- Coleman.C.D** : "An Innovation and its Diffusion: The 'New Draperies". Economic History Review, 2nd ser. 12.1969. 417-29.

- Cootner.P.H:** "The Random Character of Stock Market Prices" Cambridge. Massachusetts: MIT Press. 1964. P 326.
- Cornes.R, Sandler.T:** « The Theory of Externalities, Public Goods, and Club Goods » Cambridge University Press. 1986. P 612.
- Corrigan.E.G:** « Statement Before US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs". Washington.D.C. 1990.
- Corsetti.G, Pesenti.P, Roubini.N:** « **Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis** » **Federal Reserve Board of New York. Octobre 1998. P 36.**
- Courbis.B, Froment.E, Karlin.M :** « Banque et Finance ». Encyclopédie Economique. Chapitre 44. Economica. 1991.
- Cox.O:** « The Foundation of Capitalism ». New York. Philosophical Library. Murray.N.Rothbard Collection. 1959. P 37.
- Crockett. Andrew:** " The Theory and the Practice of Financial Stability" De Economist, vol. 144(4). 1996. P 531-68.
- Crouzel.Cécile, Py.Marianne:** « Le secteur financier allemand dans la tourmente » Le Revenu n°719. 22 mai 2003. P 34.
- Covitz.D, Heitfeld.E:** « Monitoring, Moral Hazard and Market Power: A Model of Bank Lending ». Federal Reserve Board. August 1999. P 26.
- Cowles.A:** « Can Stock Market Forecasters Forecast?" Econometrica, Vol 1, N°4, pp 309-324. 1933.
- Crozet. Y, Belletante.B, Gomez.P.Y, Laurent. B :** " Dictionnaire de banque et de bourse ". Armand Colin. Paris. 1993. P 334

## D

- Da Rin M, Hellman T:** « Banks as Catalysts for Industrialisation ». Journal of Economic Literature. August 1995. P 37.
- Deane.P:** « The Role of Capital in the Industrial Revolution ». Exploration in Economic History. X, 2. P 364.
- De Bondt.W.F.M, Thaler.R:** "Does the Stock market Overreact?" Journal of Finance Volume 40. Issue 3. Papers and Proceeding of the Forty-third Annual Meeting American Finance association. Dallas. Texas. December 28-30 1984. P 793-805.
- DeCarolis Lisa Marie :** « A Biography of Alexander Hamilton, From Revolution To Reconstruction» Rijkuniversiteit Groningen. Faculteit der Letteren. Chap. 19-22.
- Delargy.P.J.R, Goodhart.C :** « Financial Crises : Plus ça change, plus c'est la même chose » Special Paper N°18. LES Financial Markets Group an ESRC Research Center. Special Paper Series. London. January 1999. P191
- Delhaise P.H :** « The Implosion of the Banking and Finance Systems ». John Wiley & sons (Asia) Pte Ltd. 1998. Singapour. P 332.

**De Long.J.B, Becht.M:** « Excess Volatility and the German Stock Market, 1876-1990 » JEL C12, G14, G21, N23. Mars 1992. P 27.

**Demirer.R, Lien.D:** « A New Measure to Test Herd Formation in Equity Markets » School of Business Working Paper N°290. Department of Economics. University of Kansas. January 2001. P29.

**Demirgüç-Kunt.Asli, Maksimovic.Vojislav:** « Law, Finance and Firm Growth ». Journal of Finance. December 1998, 53(6), P 2107-2137.

**Demirgüç-Kunt.Asli, Levine. Ross:** "Bank-Based and Market Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". The World Bank. Development Research Group. 2001. In **Demirgüç-Kunt.Asli, Levine. Ross:** "Financial Structure and Economic Growth". MIT Press. Cambridge. P 81-140.

**Demirgüç-Kunt.A, Detragiache.E:** « Financial Liberalization and Financial Fragility ». World Bank. Annual Conference on Development Economics. 1998. P 37.

**Demirgüç-Kunt.A, Detragiache.E:** « Does Deposit Insurance increase Banking System Stability? An Empirical Investigation ». World Bank. 2000. P 37.

**De Roover.R:** "Money, Banking and Credit in Medieval Brugges" Cambridge. Harvard University Press. 1948. P 420.

**De.Roover.R :** "L'évolution de la lettre de change (XIV°-XVIII°siècles)". A.Colin.Paris .1952. P 259.

**Dewatripont.M, Maskin.E:** « Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies » Review of Economic Studies. 62. 1995.P 541-55.

**Diamond Douglas:** « Financial Intermediation and Delegated Monitoring » Review of Economic Studies. 51, 1984. P 393-414.

**Diamond Douglas:** « Liquidity, Banks and Markets: Effects of Financial Development on Banks and the Maturity of Financial Claims » The World Bank. Policy Research Department. Finance and Private Sector. Development Division. Working Paper n°1566. January 1996. P32.

**Diamond.D.W, Dybvig.P.H:** « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity » Journal of Political Economy. 91. 1983. 299-314.

**Diaz-Alejandro.C.F:** « Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crashes » Journal of Development Economics, 19 reprinted. JDE. 1985. P 211-262.

**Dichev.I.D, Janes.T.D:** « Lunar effect on Stock Returns » University of Michigan Business School. JEL G12-G14 Working Paper. Septembre 2001. P 48.

**Dickson P.G.M:** « The Financial Revolution in England ». Macmillan. Saint Martin's Press. New-York.1967.

P 489.

**Dockés.Pierre:** « Ordres et désordres dans l'économie-monde ». Essai. P.U.F. Quadrige. Mai 2003. Paris. P551.

**Dolar.Veronica, Meh.Césaire:** « Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey ». Working Paper 2002-24. Bank of Canada. 2002. P34.

**Donnelly.Mickaël:** « Confidence and uncertainty in Japan » University of Toronto - York University Joint Center for Asia Pacific Studies. 1998. P 193 - 209.

**Drees.Burkhard, Pazarbasioglu.Ceyla** : « The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization? » International Monetary Fund. Occasional Paper 161. April 1998. P 41.

**Dupont de Nemours**: « Comparaison entre le prix de l'argent et des denrées 1610-1715 » Ephémérides du citoyen. 1770. Tome I.

**Durkheim.E** : "De la division du travail social". 1893. PUF. Coll Quadrige 1991.

**Dutot.C** : "Réflexions sur les finances et le commerce » La Haye. Vaillant et Prévost. 1758 in **Faure.E** : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF. Gallimard. 1980. P 742.

**Dwyer.G.P.** : "Wildcat Banking, Banking Panics, and Free Banking in the United States" Economic Review. Federal Reserve Bank of Atlanta. December 1996. P 20.

## E

**Eichengreen.B.** : « Currency and credit in the Gilded Age ». Research in Economic History. sup. 3: 1984. P 84-114.

**Einaudi.G** : Préface à l'édition des « Paradoxes du Seigneur de Malestroit ». Turin. 1937. P 98.

**Ehrenberg, Richard** : Capital and Finance in the Age of the Renaissance: A Study of the Fuggers (New York, 1928; reissued 1963).

**Encyclopedia Universaelis** : "La multiplication végétative" Tome 12. Paris. P 744.

**Englund.Peter, Vihriälä.Vesa**: « Financial Crises in Developed Economies: The Cases of Sweden and Finland » Pellervo Economic Research Institute Working Papers. N°63. March 2003. P 65.

**Engwall.Lars** : « Bridge, Poker et Banques : La dérégulation et la crise des banques suédoises ». Université d'Uppsala. Les Amis de l'Ecole de Paris. Séance de juin 1995. P 9.

**Etienne.J** : « Dictionnaire de Sociologie ». Collection « Initial ». Hatier. 1997.

## F

**Faure.E** : " La Banqueroute de Law". Paris. NRF. Gallimard.1980. P 742.

**Fama.E.F.** : « Random Walk in Stock Market Prices », Financial Analysts Journal. Vol.21, N°5, Septembre-Octobre 1965. P 55-59.

**Fama.E.F.** : "Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work" Journal of Finance. Vol.25, N°2, 1970. P 383-417.

**Fama.E.F.** : "Reply" Journal of Finance, Vol.31, N°1,1976. P 143-45.

- Fama.E.F:** « Foundations of Finance ». New York. Basic Books. 1976. P 133.
- Fama.E.F, French.K:** "Permanent and temporary Components of Stocks Prices" Working Paper 178. Center for Research on Security Prices. University of Chicago. Journal of Political Economy. 1987. P 246-273.
- Favier.J:** "Finance et fiscalité au bas Moyen-Age". Sedes. Paris. 1971. P 365.
- Fisher. I:** « The Stock Market Crash – and After » Macmillan Company. New York. 1930.
- Flood.R, Garber.P:** « Collapsing Exchange Rate Regimes: Some linear Examples ». Journal of International Economics. Vol. 17. P13.
- Flood.R, McCloskey D:** « The Economic History of Britain since 1700 ». Vol. I: 1700-1860. Cambridge University Press. 1994. P 151.
- Forsythe.R, Palfrey.T, Plott.C:** "Asset Valuation in an Experimental Market" Econometrica. 50. P 537-568. 1982.
- Fouraker.L.E, Siegel.S:** "Bargaining Behavior" New York. McGraw Hill. 1963. P 309.
- Fourquet.F:** « L'idéal historique » . Recherches 14 - N° 1074. 1973. P 36-37.
- FreemanR.E, Reed.DL:** « Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate governance » California Management Review; Vol 25. n°3. 1983. P88-106.
- Friedman.M :** « Inflation et Systèmes Monétaires » Collection Agora. Calmann-Lévy. Paris. 1976. P 241.
- Froot.K.A, Obsfeld.M:** "Intrinsic Bubbles: The case of Stock Prices" The American Economic Review. Vol.81, n°5. December 1991. P 1189-1214.

## G

- Galbraith.J.K :** "Brève histoire de l'euphorie financière". Ed du Seuil. Paris. 1992. P 116.
- Garber.P:** "Tulipmania". Journal of Political Economy. University of Chicago. 1989. Vol 97.N°3. p 543.
- Garber.P:** "Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias". MIT Press. 2000.
- Garretsen H, Lensink R, Sterken E:** « Development of Stock Markets, Societal Norms and Legal Institutions" Department of Applied Economics. University of Nijmegen. March 2000. P57.
- Gennotte.G, Leland.H:** « Market Liquidity, Hedging and Crashes ». American Economic Review. 80. 1990. P 999-1021.
- Gerschenkron.A:** « Economic Backwardness in Historical Perspective. Harvard University Press. 1962.
- Gillet.R, Lavoie.F:** « Krach, bonnes nouvelles et réactions à Bruxelles, Toronto et

---

New-York ». Finéco. Volume 9, N°2. 2° semestre 1999. P 119-135.

**Girard.R** : «La violence et le sacré». Grasset. Paris. 1972. P 192.

**Giraud.P.N**: "Le commerce des promesses. Petit traité sur la finance moderne ». Edition du Seuil. Collection « Economie Humaine ». Janvier 2001. P 371.

**Glick.R, Hutchison.M**: « Banking and currency crises: How common are twins?" Working Paper N° PB99607. Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies Economic Research Department Federal Reserve Bank of San Francisco". P 41.

**Goldsmith.R.N**: « Premodern Financial Systems. A Historical Comparative Study". Cambridge University Press. 1987. P 171.

**Golembe.C, Warburton.C**: "Insurance of Bank Obligations in Six States during the Period 1829-1866". Federal Deposit Insurance Corporation. Typescript. P 117.

**Gonzales-Hermosillo.B** : « Banking sector Fragility and Systemic Sources of Fragility » IMF. Working Papers. W/P/96/12. 1996.

**Goodhart.C.A.E**: "The Evolution of Central Banks" MIT Press. Cambridge. MA. 1988. P 218.

**Gorton.G**: « Self-regulating bank coalitions ». The Wharton School, University of Pennsylvania, typescript .1989.

**Gorton.G, Pennachi.G**: «Financial intermediation and liquidity creation ». Journal of Finance. 45 (1): 1990. P 49-72.

**Gourlaouen J.P, Perraudeau Y**: « Economie, problèmes monétaires et financiers » Tome II. Edition Vuibert. Paris. Paris. P 163.

**Gower Luke**: « Some Structural Causes of Japan's Banking Problems ». Research Discussion Paper. Economic Research Department. Reserve Bank of Australia. May 2000. P 43.

**Grenier.J.Y** : "L'économie d'Ancien Régime, un monde de l'échange et de l'incertitude". Albin Michel. Paris. 1996. P 423.

**Grégoir.S et Salanie.B** : "Spéculation, prix et bien-être". Annales d'économie et de statistiques. N°24. 1991. P214.

**Grossman. J** : "Die Amsterdamer Börse vor zwei hundert Jahren". Haag. Martinus Nijhoff. 1876. P 4.

**Grossman.S.J**: "Analysis of the Implication for Stock and Futures Prices Volatility of Program Trading and Dynamic Hedging Strategies" Journal of Business" 61. 1988. P 275-298.

**Grossman. Sanford, Stiglitz.Joseph**: «On the Impossibility of Informationally Efficient Markets » American Economic Review 61, 393-408. 1980. P 393-408

**Grouard.M.H, Lévy.S, Lubochinsky.C**: « La volatilité boursière : des constats empiriques aux interprétations ». Direction Générale des Opérations. Direction Générale des Etudes et Relations Internationales. Banque de France RSF. Juin 2003. P 61-79.

**Guttentag Jack, Herring.J.Richard**: « Disaster Myopia in International Banking » Princeton University. Essays in International Finance. N° 164. Septembre 1986. P 40.

## H

**Hal R Varian:** « Analyse Microéconomique » De Boeck Université. Collection Balises. Ouvertures Economiques. Bruxelles. 1995. P 509.

**Hamilton Alexander** : «The Report on Public Credit I » du 9 janvier 1790 et « The Report on Public Credit II » soumis au congrès le 13 décembre 1790.

**Harsin.P:** "La finance et l'Etat jusqu'au système de Law (1660-1726) in **Braudel.F et Labrousse.E** : "Histoire économique et sociale de la France" Tome 2. Paris. PUF. 1970. P 800.

**Hayek.F (Von)** : The use of Knowledge in Society » American Economic Review. XXXV. N° 4. Septembre 1945. P 519-530.

**Heckscher.E.F** : "Mercantilism". 2 volumes. 1935. London: Allen & Unwin.P 316.

**Heffer.J:** "La nouvelle histoire économique". Bibliothèque des Histoires. Paris. Gallimard. 1977. P 333.

**Helleiner.E:** « From Bretton Woods to Global Finance: A World Turned Upside Down" in R.Stubbs and G.Underhill (ed.). Political Economy and the Changing Global Order. Toronto. 1994. P 432.

**Hellman.T, Murdock. K, Stiglitz.J.E:** « Financial Restraint: Toward a New Paradigm » in **M.Aoki, H.K Kim, M.Okuno-Fujiwar** : "The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis". Oxford University Press: New York. 1997. P 163-207.

**Hellwig.M:** « Liquidity Provisions, Banking and the Allocation of Interest Rate Risk » European Economic Review. 38(7). 1994. P 1363-1389.

**Helpman.H, Krugman.P:** « Market structure and Foreign Trade ». MIT University Press. Cambridge. 1985.

**Hermez.A.V, Quigno n.L:** « Banques japonaises: Grand Nettoyage de Printemps ? ». Conjonctures. Avril 2001. P14-31.

**Herring.J.Richard, Susan Wachter:** « Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective » The Wharton School. University of Pennsylvania. September 1999. P81.

**Hicks.J:** « A Suggestion for Simplifying the Theory of Money" Economica. Vol 2 (1) 1935. P 1-19.

**Hirshleifer.Jack:** « The Private and Social Value of Information and the Reward To Inventive Activity » American Economic Review. September 1971. P 561-74.

**Hirshleifer.Jack:** « Speculation and Equilibrium: Information, Risk and Markets". UCLA. Discussion Paper N°37. July 1973. P45.

**Hirshleifer.D, Shumway.T:** « Good Day Sunshine; Stock Returns and the Weather" University of Michigan. 2001. P 35.

- Hobsbawn E J** : « Histoire économique et sociale de la Grande-Bretagne » Tome 2. De la révolution industrielle à nos jours. Ed du Seuil. Coll. l'univers historique. Paris. 1968.
- Hodder.JE, Tschoegi.A.E** : « Securities Market in Japan ». Japan Security Research Institute. 1996. P 43.
- Hodder.JE, Tschoegl.A.E** : « Corporate Finance in Japan » in **Takagi Shinji**: « Japanese Capital Markets: New Development in Regulations and Institutions. Blackwell. 1993. P 137.
- Holmström.B, Tirole.J**: « Market Liquidity and Performance Monitoring » Journal of Political Economy 101(4). 1993. P 678-709.
- Horiushi.Akioishi**: « Financial Fragility in Japan: A Governance Issue". University of Tokyo. Juin 1998. P 38.
- Horiushi.A, Shimizu. K**: « Did Amakudari undermine the effectiveness of Regulatory Monitoring in Japan? » Research Institute for the Japanese Economy. Discussion Paper 98 F-10. April 1998. P 40.
- Hoshi Takeo** : « What Happened to Japanese Banks? » Monetary and Economic Studies. University of California. San Diego. February 2001. P 29.
- Hoshi.T, Kashyap.A, Scharfstein.D**: « The Choice between public and Private Debt: An Analysis of Post-Deregulation Corporate Financing in Japan » NBER. Working Paper n°4421. 1993. P 30.
- Hugh.T.Patrick and Park.Yunch.Chul** : The Financial Development of Japan, Korea and Taiwan: Growth, Repression and liberalization. Oxford University Press. 1996. P 392-394.
- Hunt Edwin**: « The Medieval Super- Companies: A Study of the Peruzzi Company of Florence" Cambridge University Pres. Cambridge. 1994. P 303.

## I,J

- International Monetary Fund**: « Selected Southeast Asia Countries Exports to Various Country Groups ». Direction of Trade Statistics. Yearbook (1990-1996). IMF. 1997.
- Jacklin.C.J, Kleidon.A.W, Pfeleider.P**: « Underestimation of Portfolio Insurance and Crash of October 1987 » The Review of Financial Studies. Volume 5, N°1. Stanford University. 1992. P 35-63.
- James Christopher**: « Bank Debt Restructuring and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress » Journal of Finance. 51, 1996. P 711-727.
- Jeannin. P** : "L'Europe du Nord-Ouest et du Nord aux XVII° et XVIII° siècles". PUF. Paris. 1969. P 192.
- Jensen.M.C, Meckling.W.H**: « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». Journal of Financial Economics .3. P 305-360. 1976.)

**Jegadeesh.N, Titman.S** : "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency» Journal of Finance, n°4. March 1993. P 973-993.

**Jensen.M.C.** „The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964” Journal of Finance. Vol.23, December 1965. P 587-616.

## K

**Kaepelin.P.** “La compagnie des Indes et François Marin”. Etude sur l'histoire du commerce et des établissements français dans l'Inde sous Louis XIV (1664-1719). Paris, Augustin Challamel, Editeur. Librairie Maritime et Coloniale. 1908. P 673.

Kahneman. Daniel, Tversky. Amos: « Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability » in Kahneman.D, Slovic.P, Tversky.A, Eds. “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases”. Cambridge University Press. 1982. P 163-168.

**Kaminsky.G, Reinhardt. C** : « **The Twin Crisis. The causes of Banking and Balance of Payment Problems** ». **American Economic Review. 89. 473-500. Board of Governors. International Finance Discussion. Paper 544. 1999. P 30.**

**Kang. J, Shridasani.A.** « Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan ». Journal of Financial Economics n°38. 1995. P 29-58.

**Kaplan.S, Minton.B.** « Outside Intervention in Japanese Companies: Its Determinants and its Implications for Manager ». Journal of Financial Economics n°36.1994. P 225-258.

**Keeley.M.C.** « Deposit Insurance, Risk and Market Power » American Economic Review. 80. 1183-1200. 1990. P 1183-1200.

**Kendall.M.G** : “The Analysis of Economic Time-Series. Part 1: Prices” in **Cootner.P.A.**: P 85-89. 1953.

**Keynes.J.M.** “A Treatise on Money” London. Mac Millan and Co limited. Vol I: “The Applied Theory of Money”. 1930. P 424.

**Keynes.J.M.** “Théorie Générale de l’Emploi, de l’Intérêt et de la Monnaie » Petite Bibliothèque Payot. N°139.1971.

**Kindleberger.C.P.** « Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises ». New York. Basic Books. 1978. P 251.

**King R.G** : «On the Economics of Private Money ». Journal of Monetary Economics. July 1983. P 127-58.

**Kleeberg.J.** « The Disconto-Gesellschaft and German Industrialization ». D.Phil Thesis. Oxford University. 1987.

**Kolari.J, Zardkoohi.A.** “Banks costs, structure and performance” Lexington Books. Heath and Company MA. 1987.

**Krugman.P.** « A Model of Balance of Payment Crisis » Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 11. 1979. P311-325.

- Krugman P :** « Pourquoi les crises reviennent toujours ». Ed du Seuil. Paris. Avril 2000. P 213.
- Krugman.P:** "The Myth of Asia's Miracle ». Foreign Affairs. Décembre 1994. P 62-78.
- Krueger.T.M, Kennedy.W.F:** « An Examination of the Super Bowl Stock Market Predictor » The Journal of Finance. XLV.1990. P 691-697.
- Kukies.Jörg:** « The Effect of Introducing a New Exchange Stock on the IPO Process" GSB. Mimeo. University of Chicago. 2000.
- Kydland F.E, Prescott E.C:** « Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans ». Journal of Political Economy 85. Juin 1977. P 473-491.

## L

- Labrousse.E, Léon.P, Goubert.P :** « Histoire économique et sociale de la France ». Tome II : 1660-1789. Des derniers temps de l'âge seigneurial aux préludes de l'âge industriel, Paris. PUF. Coll. Quadrige. 1993, P 800.
- Lakonishok.J, Shleifer.A, Vishny.R:** « Contrarian Investment, Extrapolation and Risk ». Journal of Finance. 49(5). P 1541-1578.
- Lamoureaux N:** « Insider Lending, Personal Connexion and Economic Development in Industrial New England" » National Bureau of Economic Research. 1994
- Lane F, Mueller R:** « Money and Banking in Medieval and Renaissance Venice" Vol. I "Coins and Money of Account" Baltimore. Johns Hopkins University Press. P 453.
- Laporta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Sheifler Andrei, Vishny Robert:** « Law and Finance » Journal of Political Economy. 52(3). July 1997. P 1132.
- Lardic.S, Mignon.V :** "Analyse intraquotidienne de l'impact des "news" sur le marché boursier français". JEL : G14. P 27.
- Laster.D, Cole.K:** "Has the Stock Market Grown More Volatile". Federal Reserve Bank of New York. Current Issues in Economics and Finance. Vol.2. N°11. P 6.
- Laurent.H :** « Un grand commerce d'exportation au Moyen-Age. La draperie des Pays-Bas en France et dans les pays méditerranéens (12°-15° siècles) ». Brionne, Gérard Monfort éditeur, 1978. P 358.
- Law. J:** " Œuvres complètes" publiées par **P.Harsin** . Recueil Sirey. Paris. 1934. Tome 3.
- Lazonick.W:** « The Japanese Financial Crisis Corporate Governance and Sustainable Prosperity ». Working Paper n°227. Center for Industrial Competitiveness, University Lowell and Euro-Asia Center. INSEAD. February 1998. P 55.
- Lazonick.W:** « Japanese Corporate Governance and Strategy. Adapting to Financial Pressures for Change » Public Policy Relief. Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Blythwood. NY. 1993. P51.
- Leland.Hayne.E, Pyle.David.H:** « Informational Asymmetries, Financial Structure and

Financial Intermediation ». Journal of Finance 32. 1977. P 371-388.

**Lelart.M:** « Finance informelle et financement du développement ». Aupelf- Uref. 1999. P 102.

**Lenine.V:** « L'impérialisme stade suprême du capitalisme ». Œuvres choisies. Tome I Moscou. Edition du progrès. 1968. P 683.

**Levine Ross:** « Law, Finance and Economic Growth » Journal of Financial Intermediation. 8(1,2) January 1999. P 8-35.

**Levine. Ross:** « Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? » Carlson School of Management. University of Minnesota Working Paper. 2000. P 45.

**Levine Ross, Loayaza Norman, Beck Thorsen:** « Financial Intermediation and Growth: Causality and causes » Mimeo, World Bank. 2059. 1999. P 47.

**Levine. Ross, Zervos.Sara:** « Stock Markets, Banks and Economic Growth ». Policy Research Working Paper 1690. The World Bank. Policy Research Department. Finance and Private Sector Development Division. December 1996. P 34.

**Lhomme.Geneviève:** « Les interactions périlleuses entre l'immobilier et la finance en Allemagne et au Royaume Uni ». Horizons Bancaires n°317. Caisse Nationale de Crédit Agricole. Juin 2003. P 7.

**Loos, John:** « Great Events from History: North American Series », Vol. 1. Salem Press. 1997. P 207.

**Lo.A.W, MacKinlay.A.C:** « Stock Market do not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test ». The Review of Financial Studies. Vol 1. Numero 1. 1988. P 41-66.

**Lombardo Davide, Pagano Marco:** « **Law and Equity Markets: A Simple Model** ». Centre for Studies in Economics and Finance. Oxford University Press. March 2002. P35.

**Lummer.S.L, McConnell.J.J:** « Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-Market Response to Bank Loan Agreements ». Journal of Financial Economics. 25.1989. P 99-122.

## M

**Macaulay.F.R:** « The movements of interest rates, bank yields and stock prices in the USA since 1856 » NBER. New York. 1938. P 625.

**McGrattan.E.R, Prescott.E.C:** « The Stock Market Crash of 1929 »: Irving Fisher Was Right ». Federal Reserve Bank of Minneapolis. Research Department Staff Report 294. December 2001. P 37.

**Mackay.C :** "Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds" .2 Vols. . London. Office National Illustrated Library. 1852.

**Maclean.Brian, Bowles Paul:** « The New Bank of Japan Law: Why is Japan joining the global Trend? » In Donnelly (dir): « Confidence and uncertainty in Japan ». University of

---

Toronto. York University. University Joins Center for Asian Pacific Studies. 1998. P 193-209.

**Mc Kinnon.R.I:** « Money and Capital in Economic Development » Washington DC. Brooking Institution. 1973.

**Mc Kinnon.R, Pill.H :** « Credible Liberalization and International Capital Flows. The Overborrowing Syndrome » in **Takatoshi.Ito Ito and Anne Kruger** Edition. "Financial Regulation and Integration in East Asia". University of Chicago Press. 1996.

**Mai.HM :** « Sur-réaction sur le marché français des actions au Règlement Mensuel » Cereg. Paris-Dauphine. Finance. Volume 16. N°1. 1995. P27.

**Mandelbrot.B:** "Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets and Martingale Models" The Journal of Business. Vol.39, 1966. P242-255.

**Markowitz.H.M:** „Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments". John Wiley. New York. 1959.

**Marx.K:** «Critique de l'Economie Politique». Œuvres. Tome I. Bibliothèque de la Pléiade. Paris. 1965. P1820.

**Marx.K, Engels.F :** « La crise » Recueil et notes de R .Dangeville. Edition 10-18. 1978. P 444.

**Masson.P :** « Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps. Between Multiple Equilibria » International Monetary Fund. Research Department. September 1998. P 32.

**Matsuyama.K:** « » Making Monopolistic Competition More Useful ». Working Pare. E-92-18. Hoover Institution. Stanford University. 1992. P 40.

**Mayer.P.Colin:** « Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development" in "Asymmetric Information, Corporate and investment" edited by **Glenn Hubbard** . University of Chicago. 1990.

**Melis .F:** « Documenti per la storia economica dei secoli XIII-XVI » Firenze, 1972.

**Miller.E :** "Government Economic Policies and Public Finance" in **Cipolla.C.M :** " The Fontana Economic History of Europe : The Middle Age". Ed Cipolla. New York. 1971. P 310.

**Miller. M, Luangaram.P:** « Financial Crisis in East Asia, Bank Runs, Assets Bubbles and Antidotes ». Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation. University of Warwick. 1998. P37.

**Miller.M.H et al.:** « Final Report of the Committee of Inquiry Appointed by the Chicago Mercantile Exchange to Examine the Events surrounding October 19, 1987". 1988.

**Miller.RM, Plott.C.R:** « Product Quality Signalling in Experimental Markets ». Econometrica. Vol 53. n°4. 1985. P 837-872.

**Minsky.H.P:** "John Maynard Keynes". Columbia University Press. 1975. P 169.

**Miron.J:** "Financials Panics, the Seasonality of the Nominal Interest Rate and the Founding of the FED» American Economic Review. Vol. 76. P125-40.

**Miron.J.A, Romer.C.D :** « A New Monthly Index of Industrial Production 1884-1940". National Bureau of Economic Research. Working Paper n°3172. 1989. P 321-337.

**Mishkin.F:** « Moral Hazard and Reform of the Government Safety Net" paper prepared

for FRB Chicago Conference "Lessons from Recent Global Crises" Chicago, September 30 – October 2. 1999.

**Mishkin.F.S:** « Asymmetric Information and Financial Crisis: An historical perspective » in "Financial market and Financial Crisis" **R.Glenn Hubbard** . University Chicago Press; Chicago. 1991. P394

**Mitchell.W.C :** "Business Cycles: the Problem and its Setting". New York. National Bureau of Economic Research Inc. 1927.

**Moen.J, Tallman.E.W:** "The Bank Panic of 1907: The Role of Trust Companies". Federal Reserve Bank of Atlanta. Economic Review 75 n°3.1990. P 2-13.

**Mollat.M:** "Les affaires de Jacques Cœur. Journal du Procureur Dauvet ». Librairie Armand Colin. 1952. 2 volumes. P 696.

**Morck.Randall, Nakamura.Masao:** « Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems » Harvard Institute of Economic Research. Discussion Paper N°183. Harvard University. Cambridge. Massachusetts. Février 1999.P21.

**Morel.C :** « L'anomalie du Super Bowl et le comportement rationnel des investisseurs » Direction de la prévision et Université de Paris-Dauphine. Octobre 1999. P13.

**Myers Margaret:** "The New York Money Market: Origins and Development". Columbia University Press. 1931. P 128.

**Myers.M.G:** « The New-York Money Market ». New York. Columbia University Press. 1931. 338.

**Myes.Kaj.Ulrich :** « Finanzintermediation und Electronic Commerce » Sommeruniversität La Rochelle. Netzen und elektronische Märkte. PD Dr. Peter Welzel / PD Dr. Wolfgang Hauke. 1998. P 30.

## N

**Najemy.M.Y:** "Guild Republicanism in Trecento Florence: The Success and Ultimate Failure of corporate Politics" American Historical review. N°84. 1979. P 53-71.

**Nakajima.Z, Taguchi.H:** « Toward a More Stable Framework: Long Term Alternatives: An Overview of Recent Bank Disruption Worldwide » in Sawamoto, **Nakajima.Z, Taguchi.H et al:** "Financial Stability in a Changing Environment". St Martin 's Press. New York. 1995. P 41-98.

**Nakamura.Richard:** « The Big Cleanse: The Japanese Response to the Financial Crisis of 1990's seen from a Nordic Perspective ». The European Institute of Japanese Studies. Stockholm School of Economies. Working Paper n° 149. June 2002. P 34.

**Neal.L:** "Integration of International Capital Market: Quantitative Evidence from the Eighteenth to Twentieth Centuries". The Journal of Economic History n°2. P 219-226

**Neal.L:** " The Integration and Efficiency of the London and Amsterdam Stock Markets in the Eighteenth Century". The Journal of Economic History n°1. P 97-115.

- 
- Nikkei Weekly:** « Dissenting Shareholders Run into Sumitomo Stonewall » Nikkei Weekly Website. 17 Juin 1996.
- North.D.C, Thomas R.P:** « The Rise of the Western World: A New Economic History ». Cambridge University Press. 1973. P 171
- Noussair.C, Ruffieux.B:** « Un enseignement majeur de l'économie expérimentale des marchés : les marchés non financiers et marchés financiers s'opposent en matière d'efficacité ». Revue Economique.12 juin 2002. P 26.
- Nyberg.Peter:** « The Banking Crisis in Finland ». Ekonomiska Samfundets Tidskrift. Vol. 48. N°3. P 115-120.

## O,P,Q

- Obsfeld.M:** «The Logic of Currency Crisis» NBER. Working Paper 4640. September 1994.
- Orléan.A:** « L'autoréférence dans la théorie keynésienne de la spéculation » Cahiers d'Economie Politique n°14-15. 1988. P 229-241.
- Orléan.A:** « Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers » Revue Economique. 1990.P 839-868.
- Orléan.A:** « Bayesian Interactions and Collective Dynamics of Opinion: Herd Behavior and Mimetic Contagion ». Journal of Economic Behavior and Organisation. Vol.28. 1995. P 257-274.
- Orléan.A :** « De l'influence de la météo sur la bourse » Libération. Novembre 2001.
- O'Rourke Kevin, Williamson Jeffrey:** « Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy" MIT Press, Cambridge. MA. 1999. P30.
- Park.Y.C, Kim.D.W:** « Korea: Development and Structural Change of the Banking System ». In Patrick, Hugh T. & Park, Yung Chul (Eds.), The Financial Development of Japan, Korea, and Taiwan: Growth, Repression, and Liberalization. New York: Oxford University Press. 1994. P 188-222.
- Park.Y.C, Patrick.H.T:** « The Financial Development of Japan, Korea and Taiwan ». Oxford University Press. 1994. P 384.
- Peri** in **Boyer-Xambeu M.T, Deleplace.G, Gillard.L** : "Monnaie privée et pouvoir des princes". Ed du CNRS. Paris. 1986. P 40.
- Philip. A.L:** « Histoire des faits économiques et sociaux. Aubier-Montaigne. Tome I. 1963. P 383.
- Pietri.N :** « Evolution économique de l'Allemagne du milieu du XIX° siècle à 1914 ». Regard sur l'histoire. Société d'Edition d'Enseignement Supérieur. 88, Bd Saint Germain. Paris 1982. P565.
- Pigeon Marc-André:** « It Happened, but Not Again: A Minskian Analysis of Japan's Lost Decade". Jerome Levy Institute. Working Paper n° 303. Juin 2000. P 17.

**Plott.C, Sunder.S:** "Efficiency of Experimental Security Markets with Insider information: An Application of Rational-Expectations Models". Journal of Political Economy. 90(4). 1982. P 663-698.

**Polanyi Karl :** « La Grande transformation. Aux origines politiques et économiques de notre temps ». NRF. Edition Gallimard. 1944. P419.

**Pollard.S:** « Fixed Capital in the Industrial Revolution ». Journal of Economic History 24.1963. P 314.

**Pollard.S, Crossley.D.W :** "The Wealth of Britain 1085-1966" Batsford. London. 1968. P 303.

**Pomerleano.M:** « The East Asia Crisis and Corporate Finances: The Untold Story ». JEL. P 35.

**Postan.M. M:** « Recent Trends in the Accumulation of Capital". Economic History Review. 1st Series. 1935. P 1-12.

**Postan.M:** "Credit in Medieval Trade" Economic History Review, 1st ser. 1 (1928). Reprinted in **Michael M. Postan:** "Medieval Trade and Finance». Cambridge, 1973. P 1-27.

**Posthumus N.W :** "Notes and Documents: The tulip mania in Holland in the years 1636 and 1637". Journal of Economic and Business History. Mai 1929. Vol. I. N°4. P 435.

**Pressnell LS:** « Country banking in the Industrial Revolution ». Oxford. 1956.

**Prowse.S.D:** » Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan » Journal of Financial Economics 27: 1. 43-66. Septembre 1990.

**Quesnay, François, and August Oncken:** « Œuvres économiques et philosophiques de F. Quesnay ». New York: B. Franklin. 1969.

## R

**Rajan.G.Raghuram, Zingales.Luigi:** « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century" Economics Department Working Papers n° 265. OCDE. Paris. 12 Octobre 2000. P 46.

**Rees.G:** « La Grande Crise de 1929 » Edition Albin Michel. Paris. 1972. P 316.

**Régnauld.J:** « Calcul des chances et philosophie de la bourse ». Paris, Mallet-Bachelier et Castel. 1863.

**Renouard.Y :** "Les hommes d'affaires italiens du Moyen Age". A.Colin.Paris. 1968. P 152.

**Rockoff.H:** « The Free Banking Era: A Re-examination » New York. Journal of Money, Credit and Banking, 6. 1975. P 141-168.

**Rodolico.N :** « Il popolo minuto : Note di storia fiorentina (1343-1378) » Biblioteca Toscana. 1968. P 128.

- Rodrick.Dani:** « Has Globalisation Gone Too Far?» Institute for International Economics. Washington DC. 1997. P 103.
- Rojas-Suarez.L, Weisbrod.S :** « **Financial Fragility in Latin America: The 1980's and 1990's** » **International Monetary Fund. Occasional Papers.1995. P 132.**
- Rolrick.A.J, Smith.B.D, Weber.W.E:** "Lessons from Laissez-Faire Payments System: The Suffolk Banking System (1825-1858)» Federal Reserve Bank of St Louis. Review. Mai-juin 1998. P 105-115.
- Romano. R. :** "L'Italia nella crisi del XIV Secolo". Nuova Rivista Storica. Roma. 1966. p 586.
- Roncière (Charles de la) :** "Florence, centre économique régional au XIV<sup>e</sup> siècle. Le marché des denrées de première nécessité à Florence et dans sa campagne et les conditions de vie des salariés. 1320 - 1380" ; Thèse soutenue à Aix. 1976. p 513.
- Rosenbluth.F:** " Financial Politics in contemporary Japan" Ithaca. New York. Cornell University Press. 1989. P 152.
- Ruiz.P.M:** "El siglo de los Genoveses en Castilla (1528-1627)" Madrid 1971.

## S

- Sacks.D.H :** "The widening gate: Bristol and the Atlantic Economy 1450-1700". Berkeley University of California Press. (<http://ark.cdlib.org/ark:/13030/ft3f59n8d1/>). 1991.
- Samuelson.P.A :** « Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly », Industrial Management Review, Vol.6, N°1. 1965. P 41-49.
- Sandretto.R:** « Globalization and National Sovereignty. Defense of an Iconoclastic View". Seventh International Conference. The Problems of Economic Integration of Ukraine into the European Union. Globalization and New economy. Yalta-Phoros. Ukraine 2002. P 9.
- Sapori.G :** "La crisi delle compagnie mercantili dei Bardi e dei Peruzzi" .Bibliotheca storica toscana. Firenze .1926. P 308.
- Savary des Brûlons. J :** "Dictionnaire Universel de Commerce". Paris. 1752. P 529.
- Sawamoto, Nakajima.Z, Taguchi.H:** "Financial Stability in a Changing Environment". St Martin 's Press. New York. 1995. P41-98.
- Sheard.Paul:** « The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan » Journal of Economic Behavior and Organization. 11. 1989. P 399-422.
- Scher.M.J:** « Japanese Cross-Shareholdings: Corporate Governance or Anti Governance? » Association of Business Studies. Ann Arbor. 1995.
- Schick.L:** « Un grand homme d'affaires du début du XV<sup>e</sup> siècle : Jacob Fugger ». Paris. SEVPEN. 1957. P 323.
- Schlesinger.A.M:** „L'Ere de Roosevelt, la crise de l'ordre ancien 1919 – 1933 ». Edition

Denoël. Paris 1971. P 535.

**Schmidt.Reinhard, Hackethal.Andreas, Tyrell Marcel:** « Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An international Comparison » Johann Wolfgang Goethe Institute. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. Working Paper Series n°10: Financial & Accounting. Frankfurt/Main. Janvier 1998. P 40.

**Schoeffler.Pierre:** « La crise de l'immobilier en Suède ». Revue d'Economie Financière. 1993. P 301-309.

**Schwert.G.W:** „Stock Market Volatility and the Crash of ,87“ University of Rochester. The Review of Financial Studies. Volume 3, N°1. 1990. P 77-102.

**Scitovsky.Tibor:** « Two Concept of External Economies » The Journal of Political Economy. 63. Avril 1954. P143-151.

**Securities and Exchange Commission :** “The October 1987 Market Break” Report by the Division of Market Regulation. US Government Printing Office. Washington.D.C. 1988. P 2 -10.

**Sédillot René :** « Histoire des marchands et des marchés » Fayard. Paris. 1964. P 389.

**Sée.H:** “ Les origines du capitalisme moderne. Esquisse historique” Chapitre III: “Les manifestations du capitalisme à Florence”. Armand Colin. 1926. P 210.

**Seurot François :** « Les crises bancaires en Italie au Moyen Age : Un essai d'application de la théorie de Minsky-Kindleberger » CREDES. Université de Nancy II. P 20.

**Sharpe.W.F:** “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”. Journal of Finance. Vol.19, September 1964. P 425-442.

**Shiller.R:** « Investor Behavior in the October Stock Market Crash: Survey Evidence” Working Paper N° 2446. National Bureau of Economic Research. Cambridge. November 1987. P 14.

**Shiller.R:** « Market Volatility ». MIT Press. Cambridge. M.A.1989. P464.

**Simon. A. Herbert:** « Rationality as Process and as Product of Thoughts » American Economic Review ». May 1978. P 1-16.

**Smith.V:** « An Experimental Study of Competitive market Behavior ». Journal of Political Economy. 1962. P 111- 137.

**Smith.V:** « Microeconomic systems as an experimental Science » American Economic Review. 72. 1982. P 923- 955.

**Smith.V, Suchanek.G, Williams. A :** “Bubbles, Crashes, and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Market”. Econometrica. 1988. P 1196 1151.

**Sombart.W:** « Le bourgeois » Edition Payot. Paris. 1913. P 342.

**Soros.G:** “ L’Alchimie de la Finance ». Valor Editions. Hendaye. 1998. P 441.

**Sprague.O.M.W:** « History of Crises Under the National Banking System ». Augustus.M.Kelley. New York. 1968. United-States government printing. 1910. P 158.

**Steimetz.Seiji:** “Bubbles, Bulbs, Bykes and Bonds” San José State University. May 1999. P 6.

**Steuart.J :** "An inquiry into the principles of political economy ». "Principes d'économie politique ". Traduction française. Paris. 1790. P 409. In **Grenier.J.Y :** "L'économie

d'Ancien Régime, un monde de l'échange et de l'incertitude". Albin Michel. Paris. 1996. P 52.

**Stiglitz.J.E, Weiss. A:** „Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets“ *American Economic Review*. 73. 1983. P 912-27.

**Suzuki.Yukio:** « The Japanese Financial System ». Oxford University Press. Oxford. 1987. P 358.

**Suzuki.Kenji:** » Rethinking Japan's Bad Loan Management: Implications from a Comparison with the Swedish Case. European Institute of Japanese Studies. Stockholm School of Economics. Summer 2000. P 21.

**Sylla.Richard:** « Financial Disturbances and Depressions: The View from Economic History”. Working Papers n° 47. Prepared for presentation at “The crisis in Finance” a conference of the Jerome Levy Economics Institute. Bard College. 1991. P 17.

**Sylla, Richard:** « US Securities Markets and the Banking System, 1790-1840 ». Federal Bank of Saint Louis. Review. Mai-juin 1998. P 83 à 98.

## T,U

**Tabatoni.P:** « J.Law, la monnaie et l'Etat ». Académie des Sciences Morales et Politiques. Conférence à l'IFAP. Mars 2000.

**Takagi Shinji:** « Japanese Capital Markets: New Development in Regulations and Institutions. Blackwell. P137. 1993.

**Teranishi.Juro:** "Development and Transformation of Japan's Financial System and Monetary Policy," *The Economic History of Japan: 1914-1955, A Dual Structure* (T. Nakamura and K. Odaka, eds.) Oxford University Press, 2003, pp. 137-189.

**Thornton.H:** « An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain”. London. 1802. Reprinted by August M. Kelley, 1965. P 241.

**Todd E :** « Après l'Empire. Essai sur la décomposition du système américain » Edition Gallimard. 2002. P 253.

**Thompson.E.A, Treussard.J :** « The Tulip Mania: Fact and Artifact » UCLA Department of Economics. Décembre 2002. P 21.

**Trintzius.René :** « John Law et la naissance du dirigisme » Edition SFELT. Présence de l'histoire. Paris 1950. P 298.

**Ueda.K:** « The Japanese Banking Crisis in the 1990's » Strengthening the Banking System in China: Issues and Experiences. BIS Policy Papers n°7. Bank for Settlements. Bâle. 1999. P 251-262.

## V,W,Z

- Valeriano.F.Garcia, Lin.Liu:** « Macroeconomic Determinants of Stock Market Development” Journal of Applied Economics. Vol. II, N°. I. May 1999. P 29-59.
- Van Dillen J.G** : "Isaac Le Maire et le commerce des actions de la Compagnie des Indes Orientales". Revue d'Histoire Moderne. Tome X. Paris. 1935. P 15 et suivantes.
- Van Klaveren.J** :“Die Historische Erscheinung der Korruption” Vierteljahrschrift für sozial und Schafstgeschichte. 1957 P 304.
- Vega (De La).J: Mackay, Charles / de la Vega, Joseph:** “ Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds - Confusión de Confusiones” A Marketplace Book. John Wiley & Sons. February 1996. P 214.
- Velde.F.R:** “Government Equity and Money. John Law’s System in 1720 France” Federal Reserve Bank of Chicago” May 17, 2004. P 84.
- Velasco.A:** « Trade, Development and the World Economy: Selected Essays of Carlos Diaz-Alejandro ». Oxford. UK. Blackwell. 1988. P 372.
- Villani.G:** “Cronica”. Fondazione Pietro Bembo / Ugo Guanda. Editore in Parma. 1991. Edizione Elettronica del 28 ottobre 1997.
- Villey.D:** « Petite histoire des grandes doctrines économiques ». Editions Génin. 1985. P 431.
- Viotti.Staffan:** « Dealing with Banking Crises – Proposal for a New Regulatory Framework » Sveriges Riksbank Economic Review. Stockholm. Mars 2000. P 113.
- Volpi.R:** « Le modèle italien et sa diffusion. Mille ans de destruction créatrice ». Université du littoral-Côte d’Opale. L .R.II. Document de travail n° 61. Février 2003. P 25.
- Von Thadden.E.L:** « The Term Structure of Investment and the Limits to the Banks’ Insurance Function » WWZ Discussion Paper 9606. Universität Basel. 1991. In European Economic Review, vol. 41 (7), July 1997, pp. 1355-1374.
- Weber. M** : "L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme". Plon. Collection Agora. Paris. 1° édition française 1964. P 214.
- Weber.M:** « Economie et Société » (1922) Tome II. L’organisation et les puissances de la société dans leurs rapports à l’économie. Collection Agora. Plon. 1995.
- Weil.P:** « On the Possibility of Price Decreasing Bubbles » Econometrica. Vol. 58 (6). 1990. P 1467-74.
- White.E.N:** « Were Banks Special Intermediaries in Late Nineteenth Century America? » Federal Reserve Bank of St Louis. Review. May-June 1998. P 32.
- Williams. A, Smith.V:** “Cyclical Double-auction markets With and Without Speculators” Journal of Business. 57. 1984. P 1 –33.
- Wilson. C** : "England’s Apprenticeship 1603-1763 ". 3°Ed. London. 1967. P 172-173.
- Wilson.J, Sylla.R, Jones.C:** « Financial market volatility panics under the national banking system before 1914 » in « Crashes and panics: An Historical Perspective. Volatility in the Long Run ». In White.E.N: "Crashes and panics: The lessons from History” Ed. Eugene White. Dow Jones/Irwin. Homewood. 1990. P 260.
- Working.H:** « A Random – Difference Series for Use in the Analysis of Times Series”

Journal of the American Statistical Association, Vol. 29. 1934. P 11-24.

**Young. A:** « The tyranny of Numbers: Confronting the statistical realities of the East Asian Growth Experience». Quarterly Journal of Economics. 110. August 1995. P 641- 680.

**Zajdenweber Daniel** : « Economies des Extrêmes ». Nouvelles Bibliothèque Scientifique. Flammarion. 2000. P 218.

**Zenginkyo:** (Association des Banquiers japonais) : « Analysis of Financial Statements of All Banks”. Mars 1998.

**Zweigert.K, Kotz.H:** « Introduction to Comparative Law » Oxford University Press. New York. NY. 1998. P 183.