

L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

Christian BIALÈS
Professeur de Chaire Supérieure
en Économie et Gestion
www.christian-biales.net

Ce site se veut **évolutif**. Pour cela il fait l'objet d'un enrichissement documentaire régulier.

© Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur.

Le code de la propriété intellectuelle n'autorise, aux termes de l'article L122-5, que les reproductions strictement destinées à l'usage privé.

Pour toute utilisation de tout ou partie d'un texte de ce site, nous vous demandons instamment d'indiquer clairement le nom de l'auteur et la source :

CHRISTIAN BIALÈS

Professeur de Chaire Supérieure en Économie et Gestion
Montpellier (France)

www.Christian-Biales.net

Tout autre usage impose d'obtenir l'autorisation de l'auteur.

Vous pouvez aussi [mettre un lien vers cette page](#)

La question de l'intermédiation financière est à la fois ancienne et nouvelle. Ancienne, dans la mesure où depuis longtemps les théories monétaires, telles que celle de Gurley et Shaw qui date déjà d'une quarantaine d'années, l'étudient en distinguant la finance directe et la finance indirecte. Nouvelle, parce que la globalisation financière actuelle est régie par une règle que l'on peut appeler « règle des 5 D » : le Décloisonnement des marchés (avec la suppression du contrôle des changes sur le plan extérieur et avec l'unification des marchés de capitaux sur le plan intérieur), la Dématérialisation des marchés et des titres (les marchés financiers sont des réseaux informatiques et les titres papiers n'existent plus), la Déréglementation (avec la Déspecialisation des institutions et la Dérégulation des activités), la *Désintermédiation* des financements (avec la titralisation des financements, la marchandisation des conditions bancaires et la mobiliérisation des bilans bancaires), et le Désengagement de l'État. La révolution financière des années 80 et l'accélération de la mondialisation de l'économie dans les années 90 justifient donc que l'on se pose la question de la place de l'intermédiation financière dans l'ensemble du système de financement et de la réalité du processus de désintermédiation (première partie).

En constatant la désintermédiation des financements, certains annoncent la disparition des intermédiaires financiers ou tout au moins un irréversible recul : s'impose alors la question de la nécessité des intermédiaires financiers (deuxième partie).

D'autre part, l'atonie persistante de l'activité économique dans plusieurs pays amène à réfléchir sur le rôle de la création monétaire dans le financement de la croissance. Reprenant alors la distinction classique au sein des intermédiaires financiers entre ceux qui sont "bancaires" et ceux qui ne le sont pas selon qu'ils ont ou non le pouvoir de créer de la monnaie, nous posons dans une troisième et dernière partie la question de la spécificité des banques au sein de la galaxie des intermédiaires financiers.

Plan :

Partie 1 : L'intermédiation au centre de la macroéconomie monétaire.

Chapitre 1 : L'intermédiation dans la macroéconomie monétaire analytique

Chapitre 2 : L'intermédiation dans la macroéconomie monétaire descriptive

Partie 2 : L'intermédiation financière au secours de la finance directe

Chapitre 1 : L'intermédiation financière pour pallier les imperfections du marché financier

Chapitre 2 : L'intermédiation financière pour pallier les défaillances du marché financier

Partie 3 : L'intermédiation bancaire à la base de l'économie monétaire

Chapitre 1 : L'intermédiation bancaire pour assurer la liquidité des actifs

Chapitre 2 : L'intermédiation bancaire pour assurer la croissance économique

PARTIE I : L'INTERMÉDIATION AU CENTRE DE LA MACROÉCONOMIE MONÉTAIRE

Chapitre 1 : L'intermédiation dans la macroéconomie monétaire analytique

Section 1 : L'intermédiation et les voies de financement

Le tableau I présente les différentes voies de financement d'une économie nationale. On y distingue en particulier :

◇ La voie du financement interne, qui correspond à celle de l'autofinancement.

◇ La voie du financement externe, qui passe soit directement par le marché soit indirectement par des institutions ad hoc.

- Le financement de marché, ou finance directe, amène les agents à besoin de financement à offrir, en contrepartie des capitaux qu'ils demandent, des titres primaires au bénéfice des agents qui sont à la recherche de placements - "longs" et risqués- pour leur capacité de financement.

- Le financement intermédié, ou finance indirecte, fait intervenir par définition des institutions ad hoc - les institutions financières - pour servir d'intermédiaire entre les agents à besoin de financement et ceux à capacité de financement. Les institutions financières émettent des titres secondaires au bénéfice des seconds (les agents à capacité de financement cherchent par acquisition de ces titres - "courts" et peu ou pas risqués - à rentabiliser leur épargne liquide) pour collecter les ressources nécessaires au financement des titres primaires offerts par les premiers (les agents à besoin de financement).

Remarques :

1) Notre analyse est de type macroéconomique mais le tableau peut se lire aussi au niveau microéconomique.

2) La distinction interne / externe est faite ici par rapport à chaque catégorie élémentaire d'agents (le financement des entreprises par l'appel à l'épargne des ménages est un financement externe). Elle aurait une signification différente si nous prenions comme base de raisonnement un regroupement de ces catégories élémentaires, avec par exemple d'un côté les agents non financiers et de l'autre les agents financiers : la finance directe serait alors considérée, comme l'autofinancement, une forme de finance interne et seul le financement intermédié constituerait de la finance indirecte.

Section 2 : L'intermédiation et les régimes de macrofinance.

◇ L'analyse monétaire distingue plusieurs régimes de macrofinance, c'est-à-dire plusieurs types d'économie financière, selon le poids relatif qu'ont dans l'économie nationale considérée les différentes voies de financement.

Depuis les travaux de Gurley et Shaw (1960) et surtout de Hicks (1975), on a coutume d'opposer les économies d'endettement et les économies de marchés de capitaux selon que le centre de gravité du financement de l'économie se trouve plutôt du côté de la finance intermédiée ou au contraire du côté de la finance directe.

◇ Notre tableau introduit cependant deux classifications un peu différentes pour spécifier au mieux les économies financières concrètes et également pour caractériser leur évolution éventuelle :

- Une première classification sépare les régimes de macrofinance selon que l'essentiel des financements se fait par des capitaux propres - économies de fonds propres - ou par des capitaux étrangers - économies d'endettement-

- La seconde classification distingue les économies financières selon que, pour le financement externe, le rôle principal est du côté des marchés de capitaux -économie de marchés- ou du côté des institutions financières -économies de crédit-

◇ Ces deux classifications ne se recoupent qu'en partie :

- Entre économie de fonds propres et économie de marchés de capitaux,

les *points communs* sont les suivants :

- le financement interne est prépondérant ;
- le financement externe est complémentaire et il est désintermédié ;

la *différence* essentielle est que dans l'économie de fonds propres le financement externe se fait surtout par émission d'actions et non par emprunts comme en économie de marchés de capitaux.

- Entre économie d'endettement et économie de crédit,

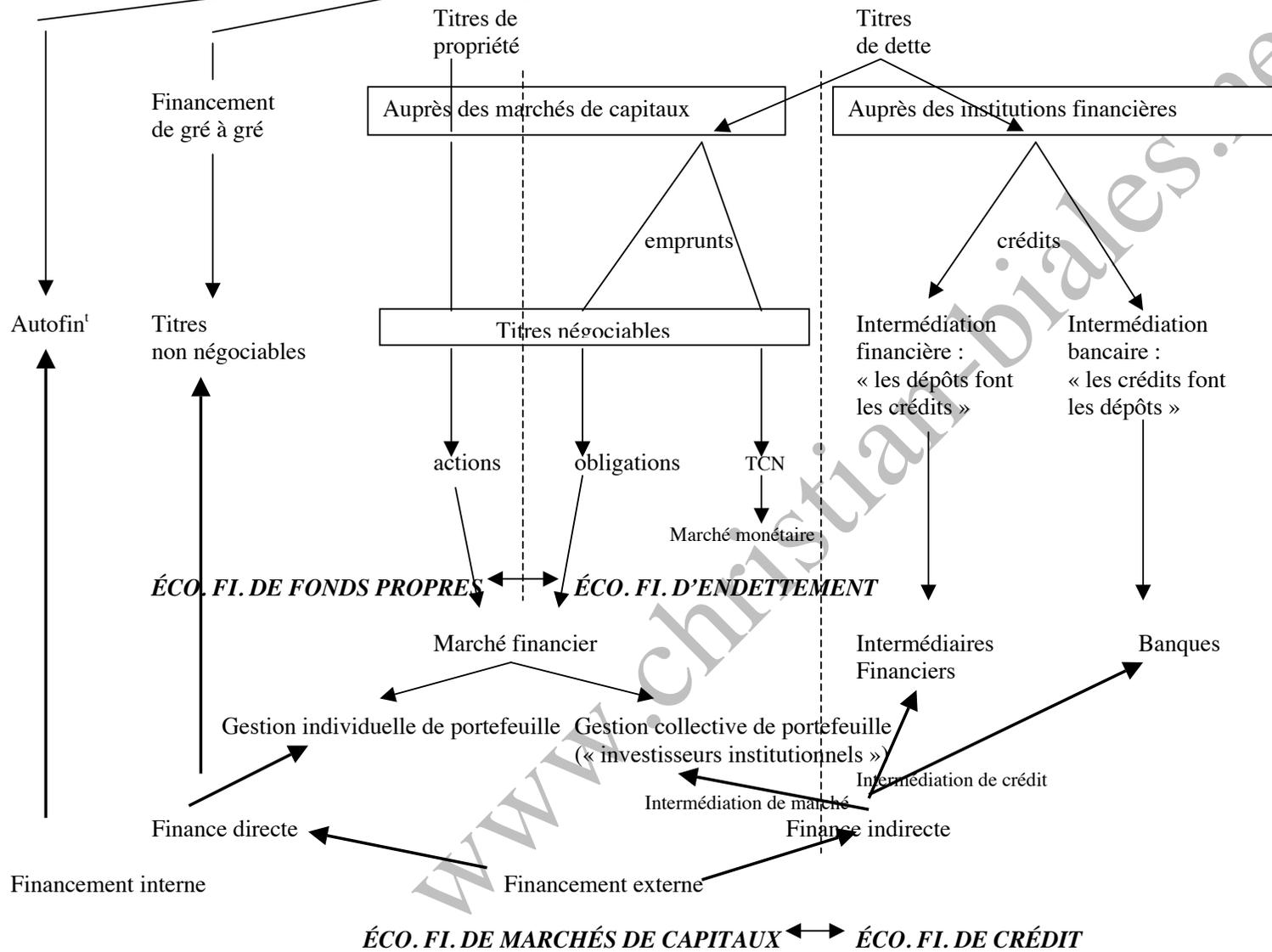
les *points communs* sont les suivants :

- le financement interne est relativement faible ;
- le financement externe, complément indispensable, prend la forme d'un endettement ;

la *différence* principale est que dans l'économie de crédit, le financement externe est intermédié alors qu'en économie d'endettement il est surtout un financement de marché (marché financier avec les obligations et marché monétaire avec les titres de créance négociables (TCN), dont en particulier les billets de trésorerie.

VOIES DU FINANCEMENT

Tableau I



◊ Ces deux classifications font apparaître une dichotomie générale entre les économies financières qui fonctionnent essentiellement avec du financement interne et le recours au marché pour ce qui concerne le financement externe, avec plus ou moins de fonds propres, et les économies financières où le financement interne est plus faible et où par conséquent le financement externe est primordial, avec un recours plus ou moins important au découvert bancaire.

À ces grandes typologies correspondent en analyse monétaire d'importants clivages que nous avons étudiés dans le numéro 25 des Cahiers Économie et Gestion et que nous résumons dans le tableau synoptique II.

Tableau II :

	ÉCONOMIE FINANCIÈRE DE MARCHÉS DE CAPITAUX	ÉCONOMIE FINANCIÈRE D'ENDETTEMENT
PRINCIPES DE FINANCEMENT	<p>Épargne -> Investissement (théorie néoclassique). Fort autofinancement des entreprises, relativement. Système de financement externe surtout direct. Le crédit ne joue qu'un rôle complémentaire. Mais l'intermédiation n'est pas pour autant négligeable, seulement elle est « branchée » sur les marchés. Cela est d'ailleurs spécialement le cas lorsque le recours aux fonds propres est privilégié puisqu'il y a institutionnellement des opérations de marché avec le développement des OPCVM et autres fonds de pension investis en actions.</p>	<p>Investissement -> Épargné (théorie keynésienne). Faible autofinancement des entreprises, relativement. Système de financement externe surtout indirect. Le crédit joue un rôle moteur : élasticité élevée de l'offre de crédit à la demande. Tendance à la surliquidité de l'économie. Cela peut être favorable à la croissance mais avec 2 risques d'effets pervers : des tensions inflationnistes et un défaut de sélection des investissements (dû à la différence wicksellienne entre taux monétaire et taux naturel).</p>
PROCESSUS MONÉTAIRES La création de monnaie	<p>Offre de monnaie exogène -> multiplicateur de crédit. Relation Base monétaire -> Masse monétaire. D'où efficacité de la politique monétaire (par la base). Création monétaire = processus court et direct (car monétisation de titres). Surtout création de monnaie externe.</p>	<p>Offre de monnaie endogène -> diviseur de crédit. Relation Masse monétaire -> Base monétaire. D'où moindre efficacité de la politique monétaire. Création monétaire = processus long reposant sur opérations de crédit. Surtout création de monnaie interne.</p>
	<p>Non endettement des banques commerciales auprès de la Banque centrale (BC). -> le problème de refinancement n'est pas fondamental. Le recours à la BC est ponctuel. Le refinancement est un privilège</p>	<p>Endettement structurel des banques commerciales auprès de la Banque centrale (BC). -> Le problème de refinancement est incontournable. Le recours à la BC est systématique.</p>

Le refinancement	<p>pour les banques commerciales et un droit pour la BC.</p> <p>Le marché monétaire est « hors-Banque » et ouvert.</p> <p>Le fort endettement du Trésor public (TP) fournit une part importante des titres négociés et constitue la base essentielle de la liquidité de l'économie.</p>	<p>Le refinancement est une nécessité pour les banques commerciales et une obligation pour la BC.</p> <p>Le marché monétaire est « en Banque » et fermé.</p> <p>Le TP n'est pas forcément endetté ; son déficit doit même être limité, compte tenu de l'étroitesse du marché financier.</p>
Les taux d'intérêt	<p>Les taux d'intérêt sont flexibles et leur détermination est libre : ils sont bien significatifs des relations entre l'offre et la demande de capitaux.</p> <p>En acceptant la conclusion keynésienne d'une rigidité des prix dans la sphère réelle, on est en présence d'une dissymétrie : les activités réelles sont régulées par les quantités, les activités financières par les prix.</p>	<p>Les taux d'intérêt sont peu flexibles et leur fixation est administrée : ils sont peu représentatifs des conditions des marchés de capitaux, même si en économie ouverte ils sont nécessairement dépendants des taux internationaux.</p> <p>Par conséquent, tous les marchés – réels et financiers- sont régulés par les quantités. Il y a ici symétrie.</p>
POLITIQUE MONÉTAIRE	<p>Contrôle monétaire efficace sur les conditions d'offre de crédit par les institutions financières, en agissant sur leur liquidité au moyen d'une régulation par les taux et par la base.</p> <p>-> politique d'open-market.</p>	<p>Contrôle monétaire seulement possible sur les conditions de la demande de crédit par les agents non financiers, toute action par les taux ou par la base étant de faible portée à cause de l'administration des taux et du diviseur de crédit.</p> <p>-> politique d'encadrement et de sélectivité du crédit.</p> <p>D'où un paradoxe : la croissance se fait grâce au crédit et la seule façon de réguler la masse monétaire est de contrôler le crédit.</p>

◊ Les classifications présentées ici correspondent à des types purs d'économie financière dont les régimes de macrofinance que fournit l'histoire monétaire s'écartent plus ou moins.

Il est bon de ce point de vue de distinguer nettement les années 60 et 70 d'un côté et les deux décennies suivantes :

- Les *décennies 60 et 70* : on peut établir une franche opposition entre les pays qui correspondent assez bien au modèle des économies d'endettement/crédit (France, Japon) et ceux qui correspondent au modèle des économies de marchés/fonds propres (États-Unis, Angleterre).

- Les *décennies 80 et 90* : la généralisation de la politique monétaire anti-inflationniste lancée aux États-Unis à la fin des années 70, le développement irrépessible de la globalisation et de la libéralisation financières, couplé à celui des nouvelles technologies de l'information et de la communication, sont autant de facteurs qui expliquent l'effet de domination du modèle anglo-saxon et qui favorisent par conséquent une convergence des différents régimes de macrofinance vers le modèle de l'économie financière de marché de capitaux. Cette convergence signifie pour des

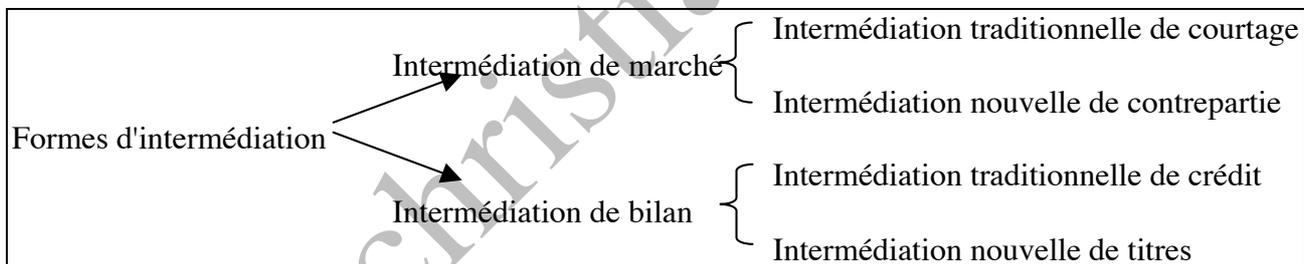
économies financières comme celle de la France une profonde mutation, à la fois au niveau de ses institutions, de ses circuits de financement, du comportement financier de ses agents non financiers et de son type de régulation monétaire. D'où les bouleversements que nous avons connus dans tous les compartiments de notre économie monétaire et financière à partir du milieu des années 80. Cette convergence laisse malgré tout subsister des différences propres à chaque pays : c'est ainsi que les entreprises françaises, dont le taux d'autofinancement s'est considérablement accru (le fait qu'il soit largement supérieur à 100 % depuis quelques années ne peut être étudié ici) privilégient les émissions d'actions ou de quasi-actions dans leur financement externe, alors que celles des États-Unis font davantage appel au marché obligataire. On est donc tenté d'en conclure que l'économie française se rapproche d'une économie de fonds propres tandis que l'économie américaine est plus généralement une économie de marchés de capitaux.

◇ La notion d'intermédiation.

- Il faut d'abord distinguer intermédiation de marché et intermédiation de bilan.

L'intermédiation peut être *passive* en ce sens que le rôle de l'intermédiaire financier se limite à aider les agents à besoin de financement à trouver les agents à capacité de financement pour écouler les titres que les premiers désirent offrir à long ou court terme aux seconds. C'est l'"intermédiation de marché". En plus de cette fonction traditionnelle de courtage, l'intermédiation de marché remplit aussi aujourd'hui la fonction de contrepartie.

L'intermédiation est *active* lorsqu'elle comporte une fonction de *transformation de titres*, ce qui affecte nécessairement le bilan de l'intermédiaire, d'où l'expression d'"intermédiation de bilan". L'intermédiation de bilan a pour fonction traditionnelle l'octroi de crédit ; l'intermédiation de titres au travers des OPCVM en constitue une forme contemporaine.



- Il convient ensuite de distinguer intermédiation financière et intermédiation bancaire.

Certes, toutes deux sont des intermédiations de crédit et remplissent une fonction de transformation de titres mais cette transformation de titres est de nature bien différente dans l'un et l'autre cas.

L'*intermédiation financière* (stricto sensu) consiste en une *transformation d'échéance* de titres : les intermédiaires financiers "purs" font du long avec du court, pourrait-on dire. Leur rôle principal est en effet de financer pour les entreprises des crédits à moyen et long termes au moyen de la capacité de financement des agents non financiers excédentaires. Cette capacité de financement peut être captée soit en offrant des titres longs en intervenant sur le marché financier, et la transformation assurée est une transformation titres/titres qui porte sur la durée des titres émis et acquis, soit des titres courts, et la transformation réalisée est une transformation dépôts/titres : les dépôts d'épargne des ménages financent les crédits demandés par les agents à besoin de financement. Ce sont alors "les dépôts qui font les crédits". Dans les deux situations, il n'y a pas création de ressources de financement nouvelles. Le financement est ici assuré, comme d'ailleurs tous ceux de la finance directe, sur ressources d'épargne a priori.

L'intermédiation bancaire opère une transformation plus radicale puisqu'il s'agit d'une transformation de nature des titres. La création monétaire consiste en effet, pour reprendre la formule consacrée, en la "monétisation" de créances non monétaires. Ce sont "les crédits qui font les dépôts" et il y a création de ressources nouvelles de financement ; la création monétaire équivaut à une promesse de production future et correspond à une anticipation d'épargne.

Remarques :

1) Sur le plan *institutionnel*, on appelle banque toute institution financière détenant le pouvoir de créer de la monnaie. Et qui peut le plus peut le moins : les banques peuvent réaliser de l'intermédiation financière alors que les intermédiaires financiers "purs" n'ont pas le pouvoir de création monétaire.

2) Sur le plan *technique*, il y a création de monnaie à chaque fois qu'augmente la masse monétaire, c'est-à-dire le volume des moyens de paiement mis à la disposition des agents non financiers, ou des agents de dépense comme les appellent Gurley et Shaw. Une banque crée par conséquent de la monnaie lorsqu'elle octroie un crédit à partir d'une quantité de monnaie centrale reçue d'une consœur à l'occasion d'un règlement interbancaire : les dépôts qui font les crédits sont dans ce cas créateurs de monnaie. Et, par opposition, les crédits qui font les dépôts sont créateurs de monnaie "ex nihilo".

3) Sur le plan de l'*analyse monétaire*, il ne faut pas confondre *monnaie et crédit*.

Création de monnaie et octroi de crédit	}	Crédit pur (avance, découvert) Escompte d'effet
Création de monnaie sans octroi de crédit	}	Opérations sur devises
Octroi de crédit sans création monétaire	}	Intermédiation financière "pure"

◇ Finance de marché et finance directe ne se recouvrent pas : contrairement à ce que l'on aurait pu écrire il y a encore quelques années, le financement de marché ne se confond pas avec la finance directe. En effet, avec l'essor considérable de la gestion collective que réalisent en grande partie les investisseurs institutionnels (OPCVM, compagnies d'assurances, fonds de pension), la part de la « finance directe » dans le financement de marché est minoritaire : la plus grande partie du financement de marché est intermédiée.

Chapitre 2 : L'intermédiation dans la macroéconomie monétaire descriptive

Section 1 : L'I.F., en termes d'offre et en termes de demande

◇ De manière générale, l'intermédiation financière est l'activité développée par les agents financiers qui s'interposent pour faciliter l'adéquation en quantité et en qualité de l'offre à la demande de capitaux.

L'activité d'intermédiation présente deux caractéristiques qui la distinguent de deux manières de la finance directe par les marchés :

- Elle se fonde sur deux relations bilatérales : d'une part celle entre l'agent non financier, l'emprunteur, et l'intermédiaire financier, et d'autre part entre cet intermédiaire et la source de financement utilisée ; alors que sur les marchés les échanges capitaux contre titres sont directs entre demandeurs et offreurs de capitaux.

- Elle suppose des échanges d'informations individualisés ; alors que sur les marchés circulent des informations collectives intégrées aux prix.

◇ En macroéconomie monétaire descriptive, il s'agit plus spécialement d'étudier la place de l'intermédiation financière dans le système financier global, l'importance relative de la finance intermédiée par rapport aux financements de marché, autrement dit encore le poids des crédits dans le financement externe des agents non financiers (le financement externe correspond au total de la variation, pour la période considérée, de l'Endettement intérieur total - l'EIT - et des émissions nettes d'actions).

Pour cela, on calcule le **taux d'intermédiation** qui mesure la part des financements apportés par les agents financiers dans le total des financements dont bénéficient les agents non financiers.

Seulement, *trois difficultés* se conjuguent pour rendre ce calcul relativement délicat :

- Les finances directe et indirecte sont en réalité très interpénétrées : les intermédiaires financiers font de plus en plus souvent appel aux marchés pour se procurer les ressources dont ils ont besoin et les marchés voient leurs propres activités et liquidité dépendre dans une large mesure des opérations des institutions financières ; d'où un phénomène de "réintermédiation" et une forme d'institutionnalisation des opérations de marchés, ce sur quoi nous revenons plus loin.

- Le calcul du ratio qu'est le taux d'intermédiation dépend de la définition exacte que l'on donne

au numérateur -> quelle notion d'intermédiaire financier ?

au dénominateur -> quelle notion d'agent non financier ?

- Quand le ratio prend en considération les titres émis sur les marchés, il est souhaitable de neutraliser les effets de l'inflation éventuelle que subissent les prix des actifs financiers. « Par analogie aux séries corrigées de l'inflation, nous proposons de baptiser cette approche *l'approche en volume* » (G. Capelle-Blancard), par opposition à *l'approche en valeur*.

Compte tenu de ces diverses difficultés, que ce soit en approche en valeur ou en volume, deux taux d'intermédiation sont proposés, l'un au sens étroit et l'autre au sens large. Dans les deux cas, le dénominateur correspond à l'ensemble des financements obtenus par les agents non financiers, autrement dit à l'ensemble des titres primaires émis pas les ANF. Le taux au sens étroit correspond à une approche par la demande tandis que celui au sens large correspond à une approche par l'offre. Et les deux taux sont calculés à la fois en flux et en encours : en flux, l'analyse porte surtout sur le court terme, en encours de fin d'année elle porte davantage sur le long terme. L'analyse en termes de flux évite comme l'approche en volume les problèmes de valorisation mais elle est très sensible aux évolutions conjoncturelles.

1) Les taux d'intermédiation traditionnels, « en valeur ».

- Le **taux au sens étroit résulte d'une approche dite par la demande** (de financement), parce qu'elle privilégie le choix que l'agent non financier (le demandeur de financement) fait au profit du recours à un intermédiaire financier.

Le taux d'intermédiation au sens étroit consiste alors à rapporter le seul montant des crédits accordés par les seuls établissements de crédit aux agents non financiers au total des financements dont ceux-ci ont bénéficié. Il est possible aussi de calculer un taux d'intermédiation que nous

qualifications de *semi-étroit* si au numérateur sont pris en compte les crédits demandés aux OPCVM et aux sociétés d'assurances en plus de ceux demandés aux établissements de crédit.

- Le **taux au sens large résulte d'une approche dite par l'offre** (de financement), parce qu'elle regroupe sous l'étiquette de financements intermédiés l'ensemble des concours accordés aux agents non financiers

- par toutes les institutions financières, qu'il s'agisse des établissements de crédit, des entreprises d'assurances ou des OPCVM ;

- par les différents canaux possibles, qu'il s'agisse de l'octroi de crédits ou de l'acquisition (sur les marchés primaire et secondaire) de titres d'emprunts et de fonds propres : titres de créances négociables à court terme, obligations et actions.

Le taux d'intermédiation au sens large se calcule par conséquent en rapportant l'ensemble des financements auxquels participent les différentes institutions financières au total des financements accordés aux agents non financiers : il prend ainsi en considération les apports de fonds que les institutions financières font aux ANF en achetant des titres sur les marchés.

Remarquons cependant que cet indicateur présente l'inconvénient de ses avantages en ce sens qu'étant conçu de manière extensive il peut en devenir trop composite. Car les différentes institutions financières dont il regroupe les concours transforment de manière différente la configuration des rendements et les risques attachés aux actifs qu'elles détiennent. Certes, les établissements de crédit et les entreprises d'assurances s'interposent directement en prenant à leur charge toute déconnexion entre les caractéristiques -qualité de signature, durée, conditions de rémunération- de leur actif et celles de leur passif ; mais d'abord l'origine des risques est opposée pour les uns et pour les autres -les établissements de crédit supportent un risque d'actif alors que pour les entreprises d'assurances supportent un risque de passif- et ensuite la durée de l'interposition, directement liée à celle des ressources mises en œuvre n'est pas la même : elle est beaucoup plus courte pour les établissements de crédit que pour les entreprises d'assurances, surtout celles qui travaillent dans l'assurance-vie. Tout cela explique qu'il soit utile de calculer des taux d'intermédiation spécifiques pour les établissements de crédit, pour les entreprises d'assurances et pour les OPCVM, comme cela est proposé plus loin.

Remarque : « Il y a au moins trois manières de considérer les deux taux qui viennent d'être présentés. On peut d'abord les considérer comme le résultat de deux approches exclusives (en termes de demande / en termes d'offre) reflétant chacune un point de vue différent : celui des ANF ou celui des IF. Il n'y a alors pas de relation à établir entre les deux taux obtenus. (...) On peut aussi s'appuyer sur l'idée que la frontière entre financement direct et indirect est devenue de plus en plus floue avec la libéralisation des systèmes financiers. Auquel cas, les deux taux correspondent, non plus à deux points de vue, mais plutôt à deux bornes entre lesquelles situer le niveau de l'intermédiation. L'approche en termes d'offre et celle en termes de demande ne sont plus que deux approches plus ou moins larges. L'écart entre les deux s'interprète alors, au mieux, comme une zone d'incertitude reflétant la difficulté de délimiter le champ de l'intermédiation. (...) On peut enfin considérer que le taux en termes d'offre donne la mesure des deux grandes composantes de l'intermédiation totale qualifiées d'intermédiation de crédit et d'intermédiation de marché. L'intermédiation de crédit n'est autre que l'intermédiation en termes de demande de financements, tandis que l'intermédiation de marché, qui apparaît dès lors comme une forme d'intermédiation à part entière, correspond à la différence entre le taux en termes d'offre et celui en termes de demande. L'intérêt de cette troisième interprétation tient à ce qu'elle permet d'apprécier les modalités de l'intermédiation selon les pays dans l'optique d'une typologie des systèmes financiers. En effet, un même niveau d'intermédiation totale peut résulter d'une combinaison très différente de l'intermédiation de crédit et de l'intermédiation de marché. » (Gunther Capelle-Blancard et Jézabel Coupey-Soubeyran, juillet 2003).

2) Les taux « en volume ».

Un article de G. Capelle-Blancard, écrit en août 1999 et publié en 2000 dans la revue d'économie financière (n° 59), propose une mesure originale du degré d'intermédiation : la méthode consiste à utiliser des séries en encours, corrigées des phénomènes de valorisation, afin de ne retenir, parmi l'augmentation de la capitalisation boursière, que l'aspect « nouveau financement ». Car, durant les trente dernières années du 20^{ème} siècle la valeur des titres émis sur les marchés monétaire et financier par les ANF a été multipliée par 30 contre 12 pour le montant des crédits qui leur ont été accordés : « la forte progression de la capitalisation boursière cache en réalité deux tendances distinctes : l'augmentation des émissions d'actions (...), et le renchérissement des actions plus anciennes. Or, ces dernières années, c'est le second effet qui domine. Aussi, l'orientation à la baisse du taux d'intermédiation en encours provient pour l'essentiel de la formidable croissance de l'indice boursier ».

Remarque : la différence entre les deux taux au sens large, celui « en valeur » et celui « en volume », mesure l'effet de la valorisation boursière.

Section 2 : L'I.F. : désintermédiation et réintermédiation

§1) Analyse interne à la France.

A- Les données statistiques

Pour la période 1970-1996, les données, tirées de l'article de G. Capelle-Blancard, proviennent des tableaux des opérations financières annuels de la Banque de France, et, pour les années suivantes, les données sont prises dans le rapport du CNCT de 2001.

Remarque importante : depuis le milieu des années 2000, de nouvelles statistiques des taux d'intermédiation sont produites par la Banque de France, non plus à partir de données purement monétaires mais à partir des comptes financiers nationaux (voir l'article de M. Boutillier et de J.-C. Bricongne paru dans le Bulletin de la Banque de France de Février 2006).

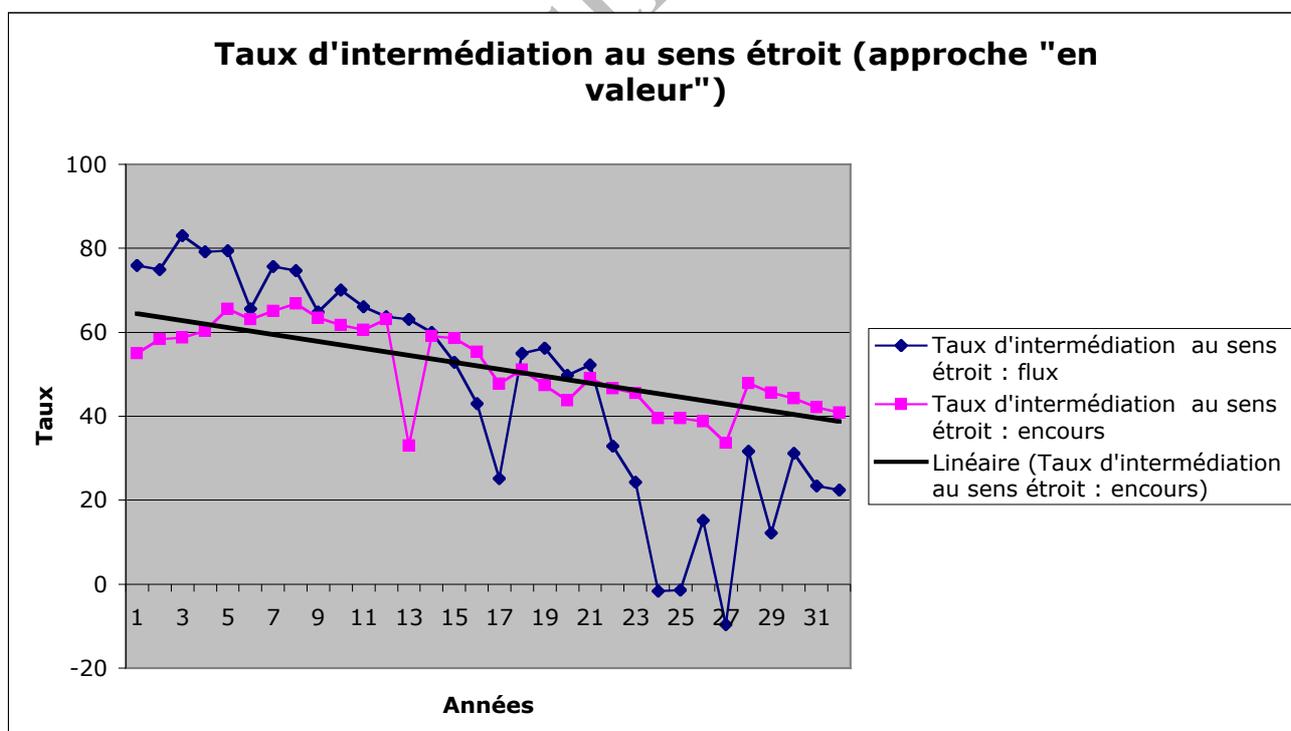
◇ Évolution du taux d'intermédiation au sens étroit (approche « en valeur »)

Tableau A

Années	Taux d'intermédiation au sens étroit : flux	Taux d'intermédiation au sens étroit : encours
1970	75,93	54,92
1971	74,91	58,37
1972	83,09	58,69
1973	79,15	60,36
1974	79,36	65,56
1975	65,61	63,09
1976	75,69	65,05
1977	74,73	66,81
1978	64,86	63,42
1979	70,04	61,73
1980	66,05	60,61
1981	63,75	63,12
1982	63,05	32,99
1983	60,02	59,09

1984	52,88	58,61
1985	42,98	55,37
1986	25,20	47,72
1987	55,01	51,16
1988	56,19	47,33
1989	49,67	43,80
1990	52,28	49,03
1991	32,94	46,63
1992	24,30	45,46
1993	-1,70	39,52
1994	-1,39	39,50
1995	15,13	38,78
1996	-9,69	33,66
1997	31,7	47,85
1998	12,2	45,65
1999	31,1	44,27
2000	23,4	42,11
2001	22,4	40,93

Graphique A

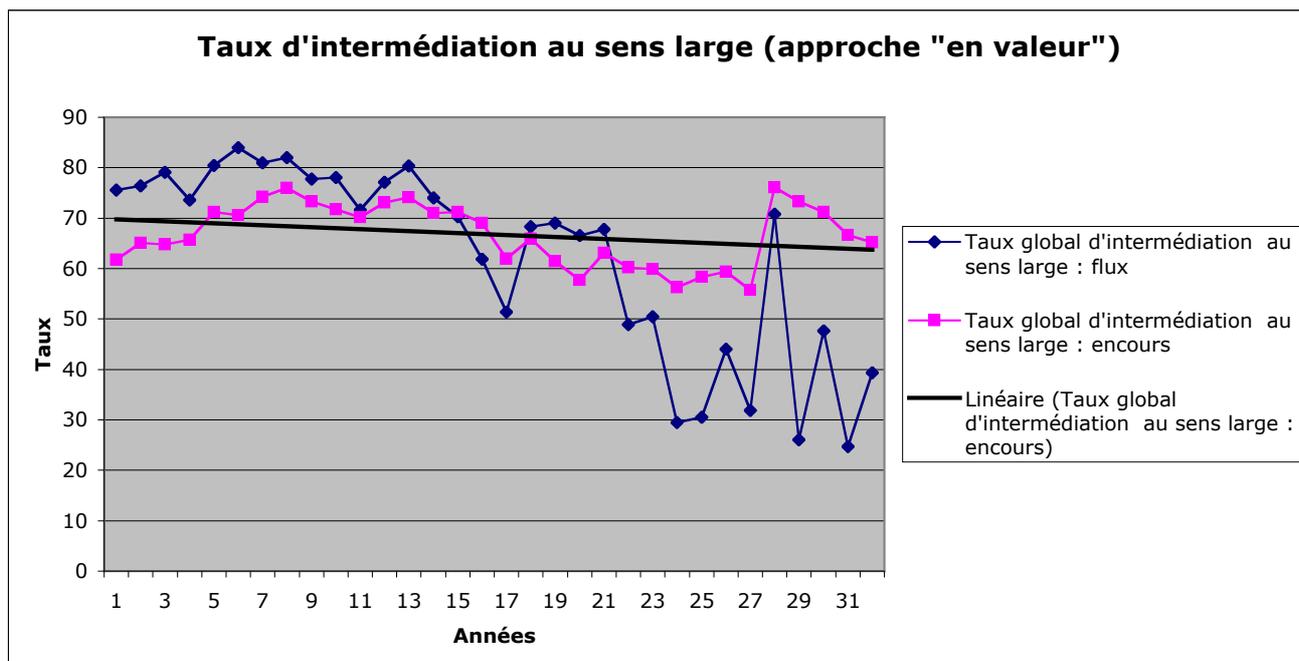


◇ Évolution du taux d'intermédiation au sens large (approche par l'offre)

Tableau B

Années	Taux global d'intermédiation au sens large : flux	Taux global d'intermédiation au sens large : encours
1970	75,57	61,81
1971	76,43	65,09
1972	79,09	64,75
1973	73,58	65,76
1974	80,46	71,20
1975	84,00	70,64
1976	81,01	74,20
1977	82,04	76,01
1978	77,73	73,27
1979	78,03	71,78
1980	71,62	70,20
1981	77,17	73,12
1982	80,34	74,14
1983	73,97	71,03
1984	70,25	71,24
1985	61,90	69,06
1986	51,40	61,94
1987	68,26	65,90
1988	68,99	61,41
1989	66,50	57,69
1990	67,82	63,08
1991	48,85	60,22
1992	50,50	59,93
1993	29,52	56,26
1994	30,49	58,32
1995	43,99	59,40
1996	31,85	55,71
1997	70,8	76,14
1998	26,1	73,31
1999	47,6	71,19
2000	24,7	66,69
2001	39,3	65,23

Graphique B

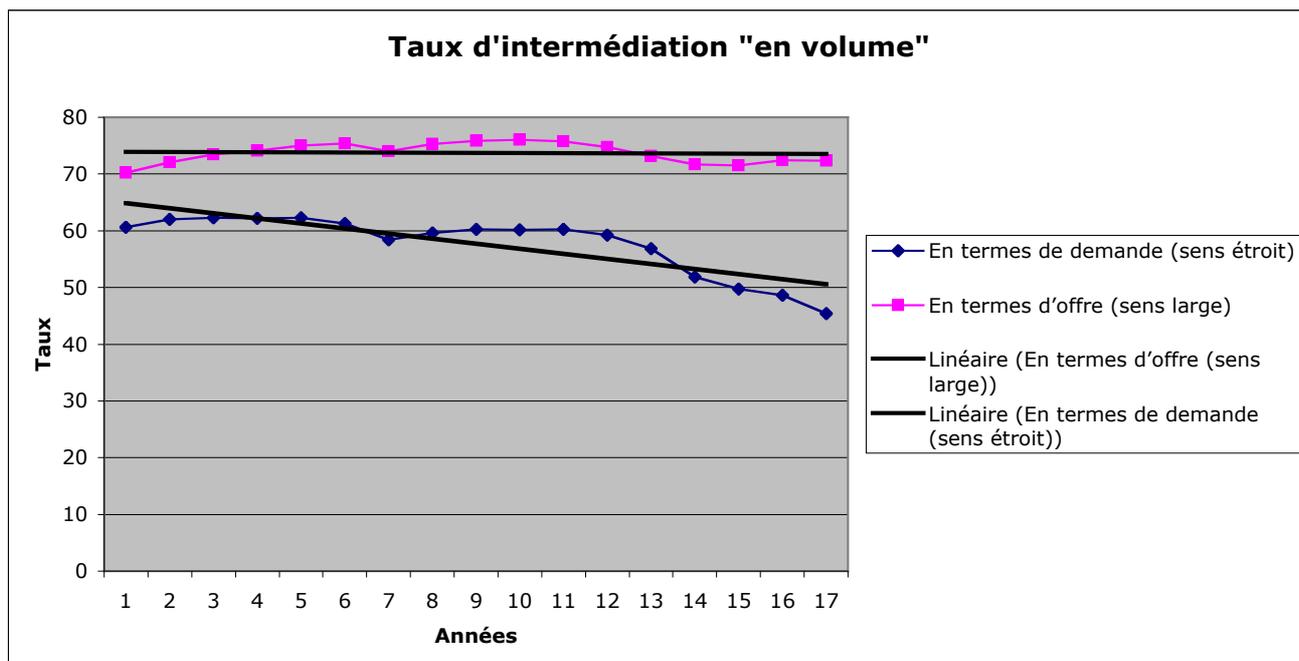


◇ Évolution du taux d'intermédiation « en volume » calculé par G. Capelle-Blancard

Tableau C

Années	En termes de demande (sens étroit)	En termes d'offre (sens large)
1980	60,61	70,20
1981	62,02	72,05
1982	62,29	73,46
1983	62,20	74,07
1984	62,32	75,03
1985	61,24	75,39
1986	58,44	73,96
1987	59,61	75,25
1988	60,26	75,85
1989	60,12	76,02
1990	60,23	75,74
1991	59,21	74,73
1992	56,84	73,14
1993	51,85	71,71
1994	49,77	71,55
1995	48,63	72,46
1996	45,44	72,31

Graphique C



B- Les commentaires

◇ Les schémas A, B et C permettent d'analyser le phénomène si souvent évoqué de désintermédiation et de transition de notre économie financière de la situation d'une économie d'endettement et même de crédit vers celle d'une économie de marché de capitaux.

L'évolution des courbes de tendance entre ces trois schémas est remarquable.

- Dans le *graphique A*, la droite de tendance, décroissante, a une pente relativement forte : elle indique par conséquent une baisse significative du taux d'intermédiation, au sens étroit. Cette baisse trouve sa cause principale dans le moindre recours des entreprises au crédit bancaire et cela pour trois raisons : d'abord leur besoin de financement subit les effets du ralentissement économique, ensuite, leur situation financière est restaurée, enfin, elles cherchent toujours plutôt à se désendetter qu'à investir. Ces diverses raisons expliquent d'ailleurs qu'il y ait durant cette période une progression soutenue de l'autofinancement : l'année 1993 revêt de ce point de vue une importance capitale puisque c'est à partir de cette année-là que le taux d'autofinancement des sociétés françaises dépasse 100 % (106,1% en 1993 ; 118,3% en 1997 ; contre 62% en 1980).
- Dans le *graphique B*, la droite de tendance est également décroissante mais sa pente est moins forte que dans le graphique précédent : le taux d'intermédiation au sens large diminue donc aussi mais moins que celui au sens étroit. Cela relativise le phénomène de désintermédiation. Le fait que cette intermédiation au sens large s'inscrive de surcroît dans une période de forte "financiarisation" des financements doit être a priori analysé comme une institutionnalisation croissante des opérations de marché et donc comme une forme de "réintermédiation".
- Dans le *graphique C*, la droite de tendance correspondant au taux d'intermédiation au sens large est quasiment horizontale. Avec son approche en volume, G. Capelle-Blancard constate donc qu'il « ressort que les profonds changements qui ont affecté la sphère financière durant les années quatre-vingt (nouvelles technologies, innovations financières, déréglementation) semblent ne pas avoir eu en France une forte influence sur le comportement des ANF en matière de financement (...) car, d'une manière générale,

l'intermédiation financière en volume est stable sur la période 1980-1996 ». La droite de tendance correspondant au taux d'intermédiation au sens étroit est décroissante, ce qui confirme la diminution de la part des crédits dans le financement externe des ANF. Seulement, l'auteur impute l'essentiel de cette évolution aux administrations publiques dont le financement s'est modifié au cours des années 1980 au profit d'un endettement sur les marchés monétaire et financier : « le développement des marchés de capitaux a en effet largement bénéficié de l'importance des émissions de titres publics ». Quand on analyse comment évolue sur les quinze dernières années la répartition de la dette obligataire domestique selon l'émetteur, on s'aperçoit effectivement que l'encours des obligations des entreprises est relativement faible, allant de moins de 100 milliards d'euros à moins de 200, que les institutions financières en ont un montant également assez stable mais supérieur, aux environs de 300 milliards, et surtout que ce sont les administrations publiques qui sont en forte progression : leur encours passe d'un peu plus de 100 à 600 milliards d'émissions !

Au total, il y a d'autant moins de réintermédiation que l'intermédiation reste importante, ce qui montre, dans le contexte actuel de financiarisation et de globalisation, que marchés et institutions sont plus complémentaires que substituables : on est dans une « économie de marché intermédié » comme l'écrit G. Capelle-Blancard à la fin de son article.

Cette conclusion rejoint les analyses que font Agnès Labye et Françoise Renversez dans leur contribution sur « l'intermédiation financière et marchés financiers en France et en Allemagne », lors des 17^{èmes} journées internationales d'économie monétaire et bancaire, de juin 2000. « Alors même que la taille des marchés s'accroît, que le volume global du financement total s'élève, les 3/4 du financement de l'économie sont intermédiés. Mais alors que cette intermédiation s'opérait essentiellement par le crédit donc au sein du bilan des banques, elle se situe désormais sur les marchés en donnant une place croissante aux banques et aux OPCVM. L'intermédiation de marché concerne à la fois les marchés traditionnels et les nouveaux segments des marchés du capital. (...) Allen et Santomero montrent qu'alors que les coûts de transaction et l'asymétrie d'information ont diminué, l'intermédiation s'est accrue. La diminution des coûts de transaction et l'amélioration de l'information sont imputables à l'informatisation de la gestion des données. Dans le même temps, ces progrès ont été favorables à la croissance de l'intermédiation parce qu'ils permettent la gestion rapide de produits financiers complexes à coût très bas par les intermédiaires financiers. En particulier les marchés à terme et d'options paraissent pour Allen et Santomero être plutôt des marchés d'intermédiaires financiers ». Parler de désintermédiation est donc très discutable puisque les marchés eux-mêmes, à commencer par les marchés dérivés, sont des marchés d'intermédiaires financiers. Cela a d'ailleurs pour conséquence que les banques peuvent réaliser la mutualisation de leurs risques à plusieurs niveaux : « Le premier niveau est celui de la mutualisation du risque interne au bilan bancaire résultant de la transformation tant de la dimension que des échéances des ressources qui caractérise le crédit bancaire. Celle-ci demeure essentielle dans le système financier allemand. Le second niveau est celui de la mutualisation du risque résultant des opérations de trésorerie des banques, réalisées sur le marché interbancaire et qui a pour conséquence une très forte solidarité des bilans bancaires. (...) Le troisième niveau est celui de la mutualisation du risque opérée par les banques par leurs opérations sur les marchés financiers au comptant, à terme et à options (...) En particulier, les opérations hors-bilan sur les instruments financiers à terme constituent, avec des positions contrastées selon les établissements, une part désormais essentielle et toujours croissante de l'activité des banques en France. (...) Si pour les deux premiers niveaux le contrôle de la Banque Centrale est traditionnel, il est plus indirect au travers du canal des taux d'intérêt sur le troisième niveau et la question est posée par nombre d'auteurs comme le montre S. Bhattacharya, à la fois

des instruments utilisables par les Banques Centrales et de l'efficacité de leurs interventions compte tenu des volumes en cause » (Agnès Labye et Françoise Renversez).

Remarques :

1) De manière relativement stable, les entreprises émettent à peu près autant de titres qu'elles n'en souscrivent : cela relativise pour le moins le phénomène de désintermédiation. Les deux tableaux suivants aident à apprécier le phénomène.

Tableau des financements et des placements des sociétés non financières, en milliards d'euros :

FINANCEMENTS	Encours mars 2005
Crédits reçus	856,43
Titres à court terme émis	127,88
Titres à long terme émis (obligations)	162,58
Actions et autres parts sociales émises	3284,79
PLACEMENTS	
Monnaie et quasi-monnaie	331,7
Dépôts de plus de deux ans	13,58
Placements de type obligataire	73,38
Placements de type actions	2135,31
Autres titres d'OPCVM (qu'oblig. et act.)	36,79

D'après Banque de France.

Tableau de financement des entreprises non financières françaises (voir l'article que Michel Didier a consacré au financement de l'investissement dans l'ouvrage « Peut-on faire confiance aux marchés financiers ? », réalisé par le Cercle des économistes et paru fin 2003 chez Descartes & Cie) :

Milliards d'euros, en flux annuels	1995	1998	2000	2002
1. EMPLOIS				
Investissement productif	110	122	149	151
Variation d'actifs financiers	66	77	303	119
Total	176	199	452	270
2. RESSOURCES				
Épargne (autofinancement)	103	122	122	127
Crédit	33	20	99	48
Actions non cotées	19	29	10	70
Actions cotées	10	14	107	-1
Titres, hors actions	-4	1	39	0
Divers	15	13	75	26
Total	176	199	452	270
Taux d'autofinancement	93,64	100	81,88	84,10

Comme le note M. Didier, « le rôle des actions non cotées doit être relativisé dans la mesure où en contrepartie de 70 milliards de financement au passif (pour 2002) on trouve 65 milliards d'accumulation d'actions non cotées à l'actif des sociétés. Il est probable qu'il s'agit là d'opérations de soutien financier apporté par les mères à leurs filiales ».

2) Comme il a été déjà noté, la Banque de France calcule maintenant les taux d'intermédiation d'après les comptes financiers nationaux. Les résultats sont malgré tout très voisins de ceux obtenus auparavant avec la méthode du CNCT. L'article cité de M. Boutillier et de J.-M. Bricongue montre avec la nouvelle méthode de calcul qu'entre 1994 et 2004 le taux étroit est passé de 54% à 39,5%, que le taux « semi-étroit » est passé de 55,4% à 40,4% et que le taux large est passé de 76,2% à 58,8%. D'ailleurs, tous ces taux ont diminué sur longue période (l'article considère la période 1978-2004). Cette diminution générale est essentiellement imputable aux sociétés non financières et dans une moindre mesure aux administrations publiques. En ce qui concerne les ménages, les financements qu'ils ont demandés ont augmenté pendant les années 1980 puis diminué pendant les années 1990 pour augmenter à nouveau à partir du début des années 2000 avec la progression de l'endettement immobilier.

§2) Analyse comparée internationale.

A- Les données statistiques

1) Les structures financières

Tableau D

◇ Structures du passif des sociétés non financières (en pourcentage du passif total)

	France		Allemagne		Royaume-Uni		Italie		Espagne	
	1980	1992	1980	1992	1982	1992	1980	1992	1982	1992
Crédits banc. et commer.	59,7	33,3	71,3	64,9	37,0	24,0	48,2	49,1	84,6	73,2
Actions	34,5	60,2	19,1	24,1	53,4	68,5	38,3	41,1	5,8	16,5
Obligations	3,6	3,4	2,1	3,2			3,5	3,3	4,9	2,4
Titres de court terme	0,0	0,9	0,3	0,0	1,5	0,4	0,3	0,1	0,1	2,0
Divers	2,2	2,2	7,0	7,8	8,0	7,0	9,7	6,4	4,6	5,9
Total	100,0									

Cité par Jacques Mazier. Les grandes économies européennes. La Découverte.

Tableau E

◇ Structures du financement net (en % total et degré de financiarisation des entreprises non financières)

	États-Unis ²	Japon ²	Allemagne ²	France ³	Royaume-Uni ⁴	Italie ²
Structure du financement :						
origine des fonds :						
autofinancement	69,0	54,8	81,0	66,0	48,6	66,6
actions	-1,5	5,2		23,1	12,9	9,1
crédit bancaire	0,5	36,2		18,7		12,7
crédit commercial	7,2	-2,6	19,0	-8,3	28,4	13,8
obligations et titres courts	9,3	1,5		0,5	8,1	-0,4
autres ¹	15,5	4,9		0,0	2,0	-1,8
Degré de financiarisation :						
actifs financiers /						
actifs non financiers						
ratio de bilan						
fin 1980	0,43	1,42	1,0	1,53	0,65	0,8
ratio de bilan						
fin 1995	0,52	1,13	1,21	1,06	0,59	0,94

1. Autres types de créances, transferts en capital, écart statistique.

2. Période 1991-1995.

3. Période 1991-1992 pour les structures de financement, fin 1994 pour le ratio de bilan 1995.

4. Structure du financement calculé sur la moyenne de la décennie 1980.

Source : comptes financiers des entreprises non financières de l'OCDE 1996.

Cité par Michel Aglietta. Macroéconomie financière. La Découverte.

2) Les taux d'intermédiation

Dans une étude parue en juillet 2003, Gunther Capelle-Blancard et Jézabel Couppéy-Soubeyran utilisent les comptes financiers nationaux en flux et en encours extraits de la base Eurostat, comptes établis dans le cadre du système européen de comptes en base 1995. Nous reprenons ci-dessous, en partie, les tableaux qu'ils donnent en appui de leur démonstration.

Tableau F : Taux d'intermédiation au sens étroit, « en valeur »

	Belg.	Danem.	Allem.	Esp	France	It.	P.-B.	Autr.	Portug	Finlande	Suède	Norv	R.U.	Euro
1995	29,43	49,57	62,19	41,9	41,80	32,93	45,09	60,53	30,23	27,35	41,31	49,65	34,63	43,96
1996	27,71	48,63	60,94	37,88	36,01	31,81	42,07	59,45	31,65	25,06	36,27	48,72	35,05	41,51
1997	26,01	47,47	58,77	36,04	31,94	30,47	39,56	56,48	35,00	22,46	33,82	45,75	33,97	39,18
1998	23,64	48,43	55,77	33,65	27,12	28,35	35,77	53,56	37,24	18,60	31,45	47,10	32,66	36,52
1999	22,46	46,44	52,47	33,40	22,61	26,20	33,28	49,65	40,28	12,46	27,19	43,63	30,30	33,20
2000	22,32	45,97	52,21	34,47	22,66	27,35	34,05	48,15	43,40	13,07	28,50	41,62	32,30	33,87

Tableau G : Taux d'intermédiation au sens large, « en valeur »

	Belg.	Danem.	Allem.	Esp	France	It.	P.-B.	Autr.	Portug	Finlande	Suède	Norv	R.U.	Euro
1995	53,20	73,88	77,67	65,44	64,67	54,55	67,89	72,37	60,99	40,86	54,12	66,77	71,81	67,33
1996	52,86	72,52	76,97	64,10	61,61	53,43	67,12	73,00	62,26	37,77	51,03	66,16	72,48	66,28
1997	51,42	71,64	75,98	62,56	58,78	52,37	66,16	71,26	60,83	35,22	50,10	62,93	71,06	64,91
1998	48,15	74,07	74,71	62,44	54,92	52,80	65,74	69,59	61,47	30,23	49,62	62,87	70,59	63,48
1999	47,43	72,94	72,34	61,05	49,12	51,16	61,92	67,79	60,30	21,46	48,14	59,88	67,76	60,19
2000	45,92	71,03	72,06	59,01	49,01	51,00	61,69	65,97	61,56	23,08	49,28	55,47	66,57	59,56

Tableau H : Taux d'intermédiation au sens étroit, « en volume »

	Belg.	Danem.	Allem.	Esp	France	It.	P.-B.	Autr.	Portug	Finlande	Suède	Norv	R.U.	Euro
1995	29,43	49,57	62,19	41,89	41,80	32,93	45,09	60,53	30,23	27,37	41,31	49,65	34,63	43,96
1996	28,13	49,85	62,01	40,00	38,81	32,74	44,39	59,30	32,35	26,88	39,27	49,72	36,12	43,11
1998	26,93	51,33	59,59	39,96	34,92	31,38	41,61	53,33	39,83	24,32	36,12	47,17	37,72	41,85
1999	26,09	52,15	59,62	41,82	34,58	31,97	42,59	49,86	43,14	24,55	38,57	47,32	39,27	42,37
2000	26,10	52,14	57,54	43,10	34,12	33,47	42,12	48,80	45,95	23,36	38,44	45,04	41,69	42,59

Tableau I : Taux d'intermédiation au sens large, « en volume »

	Belg.	Danem.	Allem.	Esp	France	It.	P.-B.	Autr.	Portug	Finlande	Suède	Norv	R.U.	Euro
1995	53,20	73,88	77,67	65,44	64,67	54,55	67,89	72,37	60,99	40,87	54,12	66,77	71,81	67,33
1996	53,62	73,75	77,81	66,25	64,83	54,78	68,70	72,88	63,21	40,49	53,10	66,97	73,16	67,80
1997	54,05	74,80	77,81	66,29	65,09	55,35	69,98	71,05	62,36	39,60	56,34	64,24	74,40	68,50
1998	53,66	76,60	77,47	66,81	64,83	57,17	69,22	69,41	64,63	42,01	56,24	61,89	74,37	68,64
1999	53,17	77,12	76,85	68,32	64,19	58,97	67,71	67,63	63,44	41,82	59,63	61,07	74,75	68,70
2000	51,69	76,08	75,32	66,06	62,70	58,06	66,73	66,03	64,31	42,44	69,22	57,05	73,36	67,59

B- Les commentaires

◇ Les *tableaux D et E* portent sur la période précédant celle que prennent en considération les tableaux F à I, donc sur une période où les « 4D » étaient spécialement à l'œuvre. Le *tableau D* montre que la financiarisation ambiante au niveau mondial n'a pas pour autant entraîné une homogénéisation très poussée des structures de financement. Certes, en 10 ans, tous les pays étudiés ont vu la part des crédits diminuer dans le financement de leurs sociétés non financières. Mais le Royaume-Uni est le seul à avoir une véritable économie financière de marchés de capitaux ; l'Allemagne est le pays qui a résisté le plus au mouvement général et la France est le pays dont l'économie financière a le plus évolué durant la période puisque la part des crédits a presque été réduite de moitié.

Le *tableau E* élargit le champ d'analyse puisque d'une part il introduit les États-Unis et le Japon et d'autre part il vise l'ensemble des sources de financement, y compris l'autofinancement.

Ce tableau permet d'abord de retrouver les mêmes conclusions que précédemment : les économies financières nationales savent opposer une forte résistance à la globalisation. On constate aussi que les États-Unis et le Royaume-Uni constituent toutes deux des économies de marchés de capitaux, se distinguant cependant par l'importance relative des actions et des obligations. L'Allemagne se caractérise par la combinaison d'un fort autofinancement et d'un financement externe contrôlé par le système bancaire. La France et le Japon héritent de la même structure d'économie financière d'endettement, le Japon étant même resté une économie de crédit alors que la France donne plus d'importance aux marchés de capitaux par un appel plus important aux actions, encouragé il est vrai par plusieurs vagues de privatisations.

◇ Les *tableaux F à I* révèlent des évolutions générales semblables à celles observées plus haut pour la France. Les données « en valeur » montrent entre 1995 et 2000 une diminution des taux d'intermédiation, spécialement du taux au sens étroit (en termes de demande). Par contre, les données « en volume », corrigées des effets de l'inflation du prix des actifs financiers, expriment une stabilité des taux d'intermédiation. Par conséquent, pour les différents pays européens comme pour la France, la désintermédiation est un phénomène tout relatif. On peut même dire que l'intermédiation reste importante puisque le taux au sens large est en moyenne de 68%. Cependant, les données « en volume » montrent des écarts plus ou moins grands selon les pays entre le taux au sens étroit et le taux au sens large. C'est ainsi que le R.U. a un taux large plus élevé que la moyenne européenne et un taux étroit beaucoup plus bas que la moyenne européenne. Par contre, l'Allemagne, qui a un taux large lui aussi plus élevé que la moyenne européenne, a un taux étroit également plus élevé que la moyenne européenne. Il faut donc en déduire que ce qui différencie les pays dans cette période récente, c'est davantage la nature de l'intermédiation que le niveau de cette intermédiation : pour le R.U., l'intermédiation est surtout une intermédiation de marché, alors qu'en Allemagne l'intermédiation reste surtout une intermédiation de crédit. Une typologie des économies financières européennes fondée sur le type d'intermédiation dominant peut donc être plus pertinente que celle qui oppose traditionnellement les économies intermédiées et les économies de marché. La relative progression de l'intermédiation de marché au détriment de l'intermédiation de crédit s'explique par plusieurs facteurs, en particulier l'évolution du comportement d'épargne des ménages, l'essor des investisseurs institutionnels et le redéploiement des activités des banques.

◇ Dans son livre « Les cinq capitalismes » (Seuil, mars 2005), Bruno Amable établit sa typologie à partir de la complémentarité entre plusieurs familles d'institutions, dont celles du

système financier. Celui-ci est analysé au travers de trois variables : non seulement la place qu'occupent les intermédiaires financiers, mais aussi la structure de financement des entreprises et le type de contrôle qui prévaut au sein de celles-ci, autrement dit le style de leur corporate governance. Les analyses statistiques multidimensionnelles de l'auteur confirment que le premier axe factoriel qui oppose les différents systèmes correspond bien au clivage entre les économies financières de marchés et les économies financières où les institutions financières sont prééminentes. La première catégorie est assez homogène : marché boursier important, forte présence d'investisseurs institutionnels (fonds de pension en particulier), capital-risque développé, nombreux mouvements de fusions-acquisitions) ; elle regroupe les Etats-Unis, le Royaume-Uni, le Canada, l'Australie et les Pays-Bas. Par contre, la seconde catégorie n'est pas homogène et B. Amable la subdivise en 3 groupes selon le rôle tenu par les banques. Dans le premier de ces trois groupes, qui comprend la Belgique, le Danemark, la Suède et la Grèce, les banques sont assez « passives » dans un capitalisme assez familial, dans la mesure où les titres représentent une part importante des actifs bancaires. Pour le deuxième groupe, qui comprend la Finlande, la Corée, la Norvège, l'Irlande et la Suisse, la caractéristique essentielle est une forte présence de banques étrangères. Et dans le troisième groupe, où se trouvent la France, l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, le Portugal, l'Italie et le Japon, les banques ont un rôle très actif, il y a une forte présence des entreprises d'assurances parmi les investisseurs institutionnels et de l'État dans le contrôle des grandes sociétés, le capital-risque est encore peu développé, et les mouvements de fusions-acquisitions sont relativement moins nombreux.

Remarque importante : Il serait possible d'ouvrir ici un troisième chapitre intitulé « **L'intermédiation dans la macroéconomie monétaire normative** » pour traiter de la question de savoir s'il existe un système financier optimal.

Cette question est d'importance puisque du système financier dépendent non seulement la qualité de l'allocation de l'épargne et celle par conséquent des investissements qui commande elle-même la compétitivité de l'économie et l'attractivité du territoire, mais aussi les orientations et le contrôle des décisions au sein des firmes, avec une distinction très importante à faire parmi les apporteurs de capitaux en conflits d'intérêt que sont les actionnaires et les créiteurs.

La réponse à la question a peu de chances d'être positive (voir sur ce point la communication faite par Jean-Paul Pollin lors des Rencontres économiques d'Aix-en-Provence de juillet 2004). L'utilisation optimale des capitaux ne dépend pas seulement de la structure du système financier mais aussi de bien d'autres facteurs. Ou plutôt, c'est la structure « idéale » du système financier qui dépend elle-même de nombreux facteurs comme le volume et la structure de l'épargne, le type d'organisation industrielle, le degré de concentration du capital, la nature du système juridique existant et le rythme de l'évolution des règles de droit, et de manière encore plus générale les complémentarités institutionnelles auxquelles on a affaire (voir le livre sur « Les cinq capitalismes » de Bruno Amable, Seuil, 2005). Pour tout dire, la structure optimale du système financier est intrinsèquement contingente.

PARTIE II : L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE AU SECOURS DE LA FINANCE DIRECTE

Note préalable sur la notion d'efficience du marché financier.

- *Les trois aspects fondamentaux de la notion d'efficience :*
 - L'efficience informationnelle : le marché est efficient quand toute information nouvelle est incorporée instantanément et complètement dans le prix des actifs., c'est-à-dire dans les cours boursiers. Pour qu'il en soit ainsi, on comprend que le marché doit vérifier les hypothèses de la concurrence pure et parfaite, avec une totale flexibilité des prix, des coûts de transaction inexistantes et une information gratuite et symétrique.
 - L'efficience évaluative : le marché est efficient quand le prix présent de chaque actif reflète parfaitement les revenus futurs de cet actif. Ainsi, quand le marché financier est efficient, le cours d'une action est égal à sa valeur intrinsèque, c'est-à-dire à la valeur actuelle de l'espérance mathématique de ses revenus futurs. C'est « l'approche fondamentaliste » des cours boursiers.
 - L'efficience fonctionnelle : le marché est efficient quand il permet l'allocation optimale des ressources d'épargne (l'efficience fonctionnelle est une efficience essentiellement allocative), quand il fait assumer les risques à ceux qui sont les mieux placés pour les supporter et quand il fournit les instruments de transaction et de paiement les plus performants.
- *Les deux principales conséquences de l'efficience informationnelle.*
 - Comme la variation du prix d'un actif ne dépend que d'une information nouvelle éventuelle, et que par définition toute information nouvelle est aléatoire, la variation du prix d'un actif est elle-même aléatoire (l'approche fondamentaliste laisse aujourd'hui la place à celle de la « marche au hasard »). Le nouveau prix ne dépend que du prix précédent auquel s'ajoute cette variation aléatoire. Toute prévision s'avère par conséquent inutile.
 - Quand une information nouvelle apparaît, le nouveau prix de l'actif se fixe immédiatement, comme la résultante des réactions instantanées des différents participants au marché. Il n'y a donc pas de processus de tâtonnement comme dans le modèle de Walras ; mais, comme dans ce modèle, le prix est unique.
- *Les trois formes de l'efficience informationnelle.*
 - La forme « faible » de l'efficience informationnelle : le prix présent de l'actif n'incorpore que l'information contenue dans les prix passés. Ces prix passés sont connus de tous les opérateurs, d'où l'impossibilité pour chacun d'eux d'obtenir un rendement anormal. Mais la variation du prix dépend de l'information nouvelle éventuelle : elle est donc aléatoire.
 - La forme « semi-forte » de l'efficience informationnelle : le prix de l'actif incorpore non seulement les prix passés (cette forme semi-forte intègre en cela la forme faible) mais aussi toute information nouvelle disponible et accessible par l'ensemble du public. Tous les opérateurs sont là aussi logés à la même enseigne.
 - La forme « forte » de l'efficience informationnelle : le prix de l'actif incorpore, en plus de toute information publique nouvelle, toute information privée nouvelle dont peuvent disposer des opérateurs privilégiés. Tous les opérateurs sont là encore logés à la même enseigne, qu'ils soient privilégiés ou non.

Quand on évoque l'efficacité informationnelle sans préciser davantage, on sous-entend qu'il s'agit de la forme semi-forte.

Les tests empiriques sont pourtant aussi favorables pour l'efficacité forte que pour la forme semi-forte : en étudiant les performances des fonds d'investissement, on constate que le marché a une efficacité dans sa forme forte puisque ces opérateurs privilégiés ne battent pas le marché, ou s'ils le font, c'est par hasard, de manière non systématique et jamais sur longue période.

Seulement, dans la courte période, la réalité du marché financier montre des valeurs volatiles, des variations erratiques, la succession de bulles spéculatives, la multiplication des crises financières, des coûts de transaction non négligeables et une information asymétrique. Il est donc difficile de soutenir que le marché financier est efficace, surtout au sens des efficacités évaluative et fonctionnelle.

Chapitre 1 : L'I.F. pour pallier les imperfections du M.F.

Pour la théorie des coûts de transaction, l'existence des firmes s'explique par l'imperfection des marchés, avec pour principale cause d'imperfection les coûts d'utilisation du système de prix. De ce point de vue, les firmes financières ont leur raison d'être dans l'imperfection du marché financier (M.F.), dont les coûts de transaction peuvent être d'ailleurs d'autant plus élevés que les préférences des emprunteurs et prêteurs sont très différentes : les premiers sont à la recherche de capitaux "longs et risqués", les seconds désirent au contraire des actifs plutôt "courts et peu risqués", c'est-à-dire liquides. En somme, la raison d'être des intermédiaires financiers (I.F.) est la fourniture de liquidité.

De surcroît, les firmes financières et les agents non financiers n'ont pas non plus la même attitude face au risque : il y a là une justification supplémentaire de l'intermédiation financière.

Assez tôt, plusieurs auteurs expliquent l'intermédiation par les économies de coûts de transaction et d'information liés à la surveillance de la qualité des projets, notamment G.J. Benston et C.W. Smith en 1976, D.W. Diamond en 1984.

L'économie expérimentale montre quant à elle, en particulier avec les travaux de Vernon Smith, que les marchés non financiers sont efficaces alors que les marchés financiers ne le sont pas puisqu'ils ont une tendance naturelle à générer des bulles.

Section 1 : I.F. et coûts.

L'I.F. justifiée par son action sur les produits financiers.

Les intermédiaires financiers participent à la réduction des coûts des transactions financières de deux manières, la première correspondant à la forme relativement passive de l'intermédiation, la seconde à sa forme résolument active :

- Fonction de négociation
de titres

L'IF est un simple courtier ;
il est un acteur auxiliaire de la finance directe
=> "intermédiation de marché"

- Fonction de transformation
de titres

L'IF est un acteur central de la finance indirecte
=> "intermédiation de bilan"

Par ailleurs, le marché financier (MF) et l'intermédiation financière (IF) entretiennent deux sortes de relations dont l'effet global est de limiter le coût de l'accès aux ressources de financement : d'abord, traditionnellement, des relations de complémentarité, et ensuite, spécialement depuis la mutation financière des années 1980-1990, des relations d'interpénétration. Ces relations entre MF et IF prouvent que les deux modalités de financement sont loin de s'exclure et qu'il ne faut pas voir dans la domination des marchés la mort annoncée des intermédiaires financiers.

§1) MF-IF : des relations de complémentarité. L'intermédiation de marché facilite les transactions financières et l'intermédiation de bilan complète l'action du marché

A- L'intermédiation de marché : fonction de négoce de produits financiers de marché (logique "commerciale").

-1- L'intermédiation de marché comporte trois niveaux.

L'intermédiation de marché prend traditionnellement trois formes, qui sont, dans l'ordre décroissant de "passivité" :

- la collecte et l'exécution d'ordres de la clientèle (l'intermédiaire n'est que courtier) ;
- l'achat de titres à certains pour les revendre à d'autres (l'intermédiaire fait du "trading") ;
- le "fractionnement" de lots de titres (l'intermédiaire est en quelque sorte grossiste en titres).

Ces trois formes d'intermédiation financière de marché limitent le rôle de l'agent financier à celui d'entremetteur pour ses clients dans les opérations boursières. Rappelons ici que la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 (transposition de la directive européenne de 1993 sur les services d'investissement) ne distingue que deux catégories de prestataires de services d'investissement concernant par définition tous les produits financiers négociables (valeurs mobilières, TCN, instruments financiers à terme) : les établissements de crédit (au sens de la loi du 24 janvier 1984) et les entreprises d'investissement (les ex-sociétés de bourse et les ex-sociétés de gestion de portefeuille).

On distingue aussi parmi les intermédiaires financiers ceux qui ne peuvent que collecter les ordres de leurs clients et ceux qui, spécialement habilités, peuvent également les exécuter : les premiers sont dits "collecteurs" et les seconds "négociateurs".

-2- Les économies de coûts sont le motif principal de l'intermédiation de marché

◇ Les économies d'échelle.

Spécialement dans sa fonction de "fractionnement" (division de lots importants en quantités plus petites), l'intermédiaire financier peut être comparé à un grossiste, et cela à la fois dans le domaine de la gestion de portefeuille et dans celui des moyens de paiement.

Ce service de fractionnement permet aux agents non financiers de contourner l'obstacle qu'ils rencontrent très souvent sur le marché financier à cause d'actifs de grande dimension unitaire. Les agents non financiers (ANF) peuvent ainsi diversifier leurs portefeuilles sans supporter les effets de seuil et de dimension ; l'intermédiation leur évite des frais de recherche et de prospection. Et les ANF de petite taille ont la possibilité d'accéder aux produits de marché. Les agents financiers (AF) étalent quant à eux l'augmentation induite des frais d'information et de gestion sur les importants volumes d'actifs traités.

En matière de moyens de paiement, la monnaie inscrite en compte et les instruments électroniques de paiement permettent d'éviter les inconvénients des paiements en espèces et génèrent des économies externes positives pour l'ensemble des ANF au travers de la sécurité des paiements que procure la monnaie des banques commerciales ; tout en procurant des économies d'échelle aux AF.

◇ *Les économies de variété et d'envergure.*

L'intermédiaire financier, comme toute entreprise, cherche à réduire ses coûts de production grâce d'une part aux synergies techniques, commerciales et administratives que dégage l'élargissement de la gamme de ses produits (économies de variété) et d'autre part à l'effet de synergie fondé sur la *production jointe* de services complémentaires (économies d'envergure). En élargissant ainsi leur offre, les firmes financières bénéficient en particulier de l'effet de synergie en matière d'information puisque les renseignements collectés pour les besoins d'une prestation de service donnée peuvent servir, sans perdre de leur valeur, pour la production d'un autre service. De leur côté, les agents non financiers réduisent leurs propres coûts de transaction puisqu'ils peuvent se procurer différents services auprès du même intermédiaire.

Remarques :

1- Quel que soit le type d'économie sur lequel repose la justification de l'IF, celle-ci est de nature essentiellement technologique et mêle en définitive les facteurs d'offre et de demande.

2- La production d'actifs financiers par les firmes financières peut être considérée a priori comme une activité favorisant certes le jeu du marché financier mais sans le modifier : elle ne semble donc pas s'opposer à l'hypothèse de neutralité financière des intermédiaires financiers soutenue par les néoclassiques, lesquels ne reconnaissent aux intermédiaires que la mission de courtage.

Cependant, deux modifications interviennent suite à l'intervention sur les marchés des intermédiaires financiers :

- une transformation d'épargne courte en épargne longue et même d'épargne monétaire en épargne financière ;
- le marché financier gagne en liquidité.

B- L'intermédiation de bilan : fonction de production de produits financiers spécifiques (logique "industrielle").

-1- Les motifs de la transformation financière

De nombreux agents non financiers, spécialement ceux de taille réduite, n'ont pas facilement accès aux financements de marché. Pour répondre à leurs besoins de financement, les intermédiaires leur proposent des produits spécifiques sous forme de titres non négociables sur les marchés et au moyen de contrats particuliers.

Plus généralement, comme les marchés financiers sont imparfaits parce qu'ils ne parviennent pas à concilier totalement les offres et les demandes de capitaux, en quantité et surtout en qualité, et cela malgré les nombreuses vagues d'innovations financières qui ont marqué les années 80 et 90, les intermédiaires financiers se donnent pour rôle d'assurer une meilleure adéquation entre les caractéristiques des besoins de financement des emprunteurs (demande de capitaux "longs") et les caractéristiques des capacités de financement des prêteurs (offre d'épargne "courte") ; pour ce faire, les intermédiaires financiers remplissent la fonction de transformation financière. Cette transformation a pour but de proposer aux agents non financiers des titres dont les caractéristiques sont spécialement adaptées à leurs besoins : on pourrait donc appliquer aux produits financiers l'analyse de K. Lancaster consistant précisément à définir les produits comme des paniers de caractéristiques. Remarquons bien que la transformation financière produit de la liquidité, comme

l'intermédiation de marché ; mais pas de la même façon : alors que l'intermédiation de marché fournit de la liquidité à l'ensemble du marché, qui n'est pas parfaitement auto-liquide- et pour lequel il faut par conséquent faciliter les transactions en en limitant le coût- la transformation financière crée de la liquidité au travers de l'émission par l'intermédiaire d'un titre plus liquide (titre dit secondaire, inscrit au passif de l'IF) que le titre acquis auprès d'un ANF (titre dit primaire, inscrit à l'actif).

En définitive, la justification de l'intermédiation financière tient en la non-substituabilité et même en la complémentarité des produits de marché et ceux offerts par les firmes financières.

-2- Les modalités de la transformation financière

La transformation financière définit l'intermédiation de bilan parce qu'elle crée précisément, pour une période en général assez longue, une relation entre l'actif et le passif de l'intermédiaire, entre les titres primaires acquis auprès des "emprunteurs ultimes", inscrits à l'actif, et les titres secondaires offerts aux "prêteurs ultimes", inscrits au passif. La transformation consiste en la modification du menu, du panier des caractéristiques des seconds par rapport à celles des premiers, ce panier étant constitué pour chaque actif de trois éléments principaux : l'échéance, le taux et le risque.

◇ La *transformation d'échéance* est la transformation financière fondamentale et traditionnelle, puisque la mission essentielle des AF est de produire de la liquidité : ils transforment du court en du long peut-on dire puisqu'ils peuvent assurer des financements à long terme avec des ressources liquides.

◇ La *transformation de taux* consiste notamment à financer des prêts à taux variables au moyen de ressources à taux administrés ou de dépôts à vue.

◇ La *transformation de risque* vise par exemple le cas du financement de prêts à longue échéance avec des ressources courtes et sans risque. Autre exemple : le "démembrement" des caractéristiques des produits boursiers peut consister en l'extraction des risques de marché (taux d'intérêt, taux de change, cours boursier) qu'ils comportent pour échanger ces risques sur les marchés de produits dérivés.

Remarque : Les contrats passés entre l'agent financier et l'agent non financier soulèvent la question de leur incomplétude et par là celle des comportements opportunistes éventuels des contractants.

§2) MF-IF : des relations d'interpénétration. L'intermédiation de bilan se "marchéise" et l'intermédiation de marché se "bilantialise".

A- La marchéisation de l'intermédiation de bilan.

La marchéisation de l'intermédiation de bilan, appelée aussi "mobiérisation" ou "titralisation" des bilans, se traduit pour les AF par une part croissante dans leur bilan des opérations ayant des titres pour support. Cela signifie en même temps que les AF interviennent de plus en plus sur les marchés, d'où le phénomène déjà évoqué d'"institutionnalisation des marchés" (Ce phénomène a d'ailleurs pris une ampleur particulière en France suite au développement remarquable des OPCVM).

◇ La mobiérisation se traduit d'abord, à *l'actif*, par une importance accrue du portefeuille-titres. Ce portefeuille-titres se compose plus précisément de trois "sous-portefeuilles" : celui de transaction, le plus important, qui correspond aux titres dont la détention est inférieure à 6 mois, celui d'investissement (détention jusqu'au terme et couverture des risques de marché) et celui de placement (détention à durée variable et pas de couverture des risques de marché). Les titres enregistrés à l'actif du bilan des AF sont non seulement ceux du portefeuille-titres mais aussi les

titres de participation et de filiales ; mais tandis que la détention des premiers traduit effectivement des opérations de marché, celle des seconds correspond aux opérations de restructuration et de concentration au sein de la sphère des AF.

◇ La mobiliérisation se reconnaît ensuite, *au passif*, par l'accumulation de ressources provenant des marchés, qu'il s'agisse du marché financier (essentiellement émissions d'obligations) ou du marché monétaire (émissions de certificats de dépôt).

◇ La marchandisation -prise cette fois dans son sens étroit- est aussi celle des *conditions bancaires*, débitrices et créditrices, dans la mesure où, sous l'effet de la concurrence faite par les marchés aux AF, ceux-ci ont dû fatalement s'adapter en conséquence en alignant leurs tarifs sur les prix de marché.

B- La bilantialisation de l'intermédiation de marché.

La bilantialisation de l'intermédiation de marché signifie que les services fournis par les AF pour faciliter les transactions financières concernent de plus en plus leur bilan ; et cela au travers de trois activités qui se sont beaucoup développées avec la mutation financière :

- les activités de contrepartie ;
- les opérations de hors-bilan, avec les garanties et les opérations à terme sur devises, titres et produits dérivés ;
- la titrisation des créances.

Remarque : Depuis une dizaine d'années se développe en France (beaucoup moins cependant qu'aux États-Unis) le phénomène de titrisation (création des Fonds communs de créances - FCC - en 1989) : cela permet aux firmes financières de transformer des blocs de créances en titres négociables sur les marchés dans le but de desserrer leurs contraintes de solvabilité, de liquidité et de refinancement (La titrisation dont il s'agit ici est par définition la titrisation des créances bancaires ; elle doit être par conséquent distinguée d'une part de la titrisation des financements qui vise le développement de la finance directe au sein de l'économie, et d'autre part de la titrisation des bilans bancaires qui signifie que ceux-ci comportent de plus en plus de titres, à la fois au passif et à l'actif.

Section 2 : I.F. et risque.

L'I.F. justifiée par le comportement des différents agents face au risque

§1) Les ANF et AF face au risque

Alors que sur les marchés les risques de l'emprunteur et du prêteur sont liés, l'intermédiation les déconnecte les uns des autres. L'intermédiaire financier est même amené à assumer ceux dont les prêteurs et emprunteurs ultimes désirent se dessaisir, les premiers acceptant pour cela une rémunération à un taux -le taux créditeur- inférieur à celui que l'intermédiaire peut obtenir, et inversement pour les emprunteurs avec le taux débiteur. L'écart entre ces deux taux est non seulement la base de l'arbitrage rémunérateur pour l'intermédiaire financiers mais aussi, en quelque sorte, la preuve de la différence d'attitude face au risque entre les ANF et les AF.

§2) La prise de risque par l'IF

L'aversion différenciée pour le risque chez les ANF et les AF s'explique d'autant mieux que les AF sont mieux placés que les ANF pour assumer le risque :

- ils bénéficient de rendements d'échelle croissants puisque le coût de surveillance des emprunteurs croît moins vite que proportionnellement aux sommes prêtées ;
- ils réalisent des économies de coût grâce à leur spécialisation : les AF remplissent de ce point de vue une fonction d'expertise qui leur donne, grâce en particulier à un savoir-faire professionnel et à une plus grande capacité de traitement de l'information, un avantage relatif certain en matière de négociation, d'évaluation, etc... ;
- ils mutualisent les risques en mettant en "pool" des actifs financiers à risques indépendants, ce qui réduit le risque unitaire par actif ; la loi des grands nombres est le principe de base de la mutualisation des risques et constitue une explication de la taille des firmes financières qui se rajoute à celle des économies d'échelle ;
- leur risque de transformation est également réduit par cette mise en "pool" dans la mesure où une somme d'actifs financiers a des mouvements moins amples que ceux qui affectent isolément chacun des actifs ;
- leurs coûts fixes unitaires liés aux opérations d'achats et de ventes d'actifs sont beaucoup plus faibles que pour les ANF parce que leur volume de transactions est très important ;
- ils peuvent enfin bénéficier de garanties en matière de solvabilité et de liquidité au travers du rôle de PDR de la banque centrale et de l'implication éventuelle de l'État dans le secteur bancaire.

Chapitre 2 : L'I.F. pour pallier les défaillances du M.F.

Section 1 : I.F. et information

L'IF justifiée par l'asymétrie d'information sur les marchés

§1) L'asymétrie d'information sur les marchés

Il y a asymétrie d'information quand, lors d'une transaction économique, l'un des cocontactants a plus d'informations que l'autre, ce qui le place dans un contexte favorable pour son calcul économique et pour la négociation financière ; il peut exploiter cet avantage informationnel en adoptant un comportement opportuniste (que ce soit ex ante, d'où le risque de sélection adverse, ou ex post, d'où le risque d'aléa moral).

L'information qui circule sur les marchés n'est pas parfaite, ne serait-ce que parce que l'univers décisionnel des participants est marqué par l'incertitude. En effet, parce que les marchés sont des lieux d'échange d'actifs -financiers ou non- ce sont des lieux d'échange de promesses de revenus futurs, ces promesses prenant des caractéristiques très changeantes puisqu'elles dépendent à la fois des "états de la nature", des états de la prévision des agents et des comportements stratégiques et tactiques de ceux-ci. L'asymétrie d'information fait que les informations que certains participants peuvent cacher, de même d'ailleurs que les informations que d'autres participants, en particulier les entrepreneurs-investisseurs, ont du mal à communiquer sur la qualité distinctive de leurs projets, ne sont pas transmises par les prix affichés par les marchés. Cela a au moins deux séries de conséquences : d'une part, pour les marchés, des déséquilibres prenant en particulier la forme de rigidités et de rationnements et d'autre part, pour les agents en déficit d'informations, des décisions coûteuses pour réduire les inconvénients de l'asymétrie d'information. Les théories de l'agence et du signal développent des analyses complémentaires sur les stratégies d'incitation possibles pour les

agents défavorisés par l'asymétrie d'information ; mais de toute façon ces stratégies entraînent des coûts (coûts d'agence et coûts de signalisation). En définitive, les marchés ne permettent pas une allocation optimale des ressources et il y a par conséquent place pour des intermédiaires financiers. Dès 1977, H.E. Leland et D.H. Pyle expliquent l'intermédiation financière par les asymétries d'informations sur les marchés de capitaux.

§2) L'I.F. réduit les conséquences de l'asymétrie d'information

L'I.F. trouve une raison d'être dans l'avantage informationnel qu'elle a par rapport à la finance directe, en particulier dans sa plus grande capacité à contrôler les emprunteurs, et par conséquent dans celle aussi à limiter les risques à la fois de sélection adverse et d'aléa moral que la finance directe fait courir aux prêteurs.

A- L'I.F. réduit le risque de sélection adverse (risque lié à l'asymétrie ex ante)

L'IF offre aux prêteurs-investisseurs l'avantage comparatif par rapport au marché d'empêcher les emprunteurs de cacher des informations et de faire ainsi courir un risque de sélection adverse avant la signature de tout contrat ; parce que l'intermédiaire financier dispose sur tous ses clients, par plusieurs voies mais essentiellement au travers de son système comptable, d'informations privées : sur leur chiffre d'affaires, leur rentabilité, leur endettement, ... Ces informations sont évidemment peu ou pas accessibles au marché malgré les techniques de notation (rating).

Par surcroît, les emprunteurs trouvent eux-mêmes un avantage particulier dans l'I.F. par rapport au marché : la garantie de confidentialité que leur donne l'I.F. pour ces informations stratégiques les concernant.

B- L'I.F. réduit le risque d'aléa moral (risque lié à l'asymétrie ex post).

Les firmes financières disposent des méthodes et moyens nécessaires au suivi vigilant qui est nécessaire à la bonne exécution des contrats, avec un coût d'autant mieux maîtrisé que cette fonction de surveillance-assurance est assurée avec expertise et en privilégiant souvent le principe de prudence.

Section 2 : I.F. et confiance

L'IF justifiée par la confiance entre AF et ANF

§1) La confiance est à la base de la finance et de la monnaie.

L'expression bien connue de *monnaie fiduciaire* exprime la proximité entre monnaie et confiance : fiduciaire vient du latin fiducia, la confiance. D'ailleurs, pour nous, si toute monnaie est scripturale quant à sa production (la monnaie est toujours inscrite au passif de la banque émettrice), toute monnaie est également fiduciaire quant à sa valeur : toute monnaie a une valeur (interne comme externe) qui dépend de la confiance qu'ont les agents non financiers en elle, dans les institutions qui la gèrent et dans l'économie des transactions de laquelle elle constitue le support.

Plus généralement, les termes de confiance, de crédit, de croyance et de confiance sont intimement liés : avoir confiance en quelqu'un, c'est compter sur lui, lui faire crédit, du verbe latin credere, se fier, avoir confiance, croire mais aussi confier en prêt ; et une personne de confiance est une

personne à qui l'on se fie entièrement : à laquelle on se confie (le confident) et à laquelle on peut confier un dépôt et ses capitaux...

§2) L'I.F. est créatrice de confiance

A- La confiance est un remède aux comportements opportunistes et à l'incomplétude des contrats.

-1- *Les caractéristiques de la confiance*

◇ *Les composantes de la confiance*

<i>Les 2 fondements de la confiance</i>		<i>Les 2 ingrédients de la confiance</i>		<i>Les 2 dimensions de la confiance</i>
la réputation	<->	l'éthique	<->	dimension sociale
la crédibilité	<->	la compétence	<->	dimension économique

La réputation est le fait d'être honorablement connu du point de vue moral, pour son honnêteté, pour sa loyauté, d'où le rôle de l'éthique et la dimension sociale de la confiance.

La crédibilité est ce qui fait qu'une personne mérite d'être crue, essentiellement parce qu'on lui reconnaît une compétence, une expertise dans le domaine considéré, ce qui correspond à la dimension proprement économique de la confiance.

Les deux dimensions de la confiance révèlent l'aspect profondément dual de toute transaction économique que souligne par ailleurs l'anthropologie, pour laquelle l'échange est social avant d'être économique.

◇ *Les coûts de la confiance*

La confiance permet de réduire les coûts liés aux échanges même si elle-même est l'occasion de coûts spécifiques dans la mesure où la confiance doit être d'abord construite puis être constamment entretenue.

◇ *L'asymétrie de la relation de confiance*

La relation de confiance peut être asymétrique et peut devenir alors une relation de dépendance. C'est en particulier le cas lorsque la compétence de l'un des deux agents joue un rôle majeur et a fortiori lorsque cette relation est en même temps une relation d'agence. C'est précisément ce qui se passe entre le banquier et ses clients.

Mais cette asymétrie, qui pourrait aboutir à la limite à des abus de confiance, peut être contenue grâce à plusieurs garde-fous :

- La réglementation et le contrôle du système financier dans son ensemble.
- La présence d'un prêteur de dernier ressort.
- La déontologie professionnelle.
- La concurrence entre établissements.
- L'organisation interne de l'établissement financier.

- La nécessité de préserver la relation de confiance qui est par définition une relation qui s'inscrit dans la durée et qui se nourrit de fidélité et de réciprocité : comme le note L. Karpik, fort judicieusement pour notre propos, "celui qui reçoit la confiance, bénéficie en fait d'un crédit ouvert par le partenaire et il ne peut éteindre cette dette que par le retour d'une équivalence qui peut prendre la forme d'une protection ou d'une garantie". Pour la confiance, il y a un cercle vertueux de l'ancienneté, laquelle représente en effet un stock important de valeur mais qui peut être très facilement détruit par le moindre comportement opportuniste. De ce point de vue, l'ancienneté des relations doit être considérée comme un investissement à rentabiliser.

-2- *La confiance est un mécanisme supplétif de coordination des activités économiques.*

La confiance a de telles caractéristiques qu'elle peut être considérée comme étant un mécanisme de coordination des activités économiques au même titre que le marché. Parce que le cadre temporel du marché est celui de l'immédiateté de l'échange, d'où la faisabilité des stratégies opportunistes, alors que les relations socioéconomiques s'inscrivent en fait dans la durée et que l'échange a besoin de reproductibilité, de stabilité et aussi d'équité, surtout quand on raisonne en univers incertain. Les comportements opportunistes deviennent alors plus risqués et la confiance apparaît comme étant un mécanisme permettant de s'en prémunir, souvent bien préférable à celui des contrats, toujours plus ou moins marqués d'incomplétude.

B- L'I.F. a une fonction de création de confiance.

La gestion patrimoniale et le financement sont des opérations qui présentent pour les ANF des caractéristiques particulières au sein de l'ensemble des actes économiques : presque toujours en effet, elles ont une portée stratégique, voire même vitale, elles comportent une forte dose de risque, elles correspondent à des horizons décisionnels longs, elles nécessitent une grande expertise, elles exigent plus que les autres reproductibilité, stabilité et continuité, et elles supposent de surcroît une certaine confidentialité (nous retrouvons l'aspect étymologique envisagé plus haut) ... Plus fondamentalement encore, les relations que tissent entre eux les AF et les ANF ne sont pas des relations classiques d'échange économique mais des relations *partenariales*, c'est-à-dire des relations de long terme où le temps (le rôle de l'ancienneté a déjà été souligné) et les liens personnels, qui jouent un rôle moteur, aboutissent à constituer progressivement et de manière informelle des réseaux qui structurent durablement tout un ensemble de transactions. Un climat de confiance est capital pour le développement de telles relations et réseaux partenariaux.

La firme financière offre aux agents non financiers une institution productrice de confiance dans le but de leur permettre de réaliser leurs opérations financières dans de meilleures conditions de qualité/prix c'est-à-dire de coût, de sécurité et de rendement, que celles du marché. Et à cette confiance institutionnelle générale, relativement impersonnelle (confiance dans le système bancaire en général et dans ses instances de régulation) s'ajoutent non seulement la confiance contractuelle mais aussi et surtout la confiance personnelle (confiance "intuitu personae" en tel ou tel responsable d'agence bancaire par exemple), qui est par définition plus locale mais aussi plus fragile. Ces diverses formes de confiance, qui s'alimentent d'ailleurs les unes les autres, présentent les deux dimensions évoquées plus haut, sociale et économique, éthique et technique.

Quand nous avons opposé au début les différents types d'économies financières, avec, pour simplifier, d'un côté les systèmes fondés sur les marchés (systèmes décentralisés et libéralisés) et de l'autre ceux axés sur les institutions financières (systèmes centralisés et intermédiés), il apparaît que dans les premiers les relations avec les agents sont plus distantes et qu'elles concernent davantage le court terme que dans les seconds. En effet, les économies intermédiées, parce que les institutions financières privilégient avec leurs clients les relations de proximité et le long terme, montrent les avantages de la banque-industrie, grâce à l'incitation aux comportements coopératifs

et à la désincitation aux comportements opportunistes. C'est le cas au Japon avec le principe de la banque principale et en Allemagne avec celui de la Hausbank ; dans un cas comme dans l'autre, existent des relations fortes et durables entre une entreprise et une banque. C'est pour cette raison que F. Allen et D. Gale, qui ont publié en 2000 un ouvrage sur la comparaison des systèmes financiers, estiment que les systèmes financiers intermédiés peuvent atteindre un plus grand niveau d'utilité sociale que les systèmes basés sur les marchés de capitaux. En France aussi, les relations entre les banques et les entreprises sont fortes : 80% des entreprises sont financées par un seul établissement de crédit. La loi bancaire de 1984 transforme le paysage bancaire français, qu'elle banalise alors qu'il était balkanisé, et adopte le principe de la banque universelle, et la loi de 1996 sur la modernisation des activités financières organise les métiers du titre. Notre système financier se rapproche donc encore un peu plus de celui de l'Allemagne, mais à deux différences près. D'abord, alors que le système de la Hausbank s'applique à toutes les entreprises, y compris aux PME, pour qui ce système joue un rôle stratégique, les banques françaises adoptent des comportements différents selon la taille des entreprises. Elles pratiquent le rationnement du crédit à l'égard des PME, conformément en quelque sorte à l'analyse de Stiglitz et de Weiss, pendant que les grandes entreprises, bénéficiant des financements de marché, font jouer la concurrence entre établissements et sont souvent multibancarisées. Ensuite, alors que les banques allemandes se comportent en réels partenaires, avec des tarifications souvent forfaitaires, les banques françaises sont plutôt des « banques à l'acte ».

www.christian-bialès.com

PARTIE III : L'INTERMÉDIATION BANCAIRE À LA BASE DE L'ÉCONOMIE MONÉTAIRE

Chapitre 1 : L'intermédiation bancaire pour assurer la liquidité des actifs

Section 1 : La banque est incontournable pour la fourniture de liquidité

« En focalisant leur modèle sur “l'économie des dépôts“, Diamond et Dybvig (1983) mettent la préférence pour la liquidité au centre de leur analyse. Comme chez Keynes, cette préférence pour la liquidité peut conduire à l'instabilité. Mais à la différence de Keynes, elle ne s'exprime pas directement sur les marchés financiers. Elle nécessite le recours à une institution particulière qui est la banque. C'est cette préférence pour la liquidité dans un univers incertain entaché d'asymétrie d'informations qui fonde l'existence de la banque. Elle existe parce que l'assurance de liquidité qu'elle procure aux déposants est meilleure que celle des marchés pourraient fournir » (Thérèse Chevallier-Farat, Revue d'économie politique 102, de sept-oct 1992).

La question de la liquidité se pose parce qu'il y a incompatibilité entre l'illiquidité des actifs que les producteurs accumulent grâce aux ressources financières qu'ils se procurent et la demande de liquidité des différents agents, spécialement les ménages, qui désirent pouvoir modifier leurs plans de dépenses au gré des circonstances.

Certes, les marchés financiers ont, avec leur compartiment secondaire, un dispositif assurant la liquidité des actifs. Mais d'abord cette liquidité ne peut être totale puisque la plupart des investissements financés s'inscrivent de manière irréversible dans le temps long. Ensuite, les cours peuvent être très volatiles, d'où des risques de perte en capital. De surcroît, un actif financier est une promesse de revenu futur, et comme pour toute promesse, il y a une incertitude qu'elle soit réalisée ; et il y a sur les marchés financiers asymétrie d'information à cause des difficultés de signalisation et des problèmes que peuvent soulever les comportements opportunistes et les conflits d'intérêts. Enfin, pour accroître leur service de liquidité, les marchés ont précisément besoin d'institutions financières pour faire du rating, du courtage et surtout pour y jouer le rôle de contrepartiste et de teneur de marché : pour gagner en efficacité, ils ne peuvent rester livrés à eux-mêmes.

Pour assurer un développement harmonieux d'une économie monétaire où les échanges sont incertains, il faut un moyen de paiement fiable. Seules les monnaies bancaires, parce qu'elles se confondent avec la liquidité absolue et qu'elles bénéficient de la confiance de la communauté des agents, surtout que leur valeur est assurée par une Banque centrale qui chapeaute l'édifice bancaire tout entier, représentent des créances sûres et permettent dans toute la mesure du possible de réduire l'asymétrie d'information régnant sur les marchés. « Dans un univers incertain et “miné“ par l'asymétrie d'information, l'intermédiaire bancaire “monétise“ les créances : elle transforme en moyens de paiement, à peu près incontestables, des créances sur lesquelles pèsent toujours le soupçon, ce qui les rend inaptés au paiement (...) La régularité des échanges ne peut se satisfaire d'instruments sur lesquels pèse toujours le soupçon. Le paiement doit faire taire toute contestation. En conséquence, gérer le système des paiements revient à assurer que les paiements soient définitifs » (Thérèse Chevallier-Farat, Revue d'économie politique 102, de sept-oct 1992).

Le phénomène monétaire bénéficie d'une double logique de réseaux.

La première logique de réseau concerne la sphère des agents non financiers : la monnaie est d'autant plus fiable que le réseau de ses utilisateurs est étendu ; la monnaie est seule à être reconnue

comme moyen de paiement au sein de toute une communauté nationale, et parfois même au-delà en cas de devise-clé et de monnaie unique au sein d'une union monétaire. En effet, tout agent accepte d'autant plus facilement un règlement en une monnaie donnée qu'il a confiance dans le fait qu'il pourra lui-même, à son tour, l'utiliser pour régler ses propres dépenses et ses propres dettes. La monnaie est donc fondée sur la confiance qu'ont les agents non financiers en elle et elle constitue une convention qui permet de sortir de l'économie de troc et de faciliter les échanges. Remarque : les monnaies alternatives, locales, complémentaires et associatives qu'utilisent les systèmes d'échanges locaux –SEL– montrent bien à la fois l'importance de cette première logique de réseau et la spécificité unique des monnaies bancaires.

La seconde logique de réseau concerne le système bancaire, qui a la double caractéristique d'être à la fois diversifié et hiérarchisé, et qui rend les paiements définitifs en substituant à des dettes spécifiques avec des signatures privées (les dettes commerciales) des dettes universelles avec des sceaux institutionnels (les dettes bancaires). La présence de la banque centrale, banque de 1^{er} rang, joue un rôle considérable puisque c'est grâce à elle qu'est assurée la cohérence d'ensemble du système monétaire, ce qui est à la base de la confiance des agents non financiers. « Garantir les dépôts, c'est garantir le système bancaire en tant que market maker de la liquidité. Cette garantie résulte d'un accès privilégié des banques aux fonds de la banque centrale. Cet accès donne aux banques une franchise qui les distingue des autres institutions financières et qui procure une sécurité des dépôts qui bénéficie à toute la société. En contrepartie de cette franchise, les banques subissent une réglementation spécifique, sous forme de réserves obligatoires, de ratios prudentiels ou d'autres restrictions dans leur activité d'intermédiaire financier. Les déposants acceptent de payer un coût pour cette liquidité socialement garantie, sous la forme d'une rémunération de leurs dépôts inférieure à celle des actifs de marché » (Aglietta M., *Macroéconomie financière*, La Découverte, coll. Repères, n° 307).

La banque est la firme spécialisée dans la production de liquidité. Son métier est de répondre à la demande de « fonds » dont les agents non financiers ont besoin pour régler des dettes et/ou pour réaliser des dépenses, immédiates ou futures.

En termes d'asymétrie d'information, la situation de la banque est ambivalente.

D'un côté, son information sur les emprunteurs est plus riche que celle que peuvent avoir des investisseurs isolés : la thèse centrale de Diamond porte précisément sur l'avantage déterminant qu'a la banque dans la capacité d'expertise des emprunteurs. Le fait que la banque assure la tenue de comptes lui donne en effet une sorte de monopole sur une foultitude d'informations « privées » qu'elle peut mémoriser et utiliser, que ce soit pour choisir ses emprunteurs, surveiller la réalisation des contrats ou encore élargir la gamme des produits proposés à sa clientèle. « La combinaison de services de paiement et d'intermédiation confère un avantage irréductible aux banques par rapport aux autres intermédiaires financiers dans la réduction des asymétries d'informationnelles. En effet, la tenue des comptes des clients est une source d'information continue pour la banque (périodicité et montant des revenus, capacité d'épargne, éventuels accidents de paiement, etc.) qu'elle peut mobiliser lors d'une demande de prêt pour évaluer la solvabilité de l'emprunteur » (Scialom L., *Économie bancaire*, La Découverte, coll. Repères, n°268). Comme le fait remarquer Thérèse Chevallier-Farat, certaines institutions financières a priori non créatrices de monnaie, tels que les OPCVM, « gèrent une partie des paiements, parce qu'elles attirent la clientèle en proposant des services liés à la gestion de portefeuille. (...) Mais elles ne parviennent à assurer les paiements que parce qu'elles dépendent d'une manière ou d'une autre, des banques qui "assurent" à leur place. Autrement dit, les OPCVM ne peuvent le faire qu'à la marge d'un système bancaire, parce qu'elles lui transfèrent le risque de liquidité qu'elles ne prennent pas en charge ». À propos de la relation entre banques et investisseurs institutionnels, si on vient de dire que les seconds comptent d'une certaine façon sur les premières pour éviter le risque de liquidité, il semble que depuis le début des années 1990 les premières comptent de plus en plus sur les seconds pour supporter le risque de

crédit . Lors des rencontres économiques du Cercle des économistes à Aix-en Provence en juillet 2004, P. Artus constate en effet que « sur le marché des dérivés de crédit, les banques ont acheté massivement de la protection contre le risque de défaut essentiellement auprès des assureurs. Il y a donc une forte désintermédiation au sens où les banques portent moins le risque de crédit et où il est repoussé sur les investisseurs institutionnels. Cette évolution est peut-être favorable macroéconomiquement, puisqu'elle réduit le risque de crise bancaire systémique, et qu'elle le transforme en un simple risque de perte patrimoniale pour les épargnants. Elle est cependant choquante d'un point de vue macroéconomique : les banques ont normalement, à la fois un avantage informationnel sur la situation des emprunteurs, et la possibilité de bénéficier du prêteur en dernier ressort en cas de crise conjoncturelle aigue (...) ».

Mais d'un autre côté, dans sa relation avec les agents non financiers, la banque est victime malgré tout d'asymétrie d'information dans la mesure où elle ne peut pas empêcher totalement ses clients et emprunteurs d'adopter éventuellement des comportements opportunistes. Elle se protège des risques de sélection adverse et d'aléa moral d'abord par l'intermédiaire des garanties réelles et personnelles qu'elle exige, grâce aussi à la variété des taux qu'elle fixe et au rationnement des crédits qu'elle impose. Ensuite, un filet de sécurité (contre ses risques individuels mais aussi contre le risque collectif de « panique bancaire ») lui est procuré par sa participation à un système bancaire diversifié et surtout hiérarchisé, avec la supervision par une banque des banques, la Banque centrale qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort, de réassureur en liquidité en quelque sorte. C'est en effet la Banque centrale qui garantit au bout du compte le caractère définitif du paiement et donc aussi la liquidité des actifs.

Remarques :

1) En théorie monétaire, on oppose la thèse du « central banking » et celle du « free banking » selon que l'on estime nécessaires ou non la centralisation et la supervision par une banque centrale. Le « free banking » ne peut être sérieusement envisagé que dans un contexte de marchés parfaits et complets..., ce qui ne correspond évidemment pas à la réalité.

2) Dans la « Lettre Vernimmen.net » n° 33 de novembre 2004, P. Quiry et Y. Le Fur présentent une étude empirique de D. Denis et V. Mihov, parue en 2003 dans « Journal of Financial Economics », sur le choix entre endettement de marché et endettement bancaire réalisé par 1560 entreprises américaines entre 1995 et 1996.

Qu'il nous soit permis de citer le large extrait suivant :

« Les théories existantes sur le choix de la dette ont, dans l'ensemble, postulé que la dette bancaire a l'avantage, par rapport à la dette obligataire, de rendre la surveillance des choix des dirigeants d'entreprises plus efficace. En effet, en raison de leur relation suivie avec l'entreprise et des sommes investies, les banquiers commerciaux sont incités à produire l'effort coûteux que représente la surveillance des actions managériales afin de s'assurer que l'entreprise soit bien capable de rembourser ses dettes. A l'opposé, les détenteurs d'obligations, plus nombreux, font face à un problème de coordination difficilement surmontable : alors que collectivement ils ont intérêt à faire l'effort de surveiller les activités des dirigeants d'entreprise, individuellement aucun investisseur n'a d'incitation suffisante pour justifier cet effort : il s'agit là du problème traditionnel du passager clandestin.

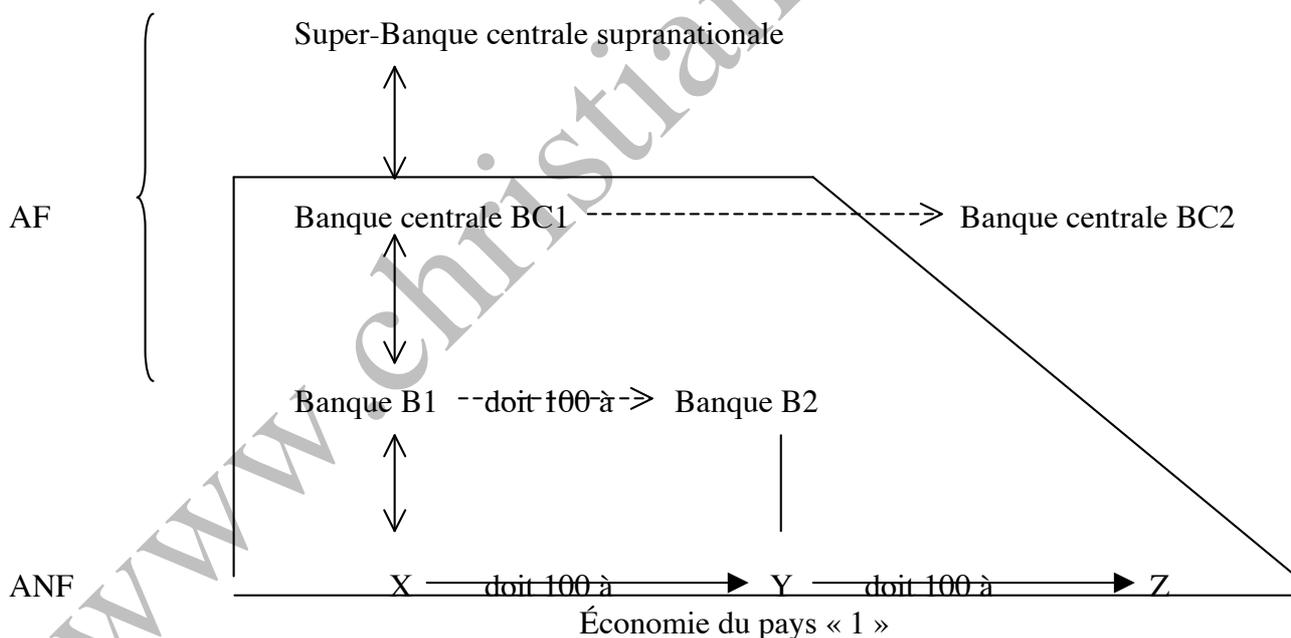
Par conséquent, lorsque l'asymétrie d'information entre les investisseurs et les dirigeants d'entreprise est élevée, c'est-à-dire lorsque les investisseurs doivent fournir un effort important pour comprendre la nature des activités de l'entreprise ou la stratégie envisagée par les dirigeants, il est plutôt dans l'intérêt de l'entreprise de recourir à la dette bancaire plutôt qu'à la dette obligataire.

De même, les dirigeants imparfaitement incités à prendre les décisions maximisant la valeur de l'entreprise, auront tendance à choisir la dette obligataire qui réduit moins leur marge de manœuvre que la dette bancaire. Les obligations sont en effet assorties de contraintes juridiques (les *covenants* en français) plus souples quand elles existent que celles attachées aux crédits bancaires, ont une échéance moyenne plus longue, etc...

Enfin, la dette bancaire permet également de faciliter les situations de renégociation de la dette ou de la liquidation de l'entreprise en cas de difficultés financières. Les banques sont davantage incitées à trouver une issue favorable aux difficultés financières de l'entreprise. Par ailleurs, les banques bénéficient encore une fois d'une coordination relativement plus aisée entre elles, dans la mesure où la détention des créances n'est pas aussi dispersée que celles des obligations. Ce dernier point est illustré par le fait qu'aux Etats-Unis l'unanimité des créanciers (et donc de tous les détenteurs d'obligations) est requise pour s'accorder sur un plan de restructuration de la dette.

Ces prédictions de la théorie sont testées par nos deux chercheurs et sont largement vérifiées par leurs données. Conformément aux prédictions de la théorie de l'asymétrie d'information, on constate que les entreprises les plus sujettes à ce type de problème ont moins recours à de la dette obligataire cotée. Ces entreprises font souvent appel, lorsqu'elles contractent de la dette, soit à de la dette bancaire, lorsqu'elles ont une profitabilité moyenne, soit à de la dette non cotée, lorsqu'elles ont une faible profitabilité et une forte probabilité de faillite. Par ailleurs, les dirigeants d'entreprises fortement incitées à la performance, sous la forme d'une détention importante d'actions de la société, ont davantage tendance à recourir à de la dette bancaire qu'à de la dette obligataire. Conformément à l'intuition, ce sont les entreprises les plus profitables qui recourent au marché obligataire, alors que celles qui sont le moins profitables, et souvent le plus en difficulté sollicitent leurs prêts auprès d'investisseurs privés ».

Section 2 : Le pouvoir bancaire de créer de la monnaie



Dans une économie nationale donnée, celle du pays « 1 », 3 agents non financiers sont en relation d'affaires : X doit 100 à Y, lequel doit également 100 à Z (X peut par exemple être une entreprise, Y l'un de ses salariés et Z un commerçant). Ils ont donc entre eux des dettes de type « commercial ».

La question qui se pose concrètement est de savoir comment ces agents non financiers peuvent éteindre leurs dettes et il nous faut montrer que la monnaie que créent les banques est la seule solution. Certes, si Z devait lui aussi 100 à X, les dettes s'éteindraient par compensation réciproque.

Mais, outre le fait que cette situation relèverait d'un hasard exceptionnel, elle correspondrait en fait à une économie de troc, c'est-à-dire d'une économie d'où la monnaie est par définition exclue.

Pour que X puisse se libérer de la dette qu'il a envers Y, il faut qu'intervienne un agent extérieur à la sphère des agents non financiers, en l'occurrence un agent financier. Plus précisément, X s'adresse à la banque B1, dont il devient le client, pour qu'il lui fournisse un actif ayant le pouvoir de le libérer des dettes commerciales. Pour cela, l'agent financier B1, parce qu'il a le statut de banque, va exprimer son pouvoir de création monétaire de la manière suivante : il émet sur lui-même une dette (dette bancaire), qui apparaît donc à son passif, qu'il prête à l'agent non financier X, son client, d'où l'inscription d'une créance de même montant à son actif, laquelle dette bancaire prend le statut de monnaie dès lors que les agents non financiers la reconnaissent comme moyen de paiement entre eux.

Plusieurs caractéristiques importantes apparaissent dans ce début de commentaire du schéma ci-dessus.

Premièrement, pour qu'il y ait création monétaire, autrement dit offre de monnaie, il faut qu'il y en ait une demande ; pour qu'il y ait création de monnaie, il faut qu'interviennent à la fois un ANF et un AF bancaire (autant dire que deux ANF ne peuvent pas créer de la monnaie entre eux, pas plus que les deux banques B1 et B2 ne le peuvent entre elles).

Deuxièmement, toute monnaie est inscrite au passif de la banque émettrice : en cela, toute monnaie est « scripturale » quant à sa production. La monnaie est une dette -bancaire- pour l'institution qui l'émet et une créance pour celui qui en dispose, à la fois créance sur la banque et créance sur les richesses présentes et futures de l'économie nationale.

Troisièmement, la dette bancaire ne devient réellement monnaie qu'à partir du moment où il y a consensus entre les ANF pour s'en servir comme moyen de règlement de leurs dettes commerciales : cette convention fondée sur la confiance fait que toute monnaie est « fiduciaire » quant à sa valeur. Cette façon d'envisager la création monétaire n'est peut-être pas la plus répandue, mais elle se trouve chez plusieurs auteurs dont il est intéressant de connaître l'analyse monétaire : non seulement des keynésiens circuitistes mais aussi J.A. Schumpeter, H. Thornton ou R.G. Hawtrey par exemple, pour qui les dettes des banques servent à régler les dettes commerciales car elles sont moins risquées.

Quatrièmement, nous avons implicitement raisonné jusqu'ici comme si B1 était la seule banque de l'économie nationale. Levons cette hypothèse et considérons que Y est client d'une seconde banque, la banque B2. B1 et B2 sont alors appelées banques commerciales puisqu'elles ont en commun d'avoir pour clients des agents non financiers ayant à régler entre eux des dettes commerciales. Le règlement de Y par X se traduit par la transmission par X à Y d'un chèque tiré sur B1 : B2 reçoit donc en paiement, pour le compte de Y, une dette au nom de B1. Un point essentiel est qu'entre les agents financiers la règle est la même qu'entre les agents non financiers : par définition, toute reconnaissance de dette ne peut valoir paiement. Alors, tout comme l'extinction des dettes commerciales entre les ANF exige l'utilisation d'une dette d'une nature différente, d'une monnaie-dette de banque commerciale, l'extinction des dettes entre banques commerciales exige l'utilisation d'une monnaie-dette bancaire d'une nature différente. Pour cela, une banque de rang supérieur aux banques commerciales émet une dette sur elle-même, qu'elle prête à la banque commerciale B1, et cette super-dette bancaire prend le statut de monnaie interbancaire dès lors que les banques commerciales la reconnaissent comme moyen de règlement entre elles. Cette banque émettrice de la monnaie interbancaire est donc la « banque des banques », c'est la Banque centrale, et la monnaie qu'elle émet est dite « monnaie centrale ». On a donc maintenant affaire à un système bancaire diversifié et hiérarchisé, avec une banque centrale, dite aussi banque de premier rang, et plusieurs banques commerciales, dites aussi banques de second rang.

Cinquièmement, le schéma met en scène une économie nationale ouverte sur l'extérieur par la présence, à côté du pays « 1 », du pays « 2 », et il montre que la banque centrale du premier a une

dette envers celle du second. Cela peut s'expliquer si, dans un contexte de changes fixes, le pays « 1 » est en déficit commercial vis-à-vis du pays « 2 ». En reprenant le même raisonnement que celui tenu au deux niveaux inférieurs du schéma, BC1 ne peut pas régler le montant du déficit à BC2 par l'intermédiaire de sa propre dette : l'architecture d'un SMI répondant à la logique exposée précédemment suppose a priori que le paiement se fasse par l'intermédiaire d'une super-dette banque centrale supranationale qui serait reconnue par les diverses banques centrales nationales comme moyen de règlement entre elles. On sait que la réalité ne répond pas à cette logique et que c'est la monnaie d'une banque centrale nationale qui sert en même temps de monnaie internationale : au niveau mondial, tout se passe donc comme si au niveau d'une économie nationale donnée, le rôle de banque centrale était tenu par l'une des banques commerciales. On comprend que le SMI actuel ne soit pas satisfaisant...

Sixièmement, étant donné le pouvoir considérable dont disposent les banques commerciales dans la fourniture de liquidité, il est impératif que leurs activités soient réglementées et contrôlées : c'est également un rôle de la banque centrale que de superviser et de réguler le système bancaire dans sa globalité, pour en assurer un fonctionnement efficace et sûr.

Septièmement, deux remarques méritent d'être faites concernant le besoin de monnaie centrale que ressent chaque banque commerciale.

D'abord, ce besoin s'explique de manière très générale par les « fuites » que la banque subit hors de son « circuit », appelant ainsi le périmètre des activités de la banque au sein duquel ne se pose aucun problème de conversion de sa monnaie. Un circuit bancaire comporte trois éléments fondamentaux : une monnaie spécifique (à chaque banque sa monnaie ; par conséquent, la banque centrale est là aussi pour assurer l'unité de la communauté de paiement en garantissant un change fixe et unitaire entre les monnaies des différentes banques commerciales), une clientèle spécifique et un organisme de compensation interne au circuit. Les fuites hors du circuit d'une banque commerciale sont essentiellement de deux sortes. Elles peuvent être autonomes en ce sens qu'elles dépendent des comportements des clients de la banque en matière de retrait de billets (dont la Banque centrale a le privilège d'émission), de demande de devises, et de versements faits au bénéfice de clients d'autres agents financiers, comme dans notre exemple avec le versement de X au profit de Y. Elles peuvent être institutionnelles quand il existe un système de « réserves obligatoires ».

Ensuite, deux méthodes essentielles sont envisageables pour que les banques commerciales satisfassent ce besoin de monnaie centrale, autrement dit, pour qu'elles se « refinancent » (on appelle refinancement les opérations par lesquelles les banques centrales s'approvisionnent en monnaie centrale). La première façon, a priori la plus naturelle, est que chaque banque commerciale cherche auprès de la Banque centrale la liquidité qui lui manque : c'est la procédure du réescompte. La seconde façon est que les banques commerciales cherchent en priorité entre elles la possibilité de se refinancer, au moyen d'un marché interbancaire où s'échange la monnaie centrale entre les banques qui ont plutôt trop de monnaie centrale par rapport à leurs besoins du moment et celles qui n'en ont pas assez. Ce n'est pas le lieu ici de faire l'historique des procédures de refinancement mises en œuvre par les banques commerciales au cours de ces dernières décennies.

Pour terminer ce point, faisons une double remarque sur le « refinancement » des banques commerciales à partir du processus du réescompte.

D'abord, quand un agent Y est bénéficiaire d'un effet de commerce, c'est qu'il finance le fonds de roulement de son débiteur (X) jusqu'à la date d'échéance de l'effet. Si Y a besoin de liquidité avant que l'échéance n'arrive, il demande à son banquier de lui escompter son effet. En finançant son client Y, la banque commerciale « refinance » l'agent X. Et si la banque commerciale a elle-même besoin de liquidité avant l'échéance de l'effet, elle peut « monnayer » cet effet auprès de la Banque centrale en lui demandant de le réescompter. Il apparaît donc que la Banque centrale finance la banque commerciale, refinance le client de celle-ci (Y) et re-refinance le tiré X. C'est la Banque centrale qui « porte » en définitive le crédit commercial accordé à X.

Ensuite, quand l'agent Y est bénéficiaire d'un effet de commerce tiré sur X, c'est qu'il lui accorde des délais de paiement. On a affaire au crédit interentreprises. En finançant X, Y évite à X de demander à sa banque un crédit pour lui permettre de payer Y au comptant : ainsi, le crédit interentreprises a-t-il pour effet de faire supporter à des agents non financiers des risques que des agents financiers auraient pu être amenés à prendre. Si le crédit interentreprises est important, il est un facteur de fragilisation du tissu économique. Cette modalité de financement revêt une place variable dans l'espace et le temps. Les statistiques montrent que pour la plupart des économies nationales, mis à part le cas particulier du Japon, le solde du crédit interentreprises (différence entre le ratio délais clients et le ratio délais fournisseurs) a plutôt baissé durant la période 1990-2003 (Voir le Bulletin de la Banque de France n° 132 de décembre 2004). En ce qui concerne plus précisément la France, ce solde est resté relativement stable (environ 15 jours de chiffres d'affaires), mais cette stabilité masque des évolutions contrastées selon le type d'entreprises : le solde s'est nettement amélioré pour les grandes entreprises, n'a pas beaucoup changé pour les PME mais s'est dégradé pour les petites entreprises.

Huitièmement, dans la mesure où les banques commerciales, pour « colmater » les fuites hors de leur circuit monétaire, ont besoin de se procurer de manière coûteuse de la monnaie centrale (la liquidité gratuite que les opérations correspondant à des « injections » autonomes symétriques aux fuites autonomes leur apportent est insuffisante), la création de monnaie par les banques commerciales ne peut être infinie. Mais ce que le raisonnement tenu ici montre d'essentiel est que pour créer de la monnaie les banques n'ont pas besoin d'avoir préalablement de la monnaie centrale, comme s'il fallait que leurs monnaies soient gagées. Deux thèmes bien connus en analyse monétaire se trouvent ici convoqués. Il y a d'abord l'opposition entre multiplicateur et diviseur de crédit. Il est clair que la logique du diviseur de crédit permet infiniment mieux d'apprécier le pouvoir exorbitant de création monétaire qu'ont les banques : les banques créent de la monnaie en réponse à la demande de crédit qu'expriment les ANF, quels que soient leurs avoirs en monnaie centrale, et tout se passe comme si elles satisfaisaient leur besoin de monnaie centrale « après-coup ». Par contre, le multiplicateur de crédit exprime le montant maximum de crédits que les banques peuvent octroyer et donc de la quantité maximale de monnaie qu'elles peuvent émettre en fonction de la quantité de monnaie centrale dont elles disposent (la première colonne du fameux tableau décrivant le mécanisme du multiplicateur a pour intitulé « réserves excédentaires en monnaie centrale »). Il y a ensuite la querelle très ancienne mais toujours d'actualité entre le principe de la circulation (currency principle) et le principe de la banque (banking principle) : quand une banque émet de sa monnaie en fonction d'un avoir qu'elle détient préalablement (or hier, monnaie centrale aujourd'hui), il y a certes création brute de monnaie mais pas nécessairement création nette.

Remarque :

Définir la monnaie que crée une banque comme étant une dette que celle-ci émet sur elle-même peut sembler pour le moins curieux. Plusieurs auteurs refusent d'adopter cette explication. Et parmi ceux qui la partagent, certains ne trouvent pas d'autre explication que de dire qu'il s'agit d'une « dette sans objet », ce qui peut se comprendre étant donné le caractère exceptionnel du bien économique qu'est la monnaie ; la monnaie est le seul actif dont la liquidité est absolue et il est à la fois privé et public. Mais il nous semble possible de justifier aussi la « monnaie-dette » de deux façons supplémentaires et complémentaires. D'abord, historiquement, les billets émis par les banques étaient initialement des certificats de dépôt d'or et constituaient donc bien des reconnaissances de dettes. Ensuite, les banques ont clairement aujourd'hui des engagements vis-à-vis de leurs clients. Les banques commerciales doivent à leurs clients la tenue de leur compte, l'exécution des ordres de paiement qu'ils sont amenés à leur donner et la fourniture de billets, la monnaie légale. La Banque centrale a également ses propres engagements vis-à-vis de tous ceux qui détiennent des billets : l'obligation de convertir la monnaie nationale dans les différentes devises, l'obligation d'assurer l'unité du système de paiement, la coordination et la surveillance du système bancaire, et surtout

l'obligation de préserver la valeur interne et la valeur externe de la monnaie nationale dont elle est en effet la gardienne.

Pour terminer cette section, nous proposons de résumer les occasions de création monétaire par l'intermédiaire du bilan consolidé des institutions financières créatrices de monnaie : ce bilan exprime au passif les différentes monnaies créées et à l'actif leurs contreparties, qui correspondent précisément aux opérations créatrices de monnaie.

www.christian-biales.net

ACTIF	PASSIF
Banque centrale (B.C.)	
(4) Avoirs nets de change (réserves officielles)	Billets en circulation (1)
(5) Créances sur le Trésor public	Comptes créditeurs
(6) Refinancement (= créances sur les banques commerciales)	- Banques commerciales (2)
	- Trésor public (3)
Trésor public (T.P.)	
(9) Soldes budgétaires cumulés (= créances sur l'Etat)	Monnaies divisionnaires (7)
(3) Compte créditeur à la Banque centrale	Dépôts auprès du T.P. (8)
	Titres de créances détenus par
	- B.C. (5)
	- B. co. (10)
	- ANF (11)
Banques commerciales (B. co.)	
(2) Comptes créditeurs à la B.C.	Comptes de DAV monétaires (12)
(10) Créances sur le T.P.	Refinancement (6)
(13) Crédits à l'économie	
(14) Créances nettes sur non-résidents et correspondants étrangers.	
Bilan consolidé	
(4) Avoirs nets de change	Billets en circulation (1)
(14) Créances nettes sur non-résidents et correspondants étrangers	Monnaies divisionnaires (7)
(9) Soldes budgétaires cumulés	Dépôts auprès du T.P. (8)
(15) Créances nettes sur le T.P.	Titres de créances du T.P. détenus par ANF (11)
(13) Crédits à l'économie	Comptes de DAV monétaires (12)

Autrement dit,

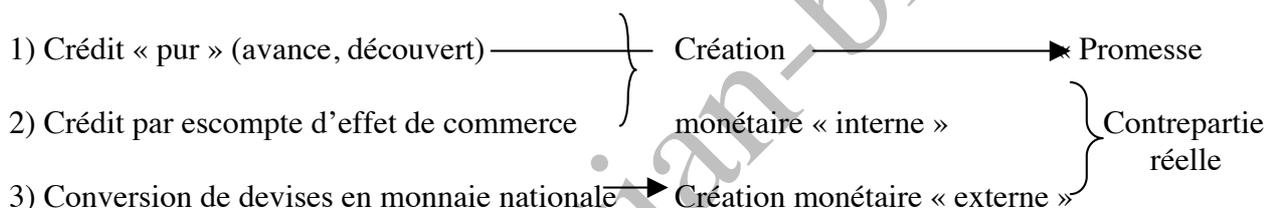
Créances sur l'étranger	Billets et pièces en circulation
Créances sur le Trésor public	Monnaies inscrites en comptes
Créances sur l'économie	

Chapitre 2 : L'intermédiation bancaire pour assurer la croissance économique

Section 1 : La création monétaire et le financement de la croissance.

Dans la 1^{ère} partie, nous distinguons monnaie et crédit. Il convient de distinguer ici les différentes sortes de création monétaire.

Les banques créent de la monnaie de trois façons principales :



Quand la création monétaire correspond à une promesse de production (cas 1), il se peut que la valeur des flux réels effectivement créés soit en définitive inférieure à la monnaie supplémentaire injectée : il y a potentiellement risque d'inflation.

Quand au contraire la création monétaire a pour contrepartie des flux réels déjà créés, ce risque n'existe pas a priori. Mais cela n'est vrai que dans le deuxième cas. En effet, dans le troisième cas (création de monnaie par conversion de devises), les flux réels créés sont à destination de l'extérieur et ne font donc pas l'objet d'emplois par les résidents, c'est-à-dire ceux qui pourtant bénéficient de la création monétaire : une balance commerciale excédentaire peut ainsi être à l'origine de tensions inflationnistes.

Il y a création de *monnaie « interne »* quand l'opération de création monétaire doit tôt ou tard se dénouer dans l'opération inverse de destruction de monnaie. C'est bien le cas quand la banque crée de la monnaie en accordant une avance pure et simple ou lorsqu'elle escompte un effet de commerce : la monnaie initialement injectée dans le circuit est détruite lorsque l'avance est remboursée et lorsque le tiré de l'effet s'exécute à l'échéance. Par contre, la création de monnaie contre remise de devises ne débouche pas fatalement sur une destruction de monnaie : il y a création de *monnaie « externe »* (une demande de conversion de monnaie nationale en telle ou telle devise correspond symétriquement à une opération autonome de destruction de monnaie).

La création de monnaie par escompte d'effet de commerce et par conversion de devises a pour contrepartie des richesses déjà produites et même échangées. Par contre, la création de monnaie par crédit « pur » correspond à une promesse de production future. Cette création de monnaie est « ex nihilo » en ce sens qu'elle ne s'appuie sur rien de tangible existant préalablement ; elle ne repose que sur un projet. Elle donne lieu à l'émission d'un effet financier (on parle de « traite

financière »), qu'il convient de bien distinguer des effets commerciaux. On comprend donc que c'est par cette création monétaire « ex nihilo » que les banques peuvent pré-financer la croissance et partager avec les industriels le risque inhérent à l'innovation.

Par ailleurs, il faut opposer *l'offre exogène* de monnaie et *l'offre endogène*. On a remarqué plus haut que la création de monnaie nécessite l'intervention à la fois d'un agent non financier, qui demande de la monnaie, et une banque qui la fournit. Cette banque est dans la grande majorité des cas une banque commerciale, mais l'unité du système bancaire nécessite la coordination d'une banque centrale, par ailleurs émettrice de la monnaie légale.

L'offre de monnaie est dite exogène quand la responsabilité de la création monétaire se trouve essentiellement du côté des institutions bancaires, et spécialement de la banque centrale.

L'offre de monnaie est dite endogène quand au contraire la responsabilité de la création monétaire se trouve plutôt du côté des agents non financiers en ce sens que la quantité de monnaie offerte s'explique en priorité par la demande de crédits qu'expriment les agents non financiers.

Cette opposition entre offre exogène et offre endogène fait à nouveau penser au débat entre les partisans du currency principle et ceux du banking principle. Elle renvoie même à la querelle encore plus ancienne entre les bullionistes et les anti-bullionistes, mais non moins actuelle puisque tout cela revient à mettre en discussion la théorie quantitative de la monnaie et que, en quelque sorte, les bullionistes sont devenus monétaristes et les anti-bullionistes post-keynésiens. Pour notre présent propos, contentons-nous de souligner que la croissance économique est a priori davantage favorisée lorsqu'il y a endogénéité de l'offre de monnaie, surtout si, en cas d'exogénéité, les autorités monétaires sont beaucoup plus préoccupées par l'évolution de l'indice des prix que par celle de l'activité et de l'emploi. D'ailleurs, il est possible d'établir un lien direct entre les notions d'offre endogène ou exogène ici envisagées et les mécanismes du diviseur et du multiplicateur de crédit abordés plus haut. Lorsque l'offre de monnaie est endogène et que prévaut la logique du diviseur de crédit, l'initiative économique se trouve dans le camp des agents non financiers, c'est-à-dire pour l'essentiel dans celui des producteurs, de ceux qui investissent, qui innovent et prennent des risques. La réalisation des projets des uns et des autres dépend alors directement de la réponse que leur font les fournisseurs de liquidité.

Section 2 : Pour le progrès économique, la monnaie peut manquer, pas l'épargne : les banques ont donc un rôle complémentaire indispensable à celui des marchés de capitaux.

« Au niveau macroéconomique, le pouvoir de création monétaire du système bancaire lève une contrainte majeure sur l'accumulation du capital : le financement des projets nouveaux d'investissement n'est plus assujéti à l'épargne formée au cours de la période. Les banques ne se contentent pas de recycler des ressources qu'elles ont préalablement collectées. Elles prêtent des sommes qui viendront ensuite se déposer dans leurs comptes. Les banques font ainsi des paris sur des projets industriels, elles anticipent sur des profits à venir » (Scialom L., *Économie bancaire*, La Découverte, coll. Repères, n°268).

« La théorie moderne du progrès technique rend compte de la capacité des économies capitalistes à défier l'état stationnaire. Elle le fait mieux que l'ancienne théorie néoclassique, parce qu'elle admet que le progrès technique n'est pas une manne céleste mais il doit être produit. C'est pourquoi la croissance est endogène. Mais alors, la production du progrès technique doit être financée. (...) Le lien entre la croissance et le système financier passe par le financement de la production des innovations techniques » (Aglietta M., *Macroéconomie financière*, La Découverte, coll. Repères, n° 307). Comme la caractéristique essentielle des innovations technologiques en particulier et des investissements industriels en général est que leur rendement futur ne peut être sûr et qu'ils

produisent des externalités, leur financement direct par des agents privés, via les marchés, a beaucoup de chances de s'avérer beaucoup trop frileux et instable. Car les apporteurs de capitaux ne peuvent raisonnablement s'engager que s'ils disposent de suffisamment d'informations sur le comportement de l'emprunteur et sur le rendement de son projet. Or, les marchés fonctionnent comme dans les modèles de la théorie des jeux à un coup. Par contre, dans le cas des banques, surtout si on est dans des configurations telles que la « banque-industrie » ou la « banque relationnelle » (par opposition à la banque à l'acte), tout se passe comme si on était dans les modèles de la théorie des jeux à plusieurs coups. Dans son ouvrage consacré à la mondialisation (Editions Sciences humaines, 2008), P.-N. Giraud ne dit pas autre chose : « on peut montrer que si l'investissement était strictement limité à l'épargne, sans le "préfinancement" de la richesse future que constitue la création monétaire, la croissance économique serait plus faible ». L'importance de la création monétaire dans le pré-financement des investissements, des innovations et donc de la croissance économique pose aussi la question de la fameuse égalité entre épargne et investissement qui régit l'équilibre macroéconomique. D'abord, remarquons que l'épargne dont il s'agit est tout à la fois l'épargne constituée a priori, donc préalablement à l'investissement, et l'épargne a posteriori qu'il est nécessaire de dégager quand on s'est endetté pour pouvoir investir. Ensuite, il est très utile de reprendre ici la démonstration que fait M. Aglietta (op. cité) : « L'identité entre épargne et investissement exprime la double détermination de tout échange, qui est à la fois un flux portant sur un objet économique ou sur une créance et un flux réciproque de monnaie de même valeur. (...) Mais l'investissement réalisé au cours d'une période n'est pas la décision d'investir au cours de cette période. Le premier est la réalisation en cours dans les dépenses d'aujourd'hui de projets décidés auparavant ; la seconde est tournée vers l'avenir, c'est elle qui est décisive pour la croissance. Si la somme des projets nouveaux d'investissement devait être financée par l'épargne de la même période, une contrainte très forte serait imposée à l'accumulation du capital. (...) Pour lever cette contrainte, les projets d'investissements nouveaux ne peuvent être engagés que s'ils réunissent des plans de financement qui anticipent la formation de l'épargne future, au moment où les dépenses échelonnées selon la réalisation des projets deviendront des investissements effectifs. Dans un univers de prévision parfaite, il serait concevable que des marchés efficients anticipent la croissance de l'épargne future. Cela est tout à fait inconcevable dans un univers incertain. (...) Les banques sont indispensables pour soutenir les plans de financement, parce qu'elles sont les seules à pouvoir arracher les paris sur l'avenir au carcan de l'épargne disponible ».

Au cours de l'histoire de la pensée économique, les auteurs se sont divisés sur notre sujet. Le financement de l'innovation et de l'investissement des entreprises oppose en effet les classiques et néoclassiques d'un côté et les keynésiens et schumpétériens de l'autre. Par exemple, Smith considère que seule l'épargne peut assurer ce financement, le crédit bancaire étant là pour financer non pas l'accumulation de capital mais les encaisses de transaction. Keynes substitue l'économie de production à l'économie d'échanges et, dans son économie monétaire de production, la monnaie n'est pas seulement l'instrument de l'échange marchand, elle est avant tout la condition de la production : les décisions des entreprises doivent être « ratifiées » par les banques pour devenir effectives. Il en est de même pour Schumpeter : pour lui aussi, ce sont les banques qui doivent financer la création de capital fixe et circulant, en créant de la monnaie et non à partir d'une épargne préalable déposée chez elles. La condition du progrès technique est donc la monnaie de crédit. Il faut également rappeler ici les conclusions des principaux modèles de croissance : alors que dans le modèle canonique de Solow, la baisse de la propension à épargner n'a pas d'incidence sur le taux de croissance, dans les modèles néoclassiques à croissance endogène cette baisse amène celle du taux de croissance. Par contre, pour les modèles postkeynésiens, la relation est inverse : la baisse de la propension à épargner est paradoxalement un facteur de croissance. Les modèles postkeynésiens dits « kaleckiens » confirment ce paradoxe de l'épargne en même temps qu'ils développent le paradoxe des coûts. Le keynésien circuitiste A. Graziani propose par ailleurs (en

1987) la distinction entre le financement initial, par le crédit bancaire, à l'ouverture du circuit, comme pour l'amorcer en quelque sorte, et le financement final lors du bouclage du circuit, non seulement par le marché mais aussi par les institutions financières. Si bien que les institutions financières, et plus spécialement les banques, peuvent être considérées comme les agents dont la fonction macroéconomique est la plus déterminante. Car, dans une économie monétaire, toutes celles des autres agents en découlent. Les banques sont indispensables pour l'alimentation du circuit en monnaie et pour avancer la liquidité dont les agents producteurs ont besoin pour créer des richesses. Elles participent également à la fermeture du circuit : pour que l'équilibre macroéconomique soit réalisé, il faut qu'il y ait égalité entre la création monétaire des banques et l'accumulation monétaire des agents non financiers. On retrouve d'une certaine façon « la condition monétaire du bouclage du circuit » d'André Chaîneau, condition d'équilibre *ex ante* puisque, *ex post*, la monnaie créée est forcément détenue (Voir « la mécanique de l'équilibre économique » aux PUF (1977) ou le « Manuel de macro-économie élémentaire » chez Armand Colin (1992)).

Les auteurs néoclassiques, à la suite de leurs prédécesseurs, considèrent que le financement par les marchés de capitaux est plus favorable aux investissements et donc à la croissance économique (théorie de l'efficacité des marchés). Mais non seulement la finance de marché peut être facteur d'instabilité, mais il n'est pas sûr qu'elle soit un moteur puissant pour l'activité économique. Beaucoup d'auteurs nuancent la relation entre marchés financiers et croissance et nombre d'entre eux insistent sur l'importance du rôle des banques, comme Robinson en 1952, Gerschenkron en 1962, Cameron en 1967, Lucas en 1988, Bencivenga et B.D. Smith en 1991, Devereux et G.W. Smith en 1994, Levine en 1996, ... Des études empiriques ont été menées pour tenter d'apporter une réponse dans un sens ou dans un autre. Elles prouvent bien une relation, mais elles ne concluent pas sur le sens de la causalité.

On accuse également souvent les marchés financiers d'être « myopes » (ils ont peut-être la mémoire longue mais ils ont la vue courte) et de raccourcir par conséquent l'horizon décisionnel des investisseurs et des entreprises, ce qui ne peut qu'entraver la croissance économique. Comme l'écrit Jean-Paul Pollin dans *Le Monde* des débats de mai 1994, « Les marchés sont plus aptes à réaliser des opérations ponctuelles, mais rendent l'entreprise dépendante de la volatilité du prix des actifs et raccourcissent par là même son horizon décisionnel. Tandis que l'existence d'un engagement de long terme entre la banque et l'entreprise favorise le développement d'une logique industrielle, permet de lisser les évolutions de taux d'intérêt et réduit l'incidence des aléas économiques. Il faut donc bien comprendre que le rôle des institutions financières ne consiste pas à mimer ou à prolonger les mécanismes du marché. La fonction d'intermédiation est d'une tout autre nature, son rapport au temps est bien différent ». Mais comme l'écrit plus loin J.-P. Pollin, « le problème se pose alors de savoir dans quelle mesure les banques peuvent concilier des engagements étroits dans l'industrie avec leur autre mission qui consiste à assurer la gestion des moyens de paiement et, plus généralement, la liquidité de l'économie. On comprend bien le danger : parce que la valeur de la monnaie émise par les banques est gagée sur la qualité de leurs actifs, une prise de risque excessive peut avoir des conséquences dévastatrices. (...) Ce dilemme entre sécurité et efficacité est bien connu, et il a nourri de longues controverses au cours du temps ». En effet, il suffit de penser à titre d'illustration à l'analyse de H.-P. Minsky (1976). Selon cette analyse, en phase d'expansion, une certaine euphorie peut facilement se développer avec une surestimation des rendements mais aussi une sous-estimation des risques, ce qui encourage les agents non financiers à s'endetter toujours davantage. Vient alors un moment où la charge de la dette impose de revendre certains actifs. Quand ce mouvement prend une certaine ampleur, les vendeurs deviennent plus nombreux que les acheteurs, ce qui provoque la chute des prix et des cours. D'où une baisse du rendement du capital qui peut être brutale, et donc aussi de l'incitation à investir. C'est la crise, qui se traduit par la généralisation de la part des agents non financiers d'une

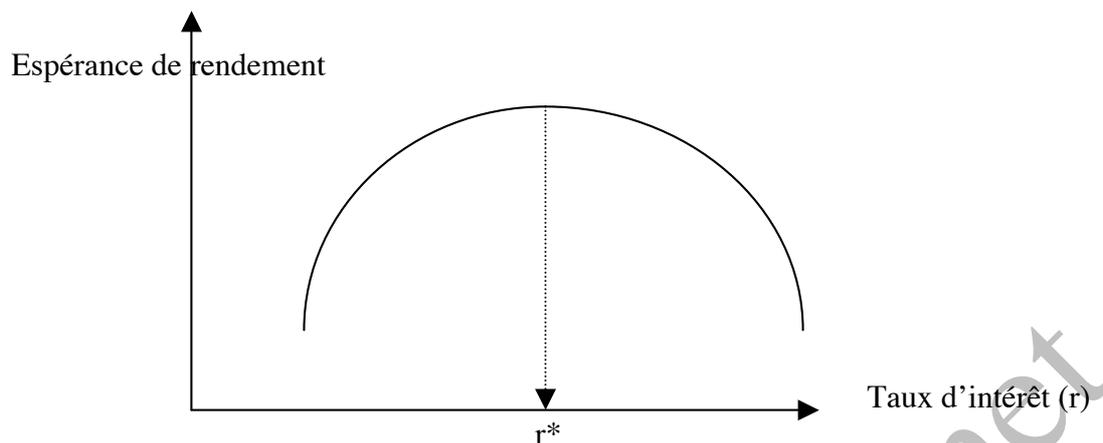
stratégie de désendettement pour restaurer progressivement leur situation financière. Cette amélioration laisse entrevoir progressivement les possibilités d'une reprise. Et ainsi de suite.

L'analyse de Minsky est intéressante pour l'explication des crises financières, dont la dynamique est fondée sur l'interaction entre la spéculation sur le prix des actifs financiers et le crédit bancaire : les perspectives de gains poussent les agents non financiers à s'endetter pour acquérir davantage d'actifs spéculatifs et les banques leur accordent d'autant plus facilement des crédits que les agents bénéficient d'un important effet de richesse (des statistiques montrent que, contrairement à ce qui se passait auparavant, depuis 1995 les crédits accordés servent de plus en plus à acquérir des actifs spéculatifs plutôt qu'à contribuer à la croissance du PIB). On peut à nouveau citer ici M. Aglietta (« Le renouveau de la monnaie », n° 348 de la collection Repères, chez La Découverte.) : « Si le crédit a cette ambivalence, génératrice à la fois de croissance et de déséquilibre, c'est que le financement des projets capitalistes n'est pas borné par l'épargne préalable. Le crédit est créateur de monnaie nouvelle qui rend les anticipations des investisseurs indépendantes des comportements d'épargne. Cela veut dire que la monnaie est endogène et provient de l'initiative privée ». Le recours à l'endettement bancaire fait courir à la dynamique économique deux autres risques importants.

D'abord, celui de l'inflation. C'est même le thème central de la théorie quantitative de la monnaie - TQM. Mais si l'inflation est un mal dont le symptôme est indubitablement monétaire, son essence n'est pas forcément monétaire : alors que pour les monétaristes, « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire » (M. Friedman), pour les Keynésiens, la création monétaire est une cause permissive de l'inflation mais elle n'en est pas la cause motrice. Pour eux, les ressorts de l'inflation se trouvent dans l'économie réelle et plus spécialement dans l'imperfection des marchés et dans les modalités de la répartition des revenus. Cela étant dit, l'opposition entre les uns et les autres se pose en réalité dans le court terme. Car, si l'on considère que l'inflation est une hausse *durable* du niveau général des prix et que par conséquent on raisonne plutôt à moyen et long termes, alors keynésiens et monétaristes sont d'accord pour considérer que l'inflation est toujours causée par une offre excessive de monnaie.

Ensuite, l'endettement bancaire fait courir le risque du rationnement du crédit et, quand ce rationnement est drastique, il y a risque d'étranglement du crédit (« credit crunch »). L'analyse de J.E. Stiglitz et A. Weiss (1981) montre pourquoi les banques préfèrent, dans le cadre de leur politique d'octroi de crédit, choisir plutôt le rationnement que la variation des taux d'intérêt, c'est-à-dire une stratégie fondée plutôt sur les quantités que sur les prix. Leur argument essentiel porte sur la conséquence de l'asymétrie d'information dont sont victimes les banques et qui leur fait courir à la fois le risque de sélection adverse et le risque d'aléa moral. En effet, en amont de la décision, si, en fonction d'un principe de prudence, les banques fixent des taux plutôt élevés, il y a de fortes chances pour que seuls restent demandeurs de crédits les producteurs dont les projets sont extrêmement risqués, les producteurs « raisonnables » préférant attendre des niveaux de taux plus intéressants. Les investisseurs peuvent aussi être tentés de sous-estimer le risque de leurs projets pour bénéficier d'un taux modéré. En aval des décisions d'octroi des crédits, plus les taux sont élevés, plus les emprunteurs sont tentés de miser sur des projets très risqués pour augmenter leurs chances de rembourser normalement.

En fonction de ce raisonnement, on peut tracer une courbe ressemblant à celle de Laffer sur le taux d'imposition optimal :



Cette courbe exprime la relation entre le taux d'intérêt appliqué par la banque et son espérance de rendement. Elle montre qu'il y a un taux d'intérêt optimal au-delà duquel l'espérance de rendement décroît. C'est à partir de ce taux r^* qu'il faut décider de pratiquer le rationnement du crédit.

Au total, le marché du crédit peut être en équilibre avec rationnement, ce qui est bien sûr d'autant plus négatif pour la croissance que le coût du crédit, qui est donc fixe, est élevé (n'oublions cependant pas que les études empiriques montrent, conformément à l'intuition de Keynes, pour qui l'élasticité de l'investissement au taux d'intérêt est faible, que la vitalité de l'investissement dépend en priorité des profits des entreprises, de leur capacité d'endettement et de leurs anticipations de la demande).

Dans l'ouvrage cité plus haut comme dans celui qu'il a consacré au commerce des promesses, P.-N. Giraud avance la notion de « mistigri » : « on conçoit aisément que pour que la croissance de l'économie soit maximum, il faille que tous les projets d'investissement soient financés. Or (...) un certain pourcentage des projets qui apparaissent rentables ne le seront pas. En conséquence, les promesses de revenus des titres adossés à ces investissements ne pourront être tenues. (...) Ces promesses de revenus impossibles à tenir, c'est ce que j'ai appelé le "mistigri". On peut évidemment imaginer une politique monétaire parfaitement "vertueuse" qui minimise la taille de l'inévitable "mistigri". Mais il suffit qu'il existe une "préférence pour la croissance" pour que la finance investisse, soutenue en cela par une création monétaire plus abondante, dans plus de projets, malgré le risque plus élevé de se tromper. Or tous les gouvernements manifestent une préférence pour la croissance. (...) Dès lors, la purge de ce mistigri est nécessaire et ceci, quel que soit le système financier. Les formes que prend cette purge sont en revanche très dépendantes du type de système. Dans le système internationalement cloisonné et principalement intermédié qui était celui des pays riches avant la libéralisation des années 1980, la forme principale d'élimination du mistigri était progressive et apparemment indolore. C'était l'accélération de l'inflation, qui a réalisé le programme de Keynes : l'euthanasie des rentiers (...). Dans le système de finance globale actuelle, la forme principale de purge du mistigri est le krach, sur un marché ou sur un autre (...). En finance de marché, les krachs sont inévitables ».

Les différents risques attachés au financement bancaire ne doivent pas être exagérés et faire renoncer au rôle stratégique que les banques ont à jouer dans la dynamisation de la croissance économique. Surtout que plusieurs dispositifs existent pour limiter efficacement la gravité de ces divers risques. Ces dispositifs sont essentiellement de deux sortes. Il y a d'une part la réglementation bancaire, portant sur les fonds propres, les ratios de liquidité, la division des risques, ... Il y a d'autre part la Banque centrale. Déjà, en exerçant son privilège d'émission de la monnaie légale et de la monnaie centrale, elle défend la valeur de la monnaie (fonction monétaire). Ensuite, elle a les moyens d'assurer la stabilité financière globale : elle a en effet pour responsabilité de surveiller les systèmes de paiement et le système bancaire (fonction prudentielle). Elle doit

également assumer la gestion des risques systémiques (fonction de prêteur en dernier ressort - PDR), en faisant en sorte que ne s'exprime pas d'aléa moral de la part des banques commerciales, aléa moral qui mettrait cette fonction de PDR en contradiction avec la mission de lutte contre l'inflation.

www.christian-biales.net