

Thème 1 : les fondements de l'économie

CHAPITRE 4 : LES SYSTÈMES FINANCIERS

PLAN :

QUESTION N°1. QUELLE EST L'HISTOIRE DES SYSTÈMES FINANCIERS DEPUIS LE XIXÈ SIÈCLE ?	3
I. L'essor des marchés financiers privés jusqu'à la première guerre mondiale	3
1. L'essor des marchés financiers privés au XIXème siècle	3
2. L'expansion du système bancaire accompagne le développement des marchés financiers partir du milieu du XIXème siècle	4
II. De la première guerre mondiale au début des années 1980 : « D'un Etat banquier à une économie d'endettement »	6
1. Années 1920 et 1930 : Le recul des marchés financiers	6
2. Les années 1950 : la naissance d'un « Etat banquier »	6
3. Des années 1960 aux années 1980 : Le désengagement de l'Etat au profit des banques dans le cadre d'une économie d'endettement	7
III. Après les années 1980 : recul accru de l'Etat et développement d'une économie de marchés financiers	8
1. Le désengagement de l'Etat du financement de l'économie	9
2. La domination d'une économie de marchés financiers à partir des années 1980	9
QUESTION N°2. QUELS SONT LES DIFFÉRENTS TYPES DE MARCHÉS FINANCIERS ?	11
I. Le marché monétaire : le financement à court/moyen terme	11
1. Le marché interbancaire	11
2. Le marché des titres de créances négociables (TCN)	11
II. Le marché boursier : le financement à long terme	12
1. Le marché des actions	12
2. Le marché des obligations	12
III. Les autres marchés : le marché des changes et le marché des produits dérivés	13
1. Le marché des changes	13
2. Les marchés des produits dérivés (marché à terme)	14
IV. Les investisseurs sur les marchés financiers	15
QUESTION N°3. LES MARCHÉS FINANCIERS SONT-ILS EFFICIENTS ?	16
I. Dans une perspective libérale, les marchés financiers sont efficaces	16
1. La thèse de l'efficience informationnelle des marchés financiers	16
2. Les marchés financiers favorisent la prise du risque et l'innovation	16
II. Dans une perspective keynésienne, les marchés financiers peuvent être source d'instabilité	17

1. Une histoire financière jalonnée de crises 17
2. L'économie de marchés financiers génère des bulles spéculatives 19

MOTS-CLES : système financier, marchés financiers, marché boursier, marché monétaire, système bancaire, autofinancement, financement externe, spécialisation bancaire, banque universelle, merchants bank, commercial banks, banque d'affaires, banque de dépôt, Etat banquier, économie d'endettement, économie de marchés financiers, stagflation, déréglementation, désintermédiation, décloisonnement, taux d'intermédiation financière, marché interbancaire, marché des TCN (ou marché monétaire élargi), marché boursier, marchés des actions, action, marché obligataire, obligation, marché primaire, marché secondaire, marché des produits dérivés, marché des changes, dérivés de crédits, marchés de gré à gré, marchés organisés, investisseurs institutionnels, théorie de l'efficience informationnelle des marchés, conventions, cycle du crédit.

AUTEURS :

- BOURGUINAT Henri, *Finance Internationale*, 1987
- COURBIS B., FROMENT E. et KARLIN M. (1990), « Banque et finance », in GREFFE X., MAIRESSE J. et REIFFERS J. L. (dir.), *Encyclopédie économique*, Economica, Paris.
- DAUMAS Jean-Claude. « Le financement d'une entreprise textile familiale : des logiques entrecroisées », in *Histoire, économie et société*, 2002, 21^e année, n°3. pp. 377-394;
- DEPLACE Marie, « L'évolution du financement de l'économie en France depuis 1945 », *Revue Idées* <http://www.educ-revues.fr/ID/AffichageDocument.aspx?iddoc=35533#N1>
- FAMA E.F. (1965), « The behavior of stock market prices », *Journal of Business*, vol. 38, n° 1, p. 31-105.
- FAMA E.F. (1970), « Efficient capital markets : a review of theory and empirical work », *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, p. 383-417
- FAMA E.F. (1991), « Efficient capital markets : II », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 5, p. 1575-1617.
- HICKS John, *La crise de l'économie keynésienne*, Fayard, 1974
- KINDLEBERGER Charles, « Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours » (1989)
- MINSKY Hyman, « Can it happen again ? essays on instability and finance » (1982)
- ORLEAN André, « La notion de valeur fondamentale est-elle indispensable à la théorie financière ? », *Regards croisés sur l'économie* 1/2008 (n° 3), p. 120-128

LECTURES COMPLEMENTAIRES :

- Olivier Nicolas, Viscogliosi Christophe, « Apprendre l'économie », 2022, Chapitre 13
- Couppey-Soubeyran Jézabel, Renault Thomas, « Monnaie, Banque, Finance », 2021, Chapitres 1 et 5.

QUESTION N°1. QUELLE EST L'HISTOIRE DES SYSTÈMES FINANCIERS DEPUIS LE XIXÈ SIÈCLE ?

I. L'essor des marchés financiers privés jusqu'à la première guerre mondiale

1. L'essor des marchés financiers privés au XIXème siècle

Historiquement, le développement des marchés financiers jusqu'au XIXème siècle a principalement pris la forme d'un marché de la dette publique. Toutefois, on assiste progressivement au XIXème siècle à l'essor des marchés financiers privés. Celui-ci se poursuit jusqu'à la première guerre mondiale et s'accompagne de l'expansion du système bancaire. Les banques occupent effectivement une position de plus en plus importante dans le financement de l'économie qui passe notamment par les marchés financiers.

Au XIXème, on assiste à une consolidation des marchés financiers et surtout à l'émergence de marchés financiers privés. En effet, dans la seconde moitié du XIXème siècle, de nombreuses entreprises privées émettent des actions et obligations alors que le marché boursier était jusqu'à présent principalement concerné par l'émission de titres de la dette publique. On peut distinguer trois raisons à ce changement :

- **Les interdits pesant sur les intérêts tombent**, ce qui entraîne une grande liberté d'innovations financières et par l'émergence des actions et obligations modernes ainsi que par la légalisation d'instruments plus sophistiqués ;
- La libéralisation des sociétés anonymes (entre 1850 et 1880 dans toute l'Europe) rend aisé le recours à des actionnaires extérieurs non responsables des dettes des entreprises, alors que dans les commandites, il fallait au moins un commandité, responsable financièrement qui assure la gérance ;
- L'émergence de secteurs dans lesquels la taille des entreprises, les besoins de capitaux sont tels que le recours au marché financier s'avère nécessaire, d'autant plus que l'Etat, lourdement endetté par les guerres passées, ne veut en général pas s'y engager.

Dans ce dernier cas, on peut citer **le rôle des compagnies de chemin de fer**. A partir de 1840, pendant plusieurs décennies, des compagnies se créent et doivent construire des réseaux très coûteux. L'autofinancement est alors insuffisant. Pour obtenir des financements externes, elles émettent des actions, puis des obligations. Les émissions totalisent environ 10% de l'investissement national, soit 1% du PIB, chaque année pendant plusieurs décennies. Les compagnies de chemin de fer exercent un effet d'entraînement : sidérurgie et industries métallurgiques se concentrent et se développent, en recourant également aux marchés financiers.

A la veille de 1914, la capitalisation des titres cotés à la Bourse de Paris représente environ trois fois le PIB (même si les titres étrangers, soit la moitié de l'ensemble, ne sont sans doute pas tous détenus en France) et, selon les estimations de l'époque, environ la moitié de la fortune nationale.

2. L'expansion du système bancaire accompagne le développement des marchés financiers partir du milieu du XIXème siècle

À partir du milieu du XIXème siècle, le système bancaire est en plein essor. L'expansion du système bancaire accompagne alors le développement des marchés financiers privés car les banques y jouent un rôle croissant.

Auparavant, son rôle économique et financier était relativement restreint :

- **L'activité bancaire était fortement centrée sur quelques activités.** En France, c'est le cas essentiellement pour le commerce international, qui permet aux banques de réaliser de rentables opérations de négoce de produits coloniaux (coton, tabac...), et le financement des gouvernements, notamment à travers les fournitures aux armées ;
- **L'autofinancement domine** : En France comme en Angleterre, il y a un grand nombre d'entreprises familiales où le financement interne est suffisant. On peut citer l'exemple de la firme lainière elbeuvienne Blin et Blin, fondée en 1827 par Aron Blin à Bischwiller dont l'autofinancement a dominé entre 1827 et 1871¹. Il y a également une faible concentration d'entreprises, les besoins de financement sont donc d'autant plus réduits.

Le système bancaire demeure donc jusqu'au milieu du 19ème siècle archaïque et mal adapté à la croissance industrielle. Cependant, la révolution ferroviaire marque un tournant décisif. En 1830, une première ligne commerciale est ouverte entre Manchester et Liverpool. Il y a 10 600 kms de rails en 1850 en Angleterre. Le réseau se densifie un peu plus tard en Europe. La longueur des réseaux de chemins de fer passe de 175 km en 1830 à 104 900 kms en 1870 et 362 700 kms en 1913. Le développement des chemins de fer constitue un moteur de la croissance industrielle et se traduit par une demande de capitaux très forte en France et en Angleterre. Dans ce contexte, le système bancaire croît très fortement en participant au financement des multiples investissements liés à l'expansion du rail. Ainsi, dès 1837, les banques Rotschild et Pereire émettent des actions pour le financement de la ligne Paris- St Germain ; en 1845 est créée la Compagnie des chemins de fers du Nord. Cet exemple permet de constater l'interconnexion entre l'essor des marchés financiers privés et le développement d'un système bancaire moderne: les banques s'insèrent sur les marchés financiers en émettant/achetant des actions qui participent au financement du rail.

L'émergence d'un système bancaire moderne prend deux formes dans la seconde moitié du XIXème siècle : la spécialisation bancaire et la banque universelle.

- **La spécialisation bancaire** correspond au modèle britannique. Il s'agit d'une spécialisation poussée des établissements bancaires, avec notamment une stricte séparation entre **merchant banks**, qui sont des banques d'affaires au capital élevé qui ne reçoivent aucun dépôt et qui contribuent aux investissements longs des entreprises, et les **commercial banks**, qui collectent les dépôts des agents économiques et offrent du crédit commercial à court terme. Il y a donc d'un côté les banques d'affaires et, de l'autre, les banques de dépôt. Cette spécialisation précoce des banques en Angleterre tient à l'importance du commerce et de la finance à Londres, mais également à l'avance réglementaire anglaise puisque en 1826, les banques par actions sont autorisées.
- **Le modèle universel correspond au modèle allemand.** Il s'agit de la « banque à tout faire », effectuant l'ensemble des opérations de financement et de gestion de l'épargne. Ce modèle se

¹ Daumas Jean-Claude. « Le financement d'une entreprise textile familiale : des logiques entrecroisées », in Histoire, économie et société, 2002, 21e année, n°3. pp. 377-394

développe à partir de la fin des années 1860. Les ressources des banques sont composées de fonds propres (actions et obligations) et des dépôts collectés grâce à un dense réseau d'agences et des taux d'intérêt plus élevés que les banques françaises ou britanniques. Ces banques transforment donc des dépôts à vue de court terme en des prêts à long terme au service du financement d'investissement d'entreprise. **La banque universelle s'occupe de la totalité des problèmes de financement du client, tant à court qu'à long terme. En contrepartie de cet engagement, la banque contrôle la direction de l'entreprise.** Elle a ainsi ses spécialistes pour évaluer la pertinence des projets commerciaux et industriels. Autrement dit, elle apporte un soutien de long terme aux entreprises partenaires en échange d'une participation à la gestion de l'entreprise. On peut citer comme exemple de banque universelle la création de la Deutsche Bank en 1870 par Georg Von Siemens. A la fin du XIXe siècle, l'activité bancaire en Allemagne est relativement concentrée puisque les grandes banques rachètent les petites banques locales en difficulté et multiplient les agences sur le territoire. À la veille de la première guerre mondiale, les « **4D** » (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Disconto-Gesellschaft et Darmstädter Bank) représentent 40% du capital bancaire et 2/3 de l'activité bancaire allemande. Cette concentration bancaire s'accompagne, car c'est la logique même de la banque universelle, d'une concentration industrielle et la formation d'un capitalisme de groupes dont l'effort d'investissement est dynamique et permet à l'Allemagne d'être un fer de lance de la seconde révolution industrielle.

La France a opté dans un premier temps pour le modèle allemand, puis a évolué vers une spécialisation des activités bancaires à partir des années 1860. On peut citer comme banque universelle la banque Lafitte créée en 1837 qui à la fois une banque de dépôts et une banque par actions. Ces banques universelles développent principalement des opérations de financement à long terme dans les chemins de fer. Néanmoins, lors de la crise de 1846-1848, ces banques connaissent de lourdes difficultés financières et certaines font faillite comme la banque Laffitte, ce qui conduit à l'évolution vers une spécialisation bancaire à l'anglaise. On distingue deux types de banque :

- **La banque d'affaires**, spécialisée dans le financement de long terme les opérations ferroviaires, industrielles et immobilières. C'est le domaine de la haute finance illustré par les créations de nouvelles banques comme le crédit mobilier des frères Pereire en 1852, La Banque de Paris en 1869 ;
- **La banque de dépôts**, qui cherche à capter l'épargne publique, traditionnellement forte en France et encore fortement thésaurisée (en 1860, les 3/4 des Français ne utilise pas le système bancaire), et qui se spécialise dans le crédit à court terme et l'escompte. Ce sont des banques de réseaux, multipliant les guichets comme le Crédit Lyonnais en 1863 ou la Société Générale en 1864.

L'activité bancaire et financière connaît en France un développement considérable sous le second empire pour au moins deux raisons :

- La loi sur les sociétés anonymes 1867 permet aux banques de se constituer en société financière : la concentration et les regroupements sont désormais possible. Le crédit devient moins coûteux et plus facile d'accès ;
- La baisse de la thésaurisation au profit de l'épargne : il faut attendre les années 1870 pour que le public ait confiance dans les banques de dépôts et laissent leur épargne. Jusqu'alors, il y avait la peur que ces banques fassent faillite et que les épargnants soient ruinés. C'est ainsi qu'ont pu se développer les billets de banque, le règlement par chèque. Le développement de la monnaie scripturale accompagne le développement économique. De même, la part des titres dans le patrimoine des ménages augmente. Les placements dans l'immobilier et les investissements à l'étranger (emprunts russes) remportent un grand succès.

Les marchés financiers continuent à se développer jusqu'aux années 1920 dans beaucoup de pays riches. Les marchés boursiers sont ouverts à un plus grand nombre d'entreprises, d'où une hausse des cours et d'importantes émissions liées à la vive croissance de secteurs comme l'électricité mais aussi l'automobile et la chimie.

II. De la première guerre mondiale au début des années 1980 : « D'un Etat banquier à une économie d'endettement »²

Face au développement des marchés financiers privés, **le rôle de l'Etat évolue considérablement entre la première guerre mondiale et le début des années 1980. Jusqu'aux années 1960, l'Etat occupe une place grandissante dans le financement de l'économie.** Il prend le contrôle d'une partie importante du système financier ; Marie Deplace parle d'un « **Etat banquier** » pour qualifier son rôle dans années 1950. **A partir des années 1960, son activité recule au profit des banques** qui jouent le rôle d'intermédiaire financier dans le cadre d'une économie d'endettement.

1. Années 1920 et 1930 : Le recul des marchés financiers

Plusieurs facteurs entraînent **un recul des marchés financiers** :

- **La première guerre mondiale** entraîne une inflation très forte dans plusieurs pays européens qui ruine les détenteurs d'obligations et réduit la valeur des actions. De plus, la guerre conduit l'Europe à développer l'intervention de l'État dans l'économie, ce qui se traduit par une fiscalité très fortement accrue sur les revenus du capital dans les années 20 et donc à une baisse de l'épargne.
- **La crise de 1929 est considérée à l'époque comme le résultat des spéculations effrénées**, ce qui conduit à une méfiance très forte envers les marchés financiers. Ainsi aux Etats-Unis, les activités bancaires et financières sont strictement séparées par le **Glass Steagall Act en 1933**. Partout l'activité boursière recule durablement.

Plusieurs pays européens (France, UK, Italie) procèdent à des **nationalisations** de pans entiers de l'industrie et des services (chemins de fer, électricité, charbonnages, banques), réduisant ainsi la valeur de capitalisation boursière. Par exemple, le Front populaire nationalise les usines d'armement (11 août 1936) et les Chemins de fer en créant la SNCF (31 août 1937). Le secteur de la construction aérienne est également nationalisé en août 1936 et début 1937.

2. Les années 1950 : la naissance d'un « Etat banquier »

Après la seconde guerre mondiale, la politique de nationalisation se poursuit en France à la fois dans le secteur industriel, mais également dans le domaine bancaire et financier. Pour Marie Deplace, **l'Etat français peut être qualifié d'« Etat banquier » tant ses interventions dans le financement de l'économie sont multiples.** En effet, L'Etat français se donne pour objectif de **financer la reconstruction** et de faire redémarrer l'économie française et donc décide de **contrôler le système financier pour orienter les financements vers les secteurs économiques jugés prioritaires** : agriculture, secteurs industriels porteurs de croissance tels que la sidérurgie, l'énergie ou les transports. L'Etat met en œuvre plusieurs dispositions pour assurer ce contrôle :

² Marie Deplace, « L'évolution du financement de l'économie en France depuis 1945 », Revue Idées (?)
<http://www.educ-revues.fr/ID/AffichageDocument.aspx?iddoc=35533#N1>

- **Les nationalisations des plus grandes banques de dépôts** (Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie et Comptoir National d'Escompte de Paris, Crédit Lyonnais, Société Générale) et de la Banque de France sont ainsi décidées par la loi du 2 décembre 1945. Cette loi confirme également le principe de la spécialisation bancaire (banques de dépôt et banques d'affaires) pour éviter des faillites.
- **L'utilisation de la politique monétaire**, de façon à fournir à l'économie les liquidités qui lui sont nécessaires à un taux suffisamment bas pour favoriser la croissance par l'intermédiaire du réescompte, en est un autre. Après la Seconde Guerre mondiale, la Banque de France nationalisée met en oeuvre la politique monétaire définie en fonction des priorités de politique économique de l'État.
- le **Trésor Public** en jouant ainsi directement le rôle de banquier des entreprises publiques par l'intermédiaire du Fonds de modernisation et d'équipement. C'est à cette époque qu'est constitué le circuit du Trésor, dont l'objectif est de collecter des ressources qui serviront ensuite à des opérations de financement de l'État .
- Création d'**institutions financières non bancaires (IFNB)** et notamment les institutions financières spécialisées (Crédit National, sociétés de développement régional...) qu'il a créées et auxquelles il a confié une mission d'intérêt public en matière de financement, l'État finance également les entreprises privées

Dans les années 1950, le rôle de l'Etat dans le financement de l'économie française est de premier ordre. **Le Trésor et les IFNB distribuent de 40 à 50 % des crédits et près de 80 % des crédits destinés à financer les investissements.** À lui seul, le Trésor Public en finance 40 %. De même, au début des années 1960, l'État emprunte sur les marchés de capitaux. En 1955, le Trésor Public est le premier collecteur de fonds sur le marché financier

Cette politique porte ses fruits, puisque la croissance atteint 4,5 % en volume par an sur la période 1949-1959, puis 5,7 % entre 1960 et 1965 et 4,8 % entre 1966 et 1972.

3. Des années 1960 aux années 1980 : Le désengagement de l'Etat au profit des banques dans le cadre d'une économie d'endettement

A la fin des années 1950, le budget français tend à devenir déficitaire. Le déficit budgétaire représente 5,1% du PIB en 1956. L'Etat français cherche alors à réduire ses dépenses. C'est le sens du plan de stabilisation mené entre 1963 et 1965 par Valérie Giscard d'Estaing, alors Ministre de l'économie et des finances, suite à la dévaluation du franc en 1962.

C'est dans ce contexte que **l'Etat se désengage du financement de l'économie.** Pour ce faire le Trésor et les institutions financières qu'il contrôle se désengagent de la distribution des crédits, y compris ceux à long terme. De plus, **l'Etat encourage l'expansion du modèle de la banque universelle**, c'est-à-dire une banque qui assume l'ensemble des fonctions des banques (collecte de dépôts à court, moyen et long terme ; prêts à toutes échéances ; prise de participation dans les entreprises...). Cette évolution est permise par la grande réforme bancaire de 1966-1967 (décrets « Debré-Haberer ») qui remet en cause la loi du 2 décembre 1945 sur la spécialisation bancaire. Désormais, **les banques de dépôts et les banques d'affaires ont la possibilité de recevoir des dépôts à vue ou à court terme.** Cette réforme bancaire prévoit également une stimulation de la concurrence entre les banques grâce à la liberté d'ouverture de guichets. Cette déspecialisation des

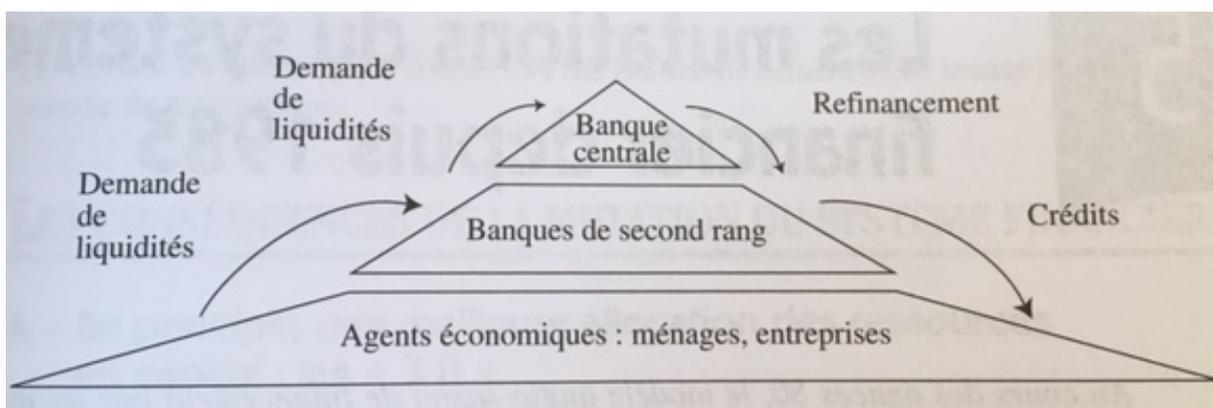
banques stimule la **concentration bancaire et favorise l'émergence de grands groupes bancaires** susceptibles de concurrencer les groupes étrangers qui s'implantent massivement en France. Ces grands groupes bancaires se développent de façon importante. Suite à la suppression de la nécessité d'obtenir une autorisation d'ouverture de guichets, le nombre des guichets double quasiment (4 849 en 1967 et 9 291 en 1974). Les crédits distribués par les banques augmentent de façon considérable, passant de 88 milliards de francs en 1962 à 258 milliards en 1969 et 451 milliards en 1973.

Le retour à un modèle de banque universelle et la progression très rapide et forte du crédit, qu'il permet, signe le développement d'une « économie d'endettement ». Par ce terme, on rend compte d'un système financier où les entreprises se financent essentiellement par crédit bancaire : il s'agit de finance indirecte, dont le mécanisme fondamental est celui de la transformation bancaire, c'est-à-dire le financement d'investissements à long terme (publics et privés) par des ressources à court terme, l'épargne longue étant à cette époque très limitée.

Durant les années 1970, en moyenne, les deux tiers des flux de financements externes sont obtenus par crédit auprès des institutions financières. Au cours des années 1980, et toujours orchestré par l'État, le financement de l'économie se modifie à nouveau. **En France, l'intermédiation financière a ainsi constitué la modalité de financement la plus courante jusqu'au début des années 1980.**

Même si l'État se désengage davantage du financement de l'économie française, il en garde toutefois le contrôle par des mécanismes d'encadrement du crédit, de fixation du coût du refinancement des banques commerciales auprès de la Banque de France. Mais l'État français conserve donc le pilotage de l'ensemble du système financier dans une perspective du haut vers le bas avec en haut du système **la Banque de France** (cf schéma ci-dessous).

Document n°1. Schéma d'une économie d'endettement



III. Après les années 1980 : recul accru de l'État et développement d'une économie de marchés financiers

Les années 1980 sont caractérisées par une libéralisation et une concurrence accrues en matière de financement initiées par l'État, et ce, dans un contexte de croissance ralentie. Le contrôle public du système financier recule encore au profit d'une libéralisation des marchés de

capitaux et se désengage progressivement en matière de politique monétaire. Dans ce contexte, **l'économie d'endettement recule au profit d'une économie de marchés financiers.**

1. Le désengagement de l'Etat du financement de l'économie

Le désengagement de l'Etat se poursuit avec La loi du 2 juillet 1986 complétée par celle du 6 août sur la **privatisation des banques qui avaient été nationalisées en 1945 puis en 1982**. Sont privatisées notamment Paribas, Suez, la Société Générale et le Crédit Commercial de France. Ces privatisations, qui seront suspendues en 1988 suite au krach boursier d'octobre 1987, reprendront à partir de 1993. Avec la privatisation de la BNP et du Crédit Local de France.

L'État poursuit son désengagement du financement de l'économie dans le cadre de la construction européenne. En application du traité de Maastricht, **la Banque de France devient indépendante à partir de 1994. La politique monétaire n'est plus un outil au service de la politique économique et n'a plus d'autre objectif que la stabilité des prix**. En 1999, avec le passage à la monnaie unique, c'est la Banque centrale européenne qui définit, de façon totalement autonome, la politique monétaire dans la zone euro avec toujours le même unique objectif de stabilité des prix. L'État ne peut donc plus influencer sur les taux pratiqués par les institutions financières ou les marchés. Par ailleurs, le Pacte de stabilité et de croissance (1997) contraint les actions dans le cadre de la politique budgétaire.

Le désengagement de l'Etat se manifeste aussi par la **suppression de l'encadrement du crédit à partir de 1986**. L'encadrement du crédit est une politique monétaire directe qui permet de limiter la création monétaire en en déterminant autoritairement la croissance de l'encours de crédit que chaque banque peut accorder. L'encadrement du crédit s'était auparavant assoupli. Il était devenu sélectif.

Enfin, on peut citer le choix de la France de lever le contrôle des changes dès le 1 janvier 1990 pour favoriser la libre circulation des capitaux. Rappelons que le contrôle des changes correspond à l'ensemble des mesures prises par un gouvernement pour réglementer l'achat et la vente de monnaies étrangères par ses ressortissants.

2. La domination d'une économie de marchés financiers à partir des années 1980

L'économie d'endettement (EE) s'est déployée en France entre les années 1950 et 1970. L'État a encouragé l'expansion du modèle de la banque universelle, c'est-à-dire une banque qui assume l'ensemble des fonctions des banques (collecte de dépôts à court, moyen et long terme ; prêts à toutes échéances ; prise de participation dans les entreprises...) après la grande réforme bancaire de 1966-1967 (décrets « Debré-Haberer ») qui remet en cause la loi du 2 décembre 1945 sur la spécialisation bancaire³. Cette déspecialisation des banques stimule la concentration bancaire et favorise l'émergence de grands groupes bancaires qui ont pris une place croissante dans le financement de l'économie : les crédits alloués sont passés de 88 milliards de francs en 1962 à 258 milliards en 1969 et 451 milliards en 1973.

Dès les années 1980, l'EE recule au profit d'une EMF pour plusieurs raisons. D'une part, l'EE apparaît comme responsable de la stagflation : selon la logique du multiplicateur de crédits, la

³ La loi du 2 décembre 1945 oblige les banques à se spécialiser en banque de dépôts dont la fonction est de collecter et gérer l'épargne des clients ou en banques d'affaires dans le but de gérer des participations dans des entreprises existantes ou en création et d'accorder des crédits à long terme.

Banque centrale ne contrôle pas la masse monétaire et ne peut lutter efficacement contre l'inflation ; l'augmentation de la masse monétaire apparaît comme un déclencheur des tensions inflationnistes selon les monétaristes. D'autre part, l'évolution technologique (informatique, transferts électroniques de fonds) a permis de relier entre elles les grandes places financières de la planète, conduisant à l'intégration progressive des marchés. Cette intégration était d'autant plus indispensable que la pression de la concurrence internationale était forte : le fort développement des places financières anglo-saxonnes, asiatiques et européennes a intensifié la concurrence pour attirer des capitaux.

En France, la mutation du système financier français vers une EMF a été préparée par la loi bancaire du 24 janvier 1984, qui mit définitivement fin au vieux principe de la spécialisation bancaire dans la continuité des décrets « Debré-Haberer » et créa une organisation unifiée du système financier. En France, comme dans les autres pays où l'EMF s'est accélérée à partir des années 1980, les réformes du système financier ont suivi **trois directions principales** pour Henri Bourguinat dans « Finance internationale » (1987)⁴ :

- le **décloisonnement** consiste à créer un grand marché unifié de capitaux allant du court terme au long terme, et ouvert à l'ensemble des opérateurs (financiers, non financiers, nationaux et étrangers). Ce décloisonnement procède d'une intégration verticale des marchés financiers par l'abolition des frontières entre les marchés à court terme et à long terme ainsi qu'entre marchés distincts par les produits traités (titres, devises, produits dérivés) et horizontale par l'interconnexion entre les différentes places financières grâce à l'informatique, les télécommunications, les transferts électroniques de fonds ;
- la **déréglementation** qui consiste à abolir les limites à la circulation des capitaux et à assouplir la réglementation financière ;
- la **désintermédiation** où les agents à besoin de financement rencontrent directement sur les marchés de capitaux les agents à capacité de financement contrairement à une économie d'endettement où les banques jouent le rôle d'intermédiaire.

Rappel n°2. Economie d'endettement et économie des marchés financiers

On attribue traditionnellement à John Hicks (1974) la paternité de cette opposition entre économie de marché financier et économie d'endettement. Trois critères sont retenus :

- Le mode de financement de l'économie. Dans une économie d'endettement c'est principalement la finance indirecte qui domine, alors que le financement direct correspond à l'économie de marché financier ;
- Les modalités de fixation des taux d'intérêt. En économie de marché de capitaux, les taux d'intérêt sont flexibles et déterminés par l'offre et la demande sur le marché. En économie d'endettement, ils dépendent des décisions de la banque centrale, ils sont donc fixés administrativement ;
- Le sens de la causalité entre masse monétaire et monnaie banque centrale. En économie de marché de capitaux, s'applique la logique du multiplicateur de crédit. Les banques créent de la monnaie comme un multiple d'une base monétaire constituée de la monnaie centrale. La monnaie est alors exogène et la politique monétaire permet de contrôler la masse monétaire. En économie d'endettement, les banques accordent des crédits et se refinancent ensuite auprès de la banque centrale, que ce soit par le réescompte ou sur le marché monétaire. C'est la règle du diviseur de crédit qui prévaut. La banque centrale se trouve alors cantonnée dans un rôle de prêteur en dernier ressort. La politique monétaire est inefficace pour maîtriser la croissance de la masse monétaire.

⁴ On qualifie traditionnellement cette triple évolution de « règle des 3D ».

QUESTION N°2. QUELS SONT LES DIFFÉRENTS TYPES DE MARCHÉS FINANCIERS ?

I. Le marché monétaire : le financement à court/moyen terme

Le **marché monétaire** représente le marché des capitaux à court et moyen terme. Depuis 1985, le marché monétaire comprend deux compartiments.

1. Le marché interbancaire

Le **marché interbancaire** : ce marché est réservé aux établissements de crédit et à quelques institutions financières agréées (banque de France, trésor public, caisse des dépôts et consignations) qui s'échangent de la monnaie centrale pour des durées très courtes. Sur ce marché, où la Banque centrale peut intervenir, les taux d'intérêt (taux du marché interbancaire €STR et EURIBOR) se forment en fonction de l'offre et de la demande de monnaie centrale. Dans la pratique, ces taux d'intérêt fluctuent à l'intérieur du corridor des taux directeurs définis par la Banque centrale dans le cadre de sa politique monétaire. Ce sont les taux du marché interbancaire qui servent de référence aux taux d'émission, généralement fixes, des titres de créance négociables (TCN).

2. Le marché des titres de créances négociables (TCN)

Le **marché des TCN (ou marché monétaire élargi)** correspond au marché où s'échangent des TCN contre des liquidités. Les premiers TCN sont apparus en 1985. Ils ont été introduits pour élargir le financement à tous les agents économiques sur le marché monétaire. En effet, à la différence du marché interbancaire réservé aux institutions financières agréées, ce marché est ouvert à tous les agents économiques dont les entreprises. Sur ce marché, des titres de créance à court ou moyen terme s'échangent contre des liquidités. On y rencontre une grande diversité de titres de créance :

- les bons du Trésor négociables émis par l'État, par l'intermédiaire du Trésor public ;
- les certificats de dépôt négociables émis par des établissements financiers (banques, caisse d'épargne, institutions financières spécialisées, etc.) ;
- les billets de trésorerie émis par des entreprises ayant au moins deux ans d'existence ;
- les bons à moyens terme négociables émis par des entreprises ou par des établissements financiers pour une durée longue.

Le placement et la négociation des TCN sont ouverts à tous les prestataires de services d'investissement agréés (banque, entreprise d'investissement, etc.). C'est par l'intermédiaire de ses prestataires que des particuliers ou éventuellement des entreprises peuvent détenir des TCN. Comme n'importe quel titre, une fois émis et souscrit sur le compartiment primaire du marché monétaire, ces titres peuvent être revendus sur le compartiment secondaire du marché. Reflet du passage à une économie de marchés financiers, les banques dominent aujourd'hui très largement le marché des TCN en tant qu'émettrices et prêteuses.

II. Le marché boursier : le financement à long terme

Le **marché boursier** est le lieu d'émission et d'échange des valeurs mobilières, c'est-à-dire les actions et obligations et concerne le financement à long terme.

1. Le marché des actions

Sur le **marché des actions**, appelé également « bourse des valeurs », s'échangent des actions. L'action est un titre de propriété sur une partie du capital de l'entreprise. Le détenteur d'une action devient donc actionnaire de l'entreprise ; il participe aux assemblées générales (une action = une voix) et élit le conseil d'administration. Si l'entreprise réalise des bénéfices, il en reçoit une fraction appelée « dividendes ».

Le marché des actions est divisé en **deux compartiments** : le **compartiment primaire** (« **marché du neuf** ») et le **compartiment secondaire** (« **marché de l'occasion** »). Logiquement, lorsqu'une entreprise décide d'émettre pour la première fois des actions sur le marché (ou bien d'augmenter son capital), elle le fait sur le marché primaire. C'est sur le marché primaire qu'est fixé, pour la première fois et par l'entreprise émettrice, le prix de vente d'un titre appelé « prix d'émission ». Ensuite, sur le marché secondaire, s'échangent les titres déjà existants. Les titres sont donc achetés et revendus selon un « prix de marché » qui dépend de l'offre et de la demande. Si la demande est supérieure à l'offre, le prix de marché se situera au-dessus du prix d'émission ; l'actionnaire réalise potentiellement une plus-value. Dans le cas inverse, le prix de marché sera supérieur au prix d'émission ; l'actionnaire subit des pertes (moins-value). Les pertes de l'actionnaire sont limitées au montant du capital apporté. Suivant ce principe de responsabilité limitée, les créanciers d'une entreprise cotée faisant faillite ne peuvent se rembourser au-delà de l'apport de l'actionnaire.

2. Le marché des obligations

Sur le **marché des obligations (ou obligataire)** : l'obligation est un titre de créance à long terme émis par une entreprise, une institution publique ou l'État lorsqu'ils empruntent des fonds auprès des épargnants. L'échéance est supérieure à 1 an et, le plus souvent, à 5 ou 10 ans. L'obligation est donc un titre de dette comme le titre de créances négociables, mais celle-ci est à long terme alors que le TCN est plutôt à court/moyen terme. L'obligataire perçoit des intérêts, dont le montant est défini par un « coupon » qui reste identique tout au long de l'échéance quelle que soit l'évolution du cours de l'obligation. Par exemple, une obligation d'une valeur nominale (= prix de l'obligation au moment elle est émise sur le marché primaire) de 200 euros émise à un taux d'intérêt annuel de 4,50 %, donne un coupon de 9 euros. L'obligataire percevra ici 9 euros par an tout au long de l'échéance. Supposons une obligation émise sur le marché primaire⁵ de 200 euros avec une échéance de 10 ans, l'obligataire percevra 9 euros par an jusqu'à la date de maturité où l'emprunteur lui remboursera 200 euros si le cours de l'obligation n'a pas varié.

Le cours d'une obligation varie en sens inverse du taux d'intérêt. Supposons sur le marché primaire, une obligation A émise en 2019 d'une valeur nominale de 100 euros avec un taux d'intérêt fixe de 2 % sur une échéance de 5 ans et une obligation B émise en 2020 d'une valeur nominale de 100 euros avec un taux d'intérêt fixe de 3 % sur une échéance de 5 ans. Le détenteur de l'obligation A percevra 2 euros par an pendant 5 ans et celui de l'obligation B 3 euros par an. Lorsque l'obligation B est émise en 2020, très logiquement, les détenteurs de l'obligation A n'ont plus

⁵ La distinction entre marché primaire et marché secondaire est la même sur le marché obligataire que sur le marché des actions.

intérêt à la conserver et la vendent pour acheter l'obligation B, plus rentable. Dans ces conditions, le cours de l'obligation A baisse puisque l'offre est supérieure à la demande. Son cours baissera jusqu'à ce qu'elle soit aussi rentable que l'obligation B, c'est-à-dire que la rentabilité de A soit de 3 %. Comme le coupon est fixe, ici 2 euros, il faut que le cours de A baisse jusqu'à ce qu'à ce que, en percevant 2 euros d'intérêts, l'obligation A offre une rentabilité de 3 %. Par une règle de trois, on en déduit que l'obligation A baissera jusqu'à ce que son cours soit de 66,66 euros ($100 \times 2/3$).

III. Les autres marchés : le marché des changes et le marché des produits dérivés

1. Le marché des changes

Sur le **marché des changes** se vendent et s'achètent des devises (euros, dollars, etc.). Le prix des monnaies les unes par rapport aux autres (c'est-à-dire les taux de change) et leurs évolutions sont le résultat de ses opérations de change. Le cours de l'euro contre le dollar s'apprécie lorsque la demande d'euros augmente et à l'inverse, se déprécie lorsque les opérateurs préfèrent acheter du dollar et vendre de l'euro. Le marché des changes présente plusieurs caractéristiques :

- **un marché fortement intégré** : il s'agit d'un marché planétaire puisque les opérateurs passent leurs ordres d'achat ou de vente depuis des salles de marché, dotées de puissants systèmes informatiques connectés en réseaux internationaux d'information financière. De plus, ce marché est très intégré en termes horaires : grâce aux décalages horaires, les opérations de change se déroulent à l'échelle planétaire 24h/24 ;
- **un marché de gros** : c'est un marché de professionnels dominés par les grandes banques internationales qui effectuent des opérations de change pour leur compte ou celui de leurs clients (ménages, entreprises). Seules les grandes firmes multinationales sont présentes sur ce marché pour effectuer des opérations de change nécessaires à leur activité (couverture notamment). Les Banques centrales interviennent également en vendant ou en achetant des devises pour soutenir ou régulariser le cours de leur monnaie ;
- **un marché de risque** : le marché des changes permet aux agents économiques de se couvrir contre le risque de change. On peut le définir comme un risque de perte de capital lié aux variations futures du taux de change. Le **risque de change** existe à partir du moment où les avoirs (ou créances) en devises diffèrent des engagements en devises (ou dettes). On dit que sa position de change est « ouverte » (dans le cas contraire, la position est « fermée »). Prenons un exemple. Supposons qu'un constructeur automobile américain décide d'importer des pneus depuis la France. Ce constructeur doit acheter les pneus en euros. Il signe un contrat avec son fournisseur en t pour une livraison prévue en $t+1$. Si le constructeur n'a pas suffisamment d'avoirs en euros (sa position est donc ouverte), il est contraint d'échanger des dollars contre des euros et se tourne vers le marché des produits dérivés pour réaliser cette opération. Le constructeur automobile aura besoin des euros en $t+1$ lorsque la livraison aura lieu. Mais, entre t et $t+1$, le dollar est susceptible de se déprécier face à l'euro. Il y a donc un risque de change qui pèse sur le constructeur automobile. Ce dernier peut alors convenir avec un cambiste sur le marché des produits dérivés d'un taux de change dollar/euro à un instant t qui sera valable en $t+1$ (donc au moment de la livraison des pneus) pour réduire le risque de change.

2. Les marchés des produits dérivés (marché à terme)

Les **marchés des dérivés** permettent de se couvrir contre le risque de change, mais également contre les fluctuations associées à d'autres sous-jacents (le cours d'une action, d'une obligation, la variation d'un taux d'intérêt). Ils donnent le droit, ou dans certains cas l'obligation, d'acheter ou de vendre le sous-jacent à un prix défini à l'avance. On peut distinguer trois types de contrat (dits « contrats à terme ») sur ce marché :

- **les futures** : ce sont des contrats « fermes » : dans notre exemple, le constructeur automobile américain, qui doit régler une facture d'importation en euros en $t+1$, peut acheter des euros en t pour ne plus subir l'incertitude du risque de change. Ce contrat est « ferme » car, même si le cours du dollar s'apprécie par rapport à l'euro, le constructeur automobile sera contraint de respecter le taux de change établi en t .
- **les options** : ce sont des contrats plus flexibles que les futures puisque l'acheteur peut ne pas honorer le contrat qui le lie au vendeur de l'option, moyennant le paiement d'une prime. Si le cours du dollar s'apprécie par rapport à l'euro entre t et $t+1$, le constructeur automobile pourra échanger des dollars contre des euros en $t+1$ et non en t en échange du versement d'une prime au vendeur du contrat.
- **les swaps** : ces contrats permettent d'échanger des dettes à taux fixe contre des dettes à taux variables, des dettes en dollars contre des dettes en euros. Par exemple, un constructeur automobile américain, qui aurait besoin d'un prêt en euros, aura tout intérêt à s'endetter en dollars pour bénéficier de conditions plus favorables qu'un prêt en euros et à négocier ensuite un swap avec une entreprise européenne ayant besoin d'un prêt en dollar et qui sera endettée en euros.

Ces marchés ont été créés à la fin des années 1970 et début 1980 lorsque l'instabilité économique était forte. Les deux chocs pétroliers (1973 et 1979) ainsi que le passage d'un système monétaire de changes fixes à un système à changes flottants (fin des accords de Bretton Woods en 1971) ont accru l'instabilité économique. Le prix du pétrole et le cours des monnaies deviennent très changeants. Les contrats à terme ont alors été introduits pour aider les agents économiques à mieux gérer les risques auxquels ils étaient exposés. Ces contrats à terme permettent donc à un agent économique de transférer le risque sur un autre agent économique. Toutefois, pour qu'un agent économique, exposé à un risque, trouve un autre agent économique qui accepte d'endosser ce risque, il faut que ce dernier puisse en tirer un bénéfice. L'opérateur qui endosse un risque sur un marché de produits dérivés fait le pari que le cours d'un actif évoluera à terme de telle manière qu'il pourra en tirer un profit comme dans notre exemple précédent le cambiste qui attend une dépréciation du dollar. C'est la raison pour laquelle sur les marchés des produits dérivés, la couverture du risque des uns est facilitée par la spéculation des autres. Ainsi, **ces marchés, qui étaient conçus au départ pour gérer les risques, sont devenus les plus spéculatifs.** En 2014, il s'est échangé près de 700 milliards de dollars sur les marchés dérivés, soit deux fois plus qu'au milieu des années 2000.

Sur les marchés de produits dérivés, mais aussi sur le marché des changes et le marché obligataire, on distingue deux types de marché (ou opération) : le **marché de gré à gré** (dit également « *over the counter* (OTC) ») et le **marché organisé**. Contrairement à un marché organisé (par exemple celui de la Bourse de Paris) où les acheteurs et les vendeurs ne se connaissent pas (pas de contact direct), le fonctionnement du marché de gré à gré repose sur des accords passés directement entre les investisseurs. Ces accords échappent aux obligations standards du marché organisé. C'est la raison pour laquelle les activités spéculatives se concentrent principalement sur le marché de gré à gré. Or,

la part des contrats négociés sur le marché de gré à gré est très largement supérieure à celle des contrats négociés sur le marché organisé : environ 4/5 pour la première et 1/5 pour la seconde. La crise financière de 2008 n'a rien changé à la situation puisque les parts des contrats négociés sur les marchés de gré à gré et organisé sont stables en 2014 alors même qu'elle trouvait en partie son origine dans le marché de gré à gré avec **les dérivés de crédits**⁶ (en anglais, *credit default swap* – CDS).

IV. Les investisseurs sur les marchés financiers

On peut distinguer quatre types d'acteurs sur les différents marchés que nous venons d'évoquer :

- **les investisseurs privés** : il s'agit principalement des particuliers et des entreprises. Ils investissent pour des raisons différentes. Les ménages investissent sur les marchés de capitaux pour faire fructifier leur patrimoine financier, lisser leurs revenus dans le temps ou préparer leur retraite. Les entreprises interviennent sur les marchés pour se financer, gérer leur trésorerie ou pour prendre des participations dans d'autres entreprises ;
- **les investisseurs institutionnels** : il s'agit d'intermédiaires financiers non bancaires qui collectent des fonds auprès des agents à capacité de financement et les placent sur les marchés financiers, c'est-à-dire acquièrent des titres émis par les agents à besoin de financement. Les investisseurs institutionnels peuvent être regroupés en trois principales catégories : les Organismes de placement collectif (OPC), les compagnies d'assurances et les fonds de pension ;
- **les investisseurs étrangers** : il s'agit d'investisseurs privés non-résidents et des institutionnels d'envergure internationale procédant à une diversification internationale de leurs portefeuilles. Ces investisseurs procèdent à deux types d'investissement : une logique de placement (mesurée par les investissements de portefeuille) et une logique de contrôle (mesurée par les IDE). En France, plus de la moitié des entreprises du CAC40 sont détenues par des investisseurs étrangers. On trouve notamment les fonds souverains parmi ces investisseurs qui placent l'épargne des États qui les ont créés à cette fin.
- **les banques** : les banques interviennent sur les marchés de capitaux à plusieurs titres : (i) elles ont une activité d'investissement (on parle d'ailleurs de banque d'investissement) en achetant et revendant des actifs financiers sur les différents marchés de capitaux pour faire fructifier le capital placé, notamment celui des dépôts de leurs clients ; (ii) les banques peuvent se financer sur les marchés de capitaux en empruntant des liquidités sur le marché interbancaire (prêt interbancaire) ou alors en émettant des certificats de dépôt négociables sur le marché des TCN.

⁶ CDS : produit dérivé qui concerne un risque de crédit, à savoir le fait de ne pas être remboursé par un emprunteur. Les CDS ont connu un formidable essor entre 2004 et 2007. Lorsque la FED a relevé ses taux directeurs et que des millions de ménages américains, qui avaient contracté des subprimes, étaient en défaut de paiement, le cours des CDS a chuté subitement.

QUESTION N°3. LES MARCHÉS FINANCIERS SONT-ILS EFFICIENTS ?

I. Dans une perspective libérale, les marchés financiers sont efficaces

1. La thèse de l'efficacité informationnelle des marchés financiers

Le développement des marchés financiers depuis les années 1980 a été principalement justifié par la **théorie de l'efficacité informationnelle des marchés financiers** élaborée par Eugene F. Fama (The behavior of stock market prices » 1965) : un marché est informationnellement efficace si le prix observé reflète pleinement et instantanément toute l'information disponible et est donc en moyenne égal à sa valeur fondamentale (la notion de « fondamentale » est entendue au sens des fondamentaux économiques). Si les marchés financiers sont informationnellement efficaces, le prix observé d'un titre (action, obligation) est donc égal à sa valeur fondamentale, qu'on peut définir comme la somme actualisée des dividendes futurs anticipés rationnellement par les agents. Par exemple, si le cours de l'action de l'entreprise X est supérieur au cours de l'action de l'entreprise Y, cela signifie que la valeur fondamentale, soit la somme actualisée des dividendes futurs anticipés, l'est également. Le cours de l'action de l'entreprise X est plus élevé que le cours de l'action de l'entreprise Y car il générera plus de dividendes. Dès lors, d'après cette théorie, les marchés financiers assurent une allocation optimale des ressources puisque le capital, grâce à la quantité d'informations disponibles sur les marchés, identifie et s'investit dans les projets les plus rentables et délaisse les projets les moins efficaces.

Quatre conditions sont nécessaires à l'efficacité : (i) le prix observé intègre toute l'information disponible sur le titre ; (ii) atomisticité des agents économiques présents en grand nombre sur le marché financier de manière à ne pas pouvoir influencer sur le niveau des prix ; (iii) les variations de prix sont imprévisibles car tous les événements connus et anticipés sont inclus dans le prix ; (iv) impossibilité de réaliser des profits anormaux si les prix sont toujours égaux à la valeur fondamentale

Les études empiriques (Fama, 1991 ; Bernard et Thomas, 1990) ne permettent pas de trancher clairement sur la validité de la théorie de l'efficacité informationnelle des marchés. Cette ambiguïté ouvre la porte à différentes interprétations. Les partisans d'une économie de marchés financiers libéralisée auront plutôt tendance à défendre cette théorie arguant que ces marchés sont efficaces et assurent une allocation optimale des ressources par opposition aux économistes qui critiquent une dérégulation excessive du système financier.

2. Les marchés financiers favorisent la prise du risque et l'innovation

D'une part, l'économie de marchés financiers favorise la prise du risque et l'innovation à travers le **capital-risque** : il consiste pour un investisseur à prendre une participation au capital d'une start-up (« jeune pousse ») innovantes en vue de la céder ultérieurement et de réaliser une plus-value. Il s'agit d'un financement par actions qui incite les investisseurs à faire profiter les entrepreneurs de leurs réseaux, de leurs expériences pour développer les activités de l'entreprise. Le capital-risque cible fortement les entreprises innovantes car ce sont elles qui offrent la rentabilité potentielle la plus élevée. C'est ainsi qu'à la fin des années 1990 aux États-Unis de nombreuses start-up de la

nouvelle économie⁷ ont pu bénéficier d'une capitalisation boursière sans précédent (Yahoo, AOL, etc.) pour se développer. Par opposition à l'économie de marchés financiers, dans une économie d'endettement, les banques n'ont pas intérêt à rechercher de nouveaux placements plus rentables car elles n'en tirent pas forcément plus de profits. Le fait que certains investissements aient une très forte rentabilité ne les intéresse pas puisqu'elles ne pourront pas en tirer de bénéfices étant donné que la rémunération des crédits est fixe. C'est la probabilité d'être remboursé et non la capacité de l'emprunteur à générer des bénéfices qui les concerne.

D'autre part, l'économie de marchés financiers offre la possibilité aux investisseurs de prendre des risques dans leurs choix d'investissement puisqu'ils peuvent le transférer à d'autres acteurs qui acceptent de le prendre. La titrisation permet aux banques de transformer en titres les créances dont elles disposent sur les agents économiques pour les vendre ensuite sur les marchés financiers comme ce fut le cas avec les *Mortgage Backed Securities* lors de la Grande crise financière (cf. *infra*). Les marchés des dérivés permettent aux investisseurs de se couvrir contre les fluctuations associées aux sous-jacents.

II. Dans une perspective keynésienne, les marchés financiers peuvent être source d'instabilité

1. Une histoire financière jalonnée de crises

Dans son ouvrage « Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours » (1989), **Charles Kindleberger** rappelle que les crises financières sont un éternel recommencement depuis que la finance s'est structurée. **Il recense 31 années de crises financières entre 1720 et 1987⁸**, touchant l'Europe dans un premier temps, puis les États-Unis à partir de 1819. La crise la plus grave intervint en 1929, entraînant l'économie mondiale dans une période de grande dépression. Au cours de cette longue période, trois types de crise financière ont eu lieu : les krachs boursiers qui correspondent à l'éclatement d'une bulle spéculative ; les crises de change qui se traduisent par une baisse brutale du cours d'une monnaie après une attaque spéculative ; les crises bancaires où les épargnants, pris de panique, retirent leur argent et provoquent des faillites bancaires.

Si donc les crises financières sont un phénomène ancien, **la fin du XXe siècle et le début du XXIe siècle ont été marqués par plusieurs krachs boursiers** (1987, 2000, 2008), des crises bancaires (1987, 2008), des crises de change (crise du SME en 1992-1993, crise de monnaies asiatiques en 1997). Or cette période coïncide avec la mise en œuvre d'une économie de marchés financiers à partir des années 1980, caractérisée par une intensification de la déréglementation et des échanges de capitaux. Dès lors, des économistes ont cherché à comprendre le lien entre l'expansion des marchés financiers et la répétition des crises financières. Leurs modèles explicatifs s'opposent à l'hypothèse de l'efficacité informationnelle : pour eux, les marchés financiers ne sont pas efficaces et les crises financières sont inhérentes au fonctionnement même des marchés financiers.

La Grande crise financière a particulièrement conforté ces analyses puisqu'elle a mis en évidence les mécanismes qui conduisent à l'éclatement d'une bulle spéculative sur les marchés financiers. À

⁷ La nouvelle économie : période de croissance économique forte et de spéculation sur les marchés financiers dans la seconde moitié des années 1990 liées à l'émergence et l'utilisation des nouvelles technologies qui s'est terminée par l'éclatement d'une bulle spéculative en 2000.

⁸ La crise des tulipes en Hollande constitue l'une des premières crises financières les plus emblématiques : en 1634 et 1637, la spéculation financière conduit à une hausse exponentielle du prix des bulbes de tulipes qui deviennent une consommation de luxe. L'euphorie financière s'arrête le 6 février 1637 lorsque la bulle spéculative explose et que le pays entre dans une dépression durable.

l'origine de cette crise, on trouve les prêts hypothécaires à haut risque qu'on appelle les « *subprimes* ». Le *subprime* est destiné aux ménages à faibles revenus qui désirent accéder à la propriété. Compte tenu de leurs ressources et donc des risques de défaut de paiement, ils ne peuvent emprunter qu'à des taux plus élevés que les ménages plus aisés, mais pour les inciter à emprunter, les banquiers leur proposent des prêts à taux variables : ces taux faibles au moment de la signature du contrat peuvent ensuite beaucoup augmenter. Ces prêts sont gagés sur la valeur du bien immobilier acquis de telle sorte qu'en cas de défaut de paiement, les banques peuvent saisir le bien et le revendre. Tant que les taux sont bas, les défauts de paiement sont rares et même lorsque cela arrive, en cas de saisie, la revente permet aux banques de faire de belles plus-values puisque les prix de l'immobilier ne cessent de croître du fait même des achats nombreux qu'autorisent ces prêts. À l'été 2007, le montant total des crédits *subprimes* accordé était d'environ 1 000 milliards de dollars. Mais, à partir de 2005, les taux directeurs de la FED passent de 2 % au début de l'année 2005 à plus de 5 % au cours de l'année 2006 pour lutter contre les tensions inflationnistes. La hausse des taux a entraîné une augmentation du nombre de défauts qui s'élevait à environ 200 milliards de dollars avant crise. Les achats moins nombreux et les ventes plus importantes de biens immobiliers expliquent le retournement du prix de l'immobilier à l'été 2007. Cette situation a provoqué la faillite de plusieurs centaines de banques aux États-Unis, dont la cinquième banque d'affaires américaine, Lehman Brothers le 15 septembre 2008, qui font face aux défaillances des emprunteurs et à la dévalorisation de leurs actifs, notamment immobiliers.

Si la Grande crise financière trouve son origine dans les subprimes, elle ne peut s'y réduire.

Les *subprimes* représentaient environ 1 000 milliards de dollars à l'été 2007, mais c'est très peu comparé aux 20 000 milliards de dollars de capitalisation boursière américaine au même moment. Les prêts *subprimes* sont à l'origine d'une crise financière qui a pris une ampleur globale par le biais de deux mécanismes économiques endogènes aux marchés financiers : la **titrisation** et les comportements mimétiques. D'une part, la titrisation qui permet aux banques de transformer en titres les créances dont elles disposent sur les agents économiques pour les vendre ensuite sur les marchés financiers. Prenons l'exemple des MBS (*Mortgage Backed Securities*) pour illustrer la titrisation. Ainsi, des prêts hypothécaires ont été transformés MBS. Les MBS sont des « produits structurés », c'est-à-dire des titres composés de plusieurs crédits hypothécaires, et donc leur valeur financière est particulièrement opaque. En recourant massivement à la titrisation, les banques américaines ont transféré le risque (élevé) de défaut de remboursement des *subprimes* aux autres investisseurs qui ont acheté ces MBS dans le monde entier. L'opacité des MBS a alimenté un deuxième mécanisme propre au fonctionnement des marchés financiers : le mimétisme. Une fois les premiers défauts de remboursement apparus sur le marché des *subprimes* suite à la hausse des taux directeurs de la FED, les investisseurs ont rapidement douté des MBS. Or du fait de leur opacité, il était très compliqué de savoir si les détenteurs de MBS étaient soumis au risque de défaut de paiement des crédits hypothécaires. Ce climat d'incertitude autour de la valeur des actifs financiers a conduit tous les investisseurs à la défiance. Les investisseurs vendaient tous les actifs financiers (MBS, CDS...) qu'ils jugeaient à risque et les banques sont devenues très réticentes à se prêter des liquidités sur le marché interbancaire (crise de liquidité). La défiance généralisée sur les marchés financiers s'est traduite par une baisse des cours durable. L'indice Dow Jones a reculé de 54 % entre d'août 2007 et février 2009.

2. L'économie de marchés financiers génère des bulles spéculatives

La Grande crise financière a mis en évidence la nature endogène des crises financières à travers les mécanismes d'endettement, de titrisation et de mimétisme.

D'une part, l'effet de mimétisme a particulièrement été étudié par André Orléan dans « La notion de valeur fondamentale est-elle indispensable à la théorie financière ? », (2008), Il défend une **approche conventionnaliste des marchés financiers**, qui s'inscrit dans la continuité des travaux de J.M. Keynes⁹, et récuse la thèse d'une efficacité informationnelle des marchés financiers. Le prix observé d'un actif ne peut refléter sa « valeur fondamentale » car celle-ci n'existe pas. Chaque investisseur possède, en effet, une opinion personnelle qui entraîne des divergences d'interprétation pour une même information. Par exemple, supposons qu'une entreprise X prévoit à l'avenir de racheter une entreprise Y. Cette même information pourra donner lieu à des interprétations différentes. Pour certains, c'est une bonne nouvelle : ils estiment que ce rachat entraînera une hausse du chiffre d'affaires, des dividendes versés et du cours de l'action ; ils achèteront des actions de X. Pour d'autres, il peut s'agir d'une mauvaise nouvelle : ce rachat ne sera pas rentable et fera baisser le cours de l'action ; ils vendront leurs actions. La valeur financière de l'entreprise résulte de la rencontre entre différentes opinions dont une, au bout d'un certain temps, tend à s'imposer par rapport aux autres. Cette opinion dominante constitue une « **convention** ». L'émergence de cette convention suit un processus de spéculation autoréférentielle : la valeur financière de l'action provient non pas de ce que les acteurs financiers analysent de l'évolution de l'entreprise (rachats, chiffre d'affaires), mais de ce qu'ils anticipent comme étant l'opinion majoritaire sur les marchés financiers sur le cours futur de l'action comme dans le concours de beauté de Keynes. C'est ainsi que Orléan explique les phénomènes de bulle spéculative. En effet, appliquée aux marchés financiers, l'analyse autoréférentielle décrit dans un contexte d'incertitude une communauté d'investisseurs qui, interrogeant toutes les hypothèses et toutes les rumeurs pour déterminer celles susceptibles d'obtenir de définir l'opinion majoritaire. Ils adoptent des comportements mimétiques : dès qu'une rumeur prend de l'ampleur au point, les investisseurs tendent à copier le comportement qu'ils supposent majoritaires chez les autres acteurs financiers, sans même vérifier et analyser le fondement de cette rumeur. Tant que la convention est acceptée, la spéculation, et donc la bulle spéculative, peut perdurer. La bulle spéculative éclate lorsque cette convention est remise en cause par de nouvelles informations, rumeurs et comportements mimétiques qui s'en suivent.

D'autre part, dans « Can it happen again ? errays on instability and finance » (1982), **Hyman Minsky s'inspire du mécanisme de déflation par la dette de Irving Fisher¹⁰, pour analyser le rôle de la dette dans la formation des bulles spéculatives à travers le cycle du crédit.** Dans la phase ascendante du cycle économique, les entreprises sont euphoriques : les opportunités de profit vont stimuler leur recours à l'endettement pour soutenir leurs projets d'investissement. Durant le boom de l'investissement, le surendettement et la spéculation prennent de l'ampleur. Minsky classe les entreprises en trois groupes selon leur comportement financier : (i) le financement couvert dans lequel le paiement des intérêts et du principal de la dette est couvert par le rendement attendu de l'investissement ; (ii) le financement spéculatif, où le rendement anticipé de l'investissement ne

⁹ Keynes est le premier économiste à avoir mis en évidence le rôle des anticipations, dans un contexte d'incertitude, dans la formation des bulles spéculatives sur les marchés financiers à travers sa métaphore du concours de beauté où le but du jeu n'est pas d'identifier la plus jolie photographie pour gagner, mais de déterminer l'opinion majoritaire.

¹⁰ Pour Fisher, un cercle vicieux apparaît entre dette et déflation : plus une dette est élevée, plus la déflation est forte et augmente la valeur réelle de la dette (= valeur nominale de la dette - indice des prix) qui accentue la baisse des prix.

couvre que le paiement des intérêts, la dette étant constamment reconduite ; (iii) le financement à la Ponzi, où les revenus de l'investissement ne permettent même pas de couvrir les charges d'intérêt, la survie du projet dépendant de la possibilité de s'endetter encore plus, ou de vendre des actifs. Durant la phase ascendante du cycle économique, les entreprises sont euphoriques : elles s'endettent massivement pour financer des investissements dont elles espèrent une forte rentabilité. Le financement couvert l'emporte au cours de cette phase. Toutefois, l'activité se développant, la vigilance des créanciers et des pouvoirs publics se relâchent : l'endettement et le financement spéculatif progressent. La montée de la spéculation et de l'endettement engendre des tensions inflationnistes. Les autorités monétaires augmentent les taux d'intérêt pour lutter contre la hausse des prix. Cette situation fragilise les unités spéculatives qui deviennent de type Ponzi. Celles-ci sont amenées à emprunter pour rembourser leur dette passée et pour payer leur charge d'intérêt. Puis, elles vendent leurs actifs pour se financer, ce qui engendre une baisse des prix de ces actifs. Une défiance généralisée s'installe alors sur la valeur des actifs, ce qui entraîne un risque d'effondrement des marchés. La seule solution est alors une intervention en urgence de la Banque centrale, agissant en tant que prêteur en dernier ressort, pour apporter au marché la liquidité dont il a besoin.