

ARTICLES

LA TAXINOMIE DES SYSTÈMES FINANCIERS

LE RENOUVELLEMENT DES TYPOLOGIES FONDÉES
SUR LE MODE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES¹

JEAN-FRANÇOIS GOUX *

La tradition néo-classique, s'appuyant sur le théorème de Modigliani-Miller (1958) qui démontre formellement l'indépendance du fonctionnement de l'économie réelle par rapport à la structure financière, renouvelé par l'apport de Fama (1980, 1985), permet de s'affranchir des complications induites par des considérations financières, que ce soit l'influence du marché chez Modigliani et Miller ou de l'intermédiation chez Fama. Le keynésianisme standard, tout à son opposition avec la théorie des fonds prêtables, ignore également les liens entre les performances économiques et le marché financier, oubliant le message du *Traité* ou les articles des années 37 à 39. L'accent mis sur la monnaie comme seule variable financière pertinente occulte les mécanismes de transmission autres que le taux d'intérêt, et l'étude de la demande de monnaie réunit provisoirement keynésiens et monétaristes. Cependant, un certain nombre d'auteurs, à la même époque, vont commencer à porter une attention plus directe à la structure financière de l'économie et à ses liens avec l'activité réelle. On pense, bien entendu à Gurley et Shaw (1955, 1960) et plus tard à la « *New view* »². Ils renouvellent un courant déjà présent chez des auteurs comme Wicksell (1898), Hawtrey (1919, 1926), Fisher (1933) etc.

201

Aujourd'hui la littérature concernant les systèmes financiers a évolué dans plusieurs directions³, micro-économiques ou macro-économiques ; parmi celles-ci, nous retiendrons plus particulièrement l'approche macro-économique cherchant à classer les systèmes financiers d'après différents

* Centre de recherche • Monnaie-Finance-Banque • Université Lumière - Lyon 2.

¹ Cet article s'inscrit dans le cadre du 4^{ème} programme pluri-annuel de recherche en sciences humaines (PPSH) de la région Rhône-Alpes (thème : financement et développement régional ; sous-thème : le financement de l'innovation technologique). Il a été présenté aux 11^{èmes} journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Nice, 9-10 juin 1994.

² Cf. J. Tobin, (1963).

³ Cf. M. Gertler (1988) qui, cependant, ne répertorie pas toutes ces directions, ni tous les auteurs pertinents.

critères - accès à la liquidité, régulation monétaire, détermination et rôle des taux d'intérêts, procédures de financement dominantes, contrôle des entreprises, etc.- et à en repérer les fondements et les conséquences réelles. Cet axe de recherche, bien que trouvant partiellement son origine dans un ouvrage de Hicks (1974) est plus spécifiquement français⁴. Il s'apparente également beaucoup aux recherches des économistes du développement sur l'influence des différents systèmes financiers. Cette conscience de l'influence du financier sur le réel est en effet particulièrement nette chez certains économistes spécialistes du développement comme Shaw (1973) et surtout Mc Kinnon (1973). On la retrouve aussi dans les travaux de certains spécialistes d'économie industrielle ou des changements technologiques avertis des questions financières, depuis Zysman (1983) jusqu'à Lundvall (1992), en passant par Freeman et Soete (1987), Dosi (1990), Zamagni (1992), etc.

Notons, sans le commenter pour l'instant, que toutes ces recherches se réfèrent exclusivement au financement des entreprises, sans doute à cause de la conception restrictive du système financier retenue, identifiée à un simple mécanisme d'allocation des ressources d'épargne aux besoins d'investissement⁵. Cette position, qui celle de la théorie des fonds prêtables, est bien exprimée par J.L. Christensen qui considère que⁶ « les systèmes financiers peuvent être définis comme des arrangements institutionnels permettant la transformation de l'épargne ou du crédit en investissements... ». Cette conception est évidemment restrictive, mais nous l'accepterons, au moins partiellement.

Le but de cet article n'est cependant pas d'expliquer le rôle des systèmes financiers. Il ne vise pas non plus à comparer l'efficacité de l'un ou l'autre de ces modes d'allocation des ressources financières. Son objectif est de faire le point sur les différentes typologies proposées, qu'elles soient sectorielles ou structurelles, d'essayer de les classer, de préciser les interactions entre l'économie réelle et ces différentes structures financières, et surtout d'en analyser les fondements. Une telle démarche n'est évidemment pas sans intérêt dans des périodes de mutation intense des systèmes financiers, que ce soit à l'Est ou au Sud.

Il apparaît, à la lecture de la littérature, que ces typologies financières ont été élaborées dans deux perspectives différentes :

- soit permettre une meilleure appréhension des différents systèmes de financement et de leur transformation ;

⁴ Il n'est pas cité dans l'article de synthèse de M. Gertler (1988) qui ignore totalement cet aspect typologique.

⁵ Le rapport Lagayette (1987, p. 9) définit le système financier comme « l'ensemble des mécanismes et des acteurs qui participent au processus de financement de l'économie ».

⁶ (1992), p. 153.

- soit comme grille de lecture, comme filtre, permettant d'éclairer ou d'expliquer certaines évolutions du monde réel, non financier.

La première, s'appuyant principalement sur l'opposition entre économie d'endettement et économie de marchés de capitaux a surtout permis de rendre compte de la mutation du système financier français⁷ et des différentes modalités de politique monétaire à l'oeuvre⁸. La deuxième, fondée sur des typologies moins connues, a concerné deux domaines principaux d'application : le développement économique et l'innovation technologique⁹. Alors que l'une analyse surtout les interactions entre le financier et le monétaire, l'autre concerne plutôt l'influence de la sphère financière sur la sphère réelle.

Il est évidemment inutile de revenir sur les modèles amplement étudiés d'économie d'endettement et de marché ; en revanche, les autres typologies retiendront notre attention. Nous présenterons successivement les typologies permettant d'éclairer les rapports entre financement et développement économique et celles portant sur le financement de l'innovation technologique et plus généralement des changements industriels.

I - La typologie est un modèle d'analyse des structures financières du développement économique.

Le lien entre développement financier et développement économique a été reconnu dans la littérature depuis plus de vingt ans ; Goldsmith (1955, 1969), Gurley et Shaw (1955) en furent les précurseurs. Rapidement, la structure financière devint même une des conditions, un des éléments de la stratégie de développement économique sous l'impulsion d'auteurs comme Gurley et Shaw (1967), Mc Kinnon (1973, 1991), Shaw (1973) et plus récemment Drake (1980), Gupta (1984), Fry (1988, 1989), Long (Banque mondiale) (1989), Thornton (1991, 1994), King et Levine (1992, 1993). On pourrait y associer toute la littérature sur la croissance endogène qu'il serait trop long de citer ici.

203

Explicitement ou implicitement, dans toutes les études, on retrouve l'idée qu'un système financier efficient dynamise le développement économique tout en l'orientant. Notons cependant que si la corrélation est maintenant largement admise, le sens de causalité reste contesté¹⁰, oppo-

⁷ Le cas des pays de l'Est a également pu être analysé grâce à cette typologie : cf. D. Lacoue-Labarthe (1993).

⁸ cf. F. Renversez (1986, 1988, 1991), J. F. Goux (1993), C. Saint-Etienne (1990), Ph. Lagayette (1987), B. Courbis (1987).

⁹ Mais aussi celui de la mutation des systèmes financiers des pays de l'Europe de l'Est : cf. H. Pitiot (1993).

¹⁰ Cf. R. L. St Hill (1992) et H. Patrick (1966). On trouvera des éléments de vérification empirique et des tests de causalité chez Thornton (1991, 1994).

sant, d'une part, le développement financier exogène (conduit par l'offre de services financiers) et, d'autre part, le développement financier endogène (induit par la demande de services financiers).

Bien que ces analyses concernent tous les pays, seul le cas des PVD a fait l'objet d'investigations poussées, c'est pourquoi nous présenterons, dans un premier temps, les typologies élaborées dans ce cadre, pour, ensuite, dans un deuxième temps, examiner leur éventuelle transposition à la situation des pays développés.

1. Une typologie adaptée aux PVD : système réglementé versus système libéralisé

Tous les travaux portant sur le système financier des PVD mettent l'accent sur le caractère dualiste des structures financières que connaissent ces pays¹¹ opposant les secteurs formels et informels. Le secteur formel se réfère à un système organisé, institutionnel, axé sur les zones urbaines et répondant aux besoins financiers du secteur moderne monétisé. Le secteur informel est peu organisé, non institutionnalisé, traditionnel et plutôt rural ; il se caractérise par : le fait que les intervenants sont surtout des individus, l'importance des liens interpersonnels, la souplesse, la rapidité des opérations et leur absence de caractère réglementaire. La réalité n'est pas toujours aussi tranchée et les deux secteurs sont souvent imbriqués.

Bien que cette distinction soit très pertinente et sans doute partiellement transposable au cas des pays développés¹², nous focaliserons notre attention uniquement sur le secteur formel en présentant dans un premier temps la typologie issue des travaux de Mc Kinnon et Shaw, puis les critères permettant d'établir celle-ci.

A/ La classification

A partir de la distinction séminale entre « répression financière » et « libéralisation financière » ou « intensification financière » attribuée à Mc Kinnon (1973) et Shaw (1973), Kessler (1985) puis Germidis, Kessler et Meghir (1991) ont mis en exergue deux types principaux de systèmes financiers : ceux qui sont « fortement réglementés » et ceux qui sont « plus libéralisés ».

La principale caractéristique d'un système financier réglementé porte sur la détermination des taux d'intérêt qui sont quasi fixes, établis de manière réglementaire, et faiblement positifs, voire négatifs, en termes réels. Cela provient du fait qu'il n'existe pas de marchés concurrentiels et

¹¹ Parmi la littérature très abondante sur ce sujet, on notera M. Long (1989) et D. Germidis, D. Kessler, R. Meghir (1991) qui contiennent une bibliographie très complète et M. Fry (1989).

¹² Nous avons mis en évidence des cas de dualisme dans J. F. Goux (1988 et 1993 b).

que dans une structure bancaire oligopolistique, souvent nationalisée, l'État utilise les taux comme instrument de politique économique. Cela se traduit par une faible rémunération de l'épargne et conformément au modèle néoclassique - sous-jacent à ces analyses - ne permet donc pas de dégager les ressources financières nécessaires au développement. D'autres conséquences s'en suivent sur les comportements, l'affectation des ressources, la répartition, la politique monétaire, etc. (Cf. tableau 1).

Un tel système n'est possible que si le gouvernement est de type interventionniste, puissant et contrôlant les banques grâce à leur nationalisation ou/et une forte réglementation. La puissance de celles-ci ou leur nombre, appuyée sur une banque centrale qui fonctionne à guichet ouvert et aiguillonnée par un Trésor offrant des taux d'intérêt bonifiés annihile toute possibilité de marché large et organisé où les taux d'intérêt seraient librement débattus entre offreurs et demandeurs. Il ne suffit donc pas que les banques soient puissantes pour empêcher un marché d'émerger, d'autant plus qu'elles pourraient également intervenir —intermédiaire de marché—, il faut également soit des restrictions légales, soit un système de refinancement leur permettant d'offrir un taux plus faible que celui du marché ; le marché ne concerne alors que les exclus du système bancaire (cas de l'informel dans les PVD). Le schéma 1 synthétise cet enchaînement causal. Il est conforme au modèle de répression financière de Mc Kinnon, mais il n'est pas très différent non plus du modèle keynésien d'intervention publique.

205

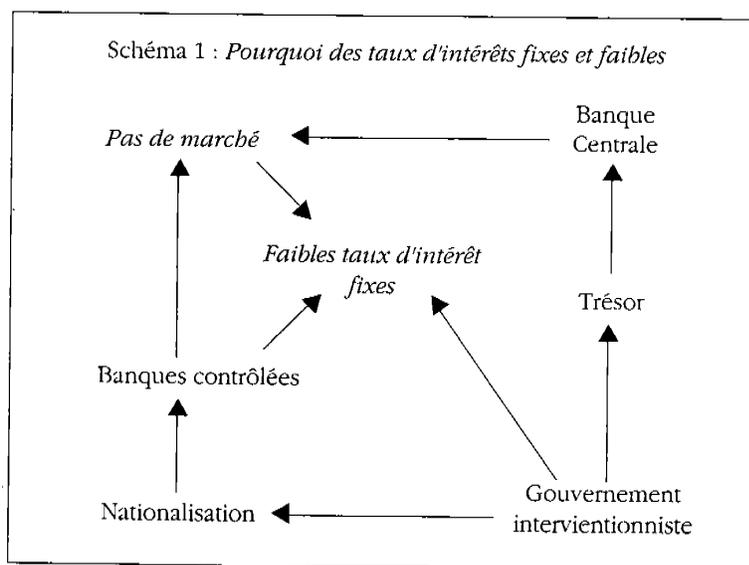


Tableau 1 :
Les deux archétypes de systèmes financiers formels dans les PVD.

| SYSTEME FINANCIER REGLEMENTÉ | SYSTEME FINANCIER LIBERALISÉ |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Caractéristiques principales</i> | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Taux d'intérêt réels négatifs ou faibles, quasi fixes dans le secteur formel • Rémunération faible ou nulle des dépôts dans le secteur formel • Ecart important entre les taux du secteur formel et ceux du secteur informel • Tensions inflationnistes | <ul style="list-style-type: none"> • Taux d'intérêt réels positifs variables • Rémunération positive des dépôts • Ecart réduit • Stabilité des prix |
| <i>Organisation financière</i> | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Spécialisation des réseaux du secteur formel • Dissociation entre collecte et distribution des crédits • Existence de produits financiers spécialisés • Existence d'institutions financières spécialisées • Centralisation des ressources • Favorise l'économie d'endettement | <ul style="list-style-type: none"> • Non spécialisation • Intégration • Produits financiers standardisés • Banques universelles • Décentralisation • Favorise une économie de marchés financiers |
| <i>Politique monétaire</i> | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Laxisme monétaire afin de stimuler la croissance • Taux d'intérêt administrés • Rôle central du Trésor • Contrôle des changes • Tendance à la dévaluation | <ul style="list-style-type: none"> • Politique monétaire restrictive afin de stabiliser les prix et de maintenir des taux d'intérêt réels positifs • Taux d'intérêt libres déterminés par le marché • Désengagement du Trésor • Liberté des mouvements de capitaux • Politique de monnaie forte |
| <i>Efficiences allocative</i> | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Favorable aux investisseurs • Politique sectorielle du crédit (taux bonifiés) • Intervention des pouvoirs publics | <ul style="list-style-type: none"> • Favorable aux épargnants • Allocation des ressources par le marché • Sélection des investissements par les taux d'intérêts |

Dans un système financier libéralisé, les institutions financières disposent d'une plus grande marge de manœuvre et elles sont concurrencées par des marchés financiers dont le développement est encouragé par des gouvernements libéraux. Contrairement au système précédent, le taux d'intérêt est variable, librement déterminé par les forces du marché. Il en découle que les investissements ne sont mis en œuvre que s'ils sont rentables. L'épargne attirée par des taux d'intérêts réels élevés est abondante. La libéralisation financière n'est rien d'autre que l'application d'une politique monétariste ; Mc Kinnon ne dit pas autre chose que Friedman ou Hayek. Le tableau 1 permet de comparer les deux types de système financier, leurs caractéristiques et leurs effets. On peut cependant présenter des critères de distinction plus précis.

B/ Les critères de distinction

D'après Germidis, Kessler et Meghir (1991) on peut en retenir huit qui couvrent l'aspect institutionnel et la place des mécanismes de marché. En ce qui concerne les forces du marché, les critères les plus pertinents sont : le niveau des taux d'intérêt réels, l'importance des marchés financiers, la présence de politique d'allocation sectorielle des crédits à taux bonifiés, l'importance du contrôle des changes et plus généralement des mouvements de capitaux. Du point de vue institutionnel, il faut retenir : la régulation de la concurrence au sein du secteur bancaire, l'importance des nationalisations, le rôle prédominant du Trésor (éviction financière et enveloppes de crédit à taux bonifié), le statut de dépendance de la banque centrale et son poids sur la politique monétaire.

On peut traduire ces critères grâce à une représentation graphique en polygone, autour de huit axes — un par critère — en notant de 1 à 3 les situations : 1 correspondant à une tendance plus libérale orientée vers le marché, 3 signifiant au contraire la présence de réglementation et un contexte fortement institutionnalisé et 2 une position médiane. Plus la surface du polygone est grande, plus le système financier est réglementé ; plus la surface est petite, plus le système est libéralisé (*cf.* graphique 1).

Certaines réserves peuvent cependant être faites quant au choix des critères : ces schémas sont insuffisants sur le mode de financement des entreprises — interne ou externe, intermédié ou par le marché —, la prise en compte de la taille des marchés de capitaux doit être complétée par une mesure de l'efficience, le refinancement bancaire et la place d'un marché monétaire sont ignorés, les canaux d'intervention de la politique monétaire sont complètement négligés. D'une manière générale, les aspects monétaires sont minimisés. A travers ces critiques se trouve évidemment posée la question de la proximité avec le modèle économie d'endettement-économie de marché financier qui intègre ces éléments apparem-

ment oubliés. Plus généralement, cela ouvre un débat sur les possibilités de transposition de cette typologie.

2. Une typologie transposable et transposée

A/ L'économie de financement administré

Pour les auteurs du rapport Lagayette¹³, le terme d'économie d'endettement, utilisé pour qualifier le système financier français des années 70, n'est pas pleinement satisfaisant. Il met excessivement l'accent sur l'importance plus ou moins grande du crédit, alors que l'essentiel réside dans le processus d'ajustement entre les besoins et les capacités de financement des agents économiques qui se solde sur la création monétaire. Il en est ainsi parce que les taux d'intérêt sont administrés par les autorités monétaires¹⁴, empêchant ainsi l'égalisation des offres et des demandes de fonds prêtables. Ce système fondé sur l'administration des taux d'intérêt a été qualifié « d'économie de financement administré ».

Au-delà des termes, la parenté avec le concept de système financier réglementé est évidente. Elle ressort encore plus nettement si l'on retient les trois caractéristiques essentielles de l'économie de financement administré¹⁵ :

- « - une gestion administrée de la structure des taux d'intérêt et de l'équilibre entre les canaux de financement ;
- la mission confiée aux institutions financières de concilier les structures de placement et de financement, c'est-à-dire, concrètement de transformer des ressources liquides en emplois à plus long terme ;
- une politique monétaire chargée d'assurer le bouclage et la stabilité du système, en soldant de façon plus ou moins restrictive les déséquilibres apparus sur le marché de la monnaie centrale ».

Le rôle clef des institutions financières s'explique aisément, non seulement par l'administration des taux, mais aussi par des « distorsions fiscales et la prise en charge par l'État d'une partie des coûts du crédit ». Le poids de l'État, du Trésor et de la banque centrale est ainsi prédominant. Ce sont donc bien des contraintes réglementaires, des restrictions légales, qui expliquent la forme d'organisation du financement¹⁶.

La dichotomie proposée par Aglietta, Coudert, Mojon (1993) entre deux régimes de crédit — finance administrée *versus* finance libéralisée — est

13 P. Lagayette, (1987), p. 21.

14 On trouve en 1984, dans un article de J. C. Chouraqui, une distinction proche entre systèmes de contrôle monétaire de type I et de type II, s'appuyant principalement, d'une part sur les mécanismes de contrôle de la masse monétaire et, d'autre part, sur le caractère plus ou moins administré des taux d'intérêt.

15 P. Lagayette, (1987), p. 23.

16 Explication que nous retrouverons en fin de deuxième partie.

très proche et constitue également une variante du modèle mettant principalement l'accent sur le caractère exogène ou endogène du taux d'intérêt.

B/ Illustration graphique

A titre d'illustration, afin de tester la pertinence d'une transposition du modèle réglementé-libéralisé, nous avons utilisé la représentation graphique en polygone afin de rendre compte de la mutation du système financier français (cf. graphique 2). Les critères, légèrement modifiés afin de tenir compte des critiques énoncées, sont désormais les suivants :

- taux d'intérêt : libre ou administré
- marchés de capitaux : importance et efficience des marchés financier et monétaire
- financement des entreprises : par le marché (des capitaux) ou administré (crédit bancaire et circuits privilégiés)
- concurrence entre les établissements de crédit : liberté, règles ou privilèges
- nationalisation du système bancaire et financier
- rôle prédominant du Trésor
- intervention de la banque centrale : degré d'indépendance
- contrôle des changes.

Sans entrer dans des commentaires¹⁷, qui dépasseraient le cadre de notre sujet, notons simplement que ces graphiques sont, à l'évidence, très suggestifs. Par exemple, le « retard » dans le mouvement de libéralisation du système bancaire y apparaît nettement. Un tel système de représentation met en évidence les principales caractéristiques des systèmes financiers.

209

Faut-il alors préférer les termes d'économie de financement administré ou de système financier réglementé à celui d'économie d'endettement ? Ces notions ne se situent pas au même niveau. La dichotomie finance réglementée-finance libéralisée est une version structurelle du modèle fonctionnel économie d'endettement-économie de marché de capitaux ; elle répond à la question du pourquoi de l'économie d'endettement. Il est donc plus juste de dire qu'un système financier réglementé favorise l'économie d'endettement et qu'un système financier libéralisé favorise l'économie de marché de capitaux, plutôt que de les identifier. Il serait cependant abusif d'assimiler réglementation et institutions bancaires, d'une part, et, libéralisation et marché, d'autre part ; ce n'est pas la position d'un auteur comme Shaw, par exemple. Bien plus, on peut même prétendre - ce sera la conclusion de la deuxième partie - que l'existence et le dévelop-

¹⁷ On pourrait, bien sûr, contester les notations.

pement de systèmes financiers fondés sur le marché est en partie dû à des contraintes réglementaires. L'emploi du terme « administré » à la place de « réglementé » permettrait d'éviter cette ambiguïté.

On peut, en revanche, reprocher à cette typologie - administré *vs* libéralisé - son caractère trop sommaire, voire même, son orientation idéologique¹⁸. D'autres typologies n'ont pas obligatoirement cet *a priori*.

II - La typologie est un modèle d'analyse du financement des changements industriels

Avant de concerner les spécialistes d'économie financière ou d'économie industrielle, l'étude des liens entre structures de financement et développement de l'industrie a d'abord été le fait de spécialistes de l'histoire économique, comme Gerschenkron (1962), Chandler (1977), Cameron (1967, 1972). Ces auteurs ont cependant rarement tenté de différencier les systèmes financiers, pas plus que ne le faisaient les économistes qui les ont inspirés : Schumpeter (1934), Goldsmith (1969), Gurley et Shaw (1955, 1967). Généralement, les modèles ne retenaient qu'un seul sentier de croissance financière, avec des variantes nationales secondaires.

210

Il faudra attendre d'autres études, plus théoriques, pour voir apparaître des typologies, toutes plus ou moins fondées sur la dichotomie entre marchés et organisations ou hiérarchies¹⁹. On peut, cependant, repérer deux optiques très différentes théoriquement l'une de l'autre :

- une perspective évolutionniste unilinéaire, dans la tradition de Mc Kinnon (1973), à laquelle il faut associer le nom de Rybczynski (1974, 1984, 1985), pour qui le système financier capitaliste passe par une succession d'étapes « à la Rostow », en partant des institutions pour finir par le marché ;

- une approche néo-institutionnaliste, évolutionnaire plutôt qu'évolutionniste, c'est-à-dire ne retenant pas une trajectoire unique prédéterminée, mais au contraire différentes possibilités initiées par un apprentissage mutuel, de l'industrie et de la finance. Après Zysman (1983), ce sont Dosi (1990), Berglöf (1990), Aoki et Dosi (1992), Christensen (1992), Imai (1992), Nardozi (1992) qui ont le plus contribué à la diffusion et à l'amélioration de cette conception. Noms auxquels il faut associer le récent

18 C'est le reproche que lui adressent R. Dornbusch et A. Reynoso, lorsqu'ils écrivent (1989, p. 205) : « Il est bonhête de dire que le paradigme de la répression financière, d'une certaine manière, ressemble à celui de l'économie de l'offre - un noyau de vérité et une vaste exagération. »

19 Pour reprendre les termes d'O. Williamson (1975) qui, semble-t-il, n'a pourtant pas eu d'influence directe dans ce domaine.

rapport de l'OCDE (1993) sur ce thème.

Ce sont ces deux optiques que nous allons aborder successivement.

1. Une typologie évolutionniste unilinéaire

Après une présentation des grandes catégories de systèmes financiers retenues et des étapes de l'évolution de ceux-ci, nous évoquerons les pièges et les dangers d'une telle vision simpliste.

A/ Deux systèmes financiers

Les systèmes financiers peuvent être classés en deux grandes catégories : les systèmes financiers orientés vers la banque²⁰ (*bank-orientated systems*) et les systèmes financiers orientés vers le marché (*market-orientated systems*)²¹. Ultérieurement, Rybczynski (1984, p. 278) distinguera un troisième cas, qui est une particularisation du deuxième : les systèmes financiers fortement orientés vers le marché (*strongly market-orientated systems*).

Dans un système orienté vers la banque, l'épargne des agents à capacité de financement est transférée aux agents à besoin de financement grâce à des intermédiaires financiers, c'est-à-dire des banques et autres institutions financières similaires. Le principal moyen utilisé est le prêt à court ou moyen terme non négociable. Dans un tel système, les entreprises sont fortement dépendantes des moyens financiers ainsi obtenus, d'autant plus que leur taux d'autofinancement est faible. Dans certaines formes de systèmes financiers orientés vers la banque, les intermédiaires financiers peuvent être amenés à prendre des participations directes dans le capital des entreprises.

Les systèmes financiers orientés vers le marché sont caractérisés par un large degré de dépendance par rapport aux marchés de capitaux, qui fournissent des fonds avec comme support de transaction des actifs négociables sur un marché secondaire. Ces marchés sont efficaces. Ils sont animés par des intermédiaires de marché. Le prix des actifs qui y sont négociés reflète leur valeur et leur degré de risque conformément au modèle CAPM de la théorie moderne de la finance. Les titres de propriété des entreprises étant offerts sur des marchés larges et ouverts, cela permet des modifications de la propriété du capital en cas de mauvaise gestion qui se trouve ainsi sanctionnée par le marché — prise de contrôle. Lorsque le système est fortement orienté vers le marché, les entreprises peuvent se couvrir contre certains risques financiers qu'elles ne souhaitent pas sup-

²⁰ On trouve quelquefois l'appellation "systèmes financiers orientés vers le crédit" (*credit-orientated systems*), par exemple chez M. Aoki et G. Dosi (1992, p. 50). Les deux sont synonymes et signifient orientés vers l'activité de banque ou de crédit.

²¹ Cf. Rybczynski (1974, p. 62) qui est le premier, semble-t-il, à employer ces expressions.

porter grâce à des marchés dérivés. Il devient ainsi possible de séparer, partiellement, le financement et la prise de risque, en contrepartie d'un coût. En outre, l'interaction, mais aussi la concurrence, entre les marchés et les financements intermédiés font que ces derniers sont offerts aux conditions du marché (marchésisation).

D'après Rybczynski²², les pays d'Europe continentale et le Japon sont en situation de système financier orienté vers la banque, alors que les États-Unis et la Grande-Bretagne correspondent au système financier orienté vers le marché ; ces deux derniers évoluant vers un système fortement orienté vers le marché²³. Deux principaux critères de classification peuvent être retenus :

- le rapport de la valeur des titres négociés en Bourse (capitalisation boursière) au montant du PNB ;
- la part actions, obligations et titres assimilés dans le total du passif des entreprises non financières, autrement dit, la structure de leur passif.

Ces deux critères permettent de rendre compte de l'importance du marché financier et du mode de financement prédominant. Il s'avère, à la lecture des statistiques, que ceux-ci sont effectivement pertinents²⁴, sous réserve du mode de prise en compte du financement obligataire²⁵.

Ces différents systèmes ne doivent pas être considérés comme alternatifs, ce sont des étapes successives.

212

B/ L'évolution des systèmes financiers

Elle connaît quatre stades correspondant à des degrés différents de développement économiques, mettant ainsi en évidence le fait que l'évolution du système financier est un élément important, partie prenante du processus de croissance économique. Le premier stade est caractéristique des économies à faible revenu où l'épargne est rare. Ceux qui veulent investir n'ont pas d'autre solution que d'utiliser leur propre épargne ou celle de leurs proches. Le taux d'autofinancement est de l'ordre de 100 %. Au fur et à mesure que la croissance économique se fait plus forte, une épargne se dégage. Elle est collectée et redistribuée par des intermédiaires financiers, principalement des banques. Celles-ci, outre la gestion du système de paiement, ont surtout une activité de transformation et de diversification des risques ; c'est la situation caractéristique d'un système financier orienté vers la banque. L'expansion économique conduit à

²² (1984), p. 279.

²³ N'oublions pas que T. Rybczynski écrit cela en 1984, avant les transformations ayant affecté certains systèmes financiers, comme celui de la France ou de la Grande-Bretagne.

²⁴ Cf. G. Conti (1992, p. 227), E. Berglöf (1990, p. 247).

²⁵ Si l'on inclut le marché des obligations avec celui des actions, les différences entre les pays s'estompent.

l'émergence, à côté des intermédiaires financiers, de marchés de capitaux et d'intermédiaires de marché. Leur fonction est d'offrir de nouvelles opportunités de placement et de nouveaux instruments financiers. Un tel système financier est orienté vers le marché. Un niveau de croissance plus élevé conduit à d'autres changements dans le système financier. De nouveaux marchés apparaissent, permettant de se couvrir contre les risques financiers - taux d'intérêt et taux de change - ouvrant la voie à un système financier fortement orienté vers le marché, situation souvent qualifiée de « marchandisation ».

Comment cependant expliquer cette succession d'étapes et surtout leur ordre d'apparition. Pour la première — l'autofinancement — il n'y a évidemment pas de difficultés, mais il n'en est pas de même pour les deux suivantes. Pourquoi la banque avant le marché ? On trouve plutôt l'explication inverse dans la littérature, la banque apparaissant à cause d'imperfections ou de défaillance (failures) du marché²⁶. De même, Goldsmith (1969), mais aussi Gurley et Shaw (1960, 1967), établissant une corrélation entre développement économique et sophistication financière, identifient cette dernière avec un niveau croissant d'intermédiation financière. Rybczynski soutient une position exactement inverse. Elle est sans doute inspirée par son *a priori* libéral²⁷ dans la mouvance de Mc Kinnon, avec qui les similitudes de pensée sont très grandes. Mais elle est sans doute aussi plus exacte d'un point de vue historique ; contrairement à ce que l'on croit souvent, les institutions de type bancaire — les manieurs d'argent — ont précédé les marchés organisés tels que nous les connaissons aujourd'hui. Cependant tout cela ne constitue pas un fondement théorique. Celui de Rybczynski est, d'une part, la théorie des innovations financières et technologiques — les produits de marché constituant des innovations par rapport à ceux offerts par les intermédiaires — et, d'autre part, l'influence de contraintes réglementaires²⁸ ou d'une volonté politique.

213

C/ Éléments de critique

Il n'entre pas dans notre projet de porter un jugement, ni de vérifier le bien-fondé théorique, ni l'adéquation à la réalité, du modèle de Rybczynski²⁹. Notre objectif est seulement d'en évaluer la portée taxinomi-

26 Cf. T. Chevallier-Farat (1992).

27 « Au cœur de la théorie de Rybczynski on trouve l'affirmation de la supériorité des relations de marché par rapport aux relations de clientèle du système bancaire - G. Nardozzi (1992, p. 257).

28 (1984), p. 277.

29 G. Comi, en revanche, se propose d'examiner ces typologies à la lumière des événements des années récentes, dans le but d'établir s'il y a une convergence des systèmes financiers vers un modèle unique, fondé sur le marché - (1992, p. 208). On trouvera également une critique du modèle « d'évolution naturelle » de T. Rybczynski chez G. Nardozzi (1992, p. 257 et s.) qui le conteste à la fois d'un point de vue empirique et théorique. Pour lui, l'évolution constatée est le résultat de la crise du système financier dominant, celui des États-Unis.

que. De ce point de vue, il diffère peu du modèle « répression-libéralisation » que nous avons analysé précédemment. Le système financier orienté vers la banque est un système administré ; Rybczynski emploie des termes comme assisté par l'État (*state-assisted*) ou engendré par l'État (*state-engendered*) qui sont sans équivoque et développe à ce propos les exemples de l'Europe continentale et du Japon³⁰. Inversement, le système financier orienté vers le marché fonctionne conformément à la vision libérale. « Le fait que l'industrialisation en Grande-Bretagne et aux États-Unis a résulté d'efforts et d'orientation privés dans lesquels l'État n'a pas participé a eu un rôle instrumental dans l'évolution de leur système financier orienté vers le marché »³¹. Cette typologie se situe finalement au même niveau que celle qui oppose financement réglementé ou administré et financement libéralisé qu'elle caricature en assimilant banque avec administration et en considérant que la libéralisation ne peut pas prendre d'autres formes que celle du marché.

2. L'approche néo-institutionnaliste

214

Initiée par Zysman (1983), spécialiste de politique industrielle et analyste pertinent de l'économie et du système politico-industriel français, elle se distingue nettement de celle de Rybczynski. Dans le premier cas, les systèmes financiers sont alternatifs, alors qu'ils sont successifs chez le second ; l'approche structurale du politologue américain s'oppose en tous points à la vision déterministe et singulière de l'économiste britannique. Les termes employés sont différents : fondé sur (*based*) chez Zysman, orienté vers (*orientated*) chez Rybczynski ; on n'y accordera cependant que peu d'importance, d'autant plus que certains auteurs les confondent ou emploient alternativement l'un et l'autre³².

La classification de Zysman, visant à éclairer les politiques de changement industriel, que nous présenterons dans un premier temps, a suscité d'autres recherches, plus nettement orientées vers l'innovation, que nous analyserons ensuite.

A/ Systèmes financiers et politiques de changement industriel

La problématique s'organise autour d'une hypothèse forte, à savoir que l'examen des structures financières nationales éclaire à la fois les stratégies économiques des gouvernements et les conflits politiques qui accompagnent le changement industriel. Autrement dit, le système financier délimite les

³⁰ (1984), p. 281.

³¹ T. Rybczynski (1984, p. 280).

³² C'est le cas de G. Dosi (1990), M. Aoki et G. Dosi (1992), E. Berglöf (1990), H. Pittot (1993), etc.

possibilités des entreprises et les choix et les moyens des gouvernements. Les systèmes financiers structurent les politiques de changement industriel »³³. Trois types de systèmes financiers sont distingués qui s'accordent avec trois formes ou processus de conduite des politiques industrielles.

a) Trois modèles de systèmes financiers

Trois types peuvent être distingués :

- un système fondé sur les marchés de capitaux (*capital markets based*) où l'allocation des ressources s'effectue grâce à des prix établis librement sur les différents marchés ;

- un système fondé sur le crédit (*credit-based*) avec prix administrés par le gouvernement ;

- un système fondé sur le crédit, dominé par les institutions financières.

Pour distinguer ces différents systèmes, plusieurs critères peuvent être retenus. Le premier critère est l'importance respective des marchés de capitaux et des marchés de fonds prêtables (crédits bancaires ou provenant d'institutions financières spécialisées). On retrouve évidemment, à nouveau, la distinction entre finance directe et finance indirecte ; ce critère n'a donc rien d'original. Le deuxième est le mode de fixation des prix, en l'occurrence des taux d'intérêt : librement déterminés sur un marché concurrentiel ou déterminés par les institutions financières dominantes³⁴ dans le cadre de marchés plus ou moins contrôlés ou établis par les autorités gouvernementales³⁵. Zysman, sans en avoir connaissance, met l'accent sur le même critère que les classifications inspirées par Mc Kinnon³⁶ : le caractère administré ou libéralisé du mécanisme de fixation des taux d'intérêt. Le troisième critère, plus original et en relation directe avec la problématique de l'auteur, tient en la prise en considération des différentes manières d'opérer des gouvernements sur les marchés monétaires et financiers : contrôle de la création monétaire, régulation prudentielle du système financier, règlements favorisant éventuellement certaines catégories d'établissements de crédit, place de l'État et des IFS parmi les prêteurs et les emprunteurs, importance des prêts à long terme et politique de transformation.

En résumé, les systèmes financiers varient sur trois points. La première dimension est l'importance des différents canaux de financement permettant la distinction fondamentale entre systèmes fondés sur les marchés de capitaux et systèmes fondés sur le crédit. La seconde dimension est le

³³ J. Zysman (1983), p. 95.

³⁴ Le degré de concentration dans le secteur bancaire est un élément important de ce point de vue.

³⁵ Que J. Zysman ne distingue pas des autorités monétaires.

³⁶ Il cite cependant, sans l'utiliser, J. J. Rosa et M. Dietsch : la répression financière (1981).

mode d'établissement des taux d'intérêts fixés par le marché, les institutions bancaires ou le gouvernement. La dernière dimension est le rôle joué par le gouvernement au sein du système financier, donnant la priorité soit au contrôle d'agrégats monétaires, soit à l'orientation plus ou moins directe de flux financiers et arrivant à ses fins, soit en intervenant comme n'importe quel agent économique sur les marchés, soit de manière administrative. De là découlent les trois types de systèmes financiers dont on trouvera les caractéristiques dans le tableau 2 ci-dessous :

Tableau 2
Les caractéristiques des systèmes financiers dans le modèle de Zysman

| <i>Système</i> <i>Caractéristique</i> <i>du système</i> | <i>Fondés</i> <i>sur le marché</i> | <i>Fondé sur le crédit</i> <i>Prix administrés</i> | <i>Fondé sur le crédit</i> <i>Dominé pr les IF</i> |
|----------------------------------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| Principale source de financement externe | actions et obligations | crédits bancaires | crédits bancaires |
| Accès au marché financier | direct | par l'intermédiaire des banques | par l'intermédiaire des banques exclusivement |
| Taux d'intérêt | fixé par le marché | fixé par le gouvernement | fixé par les IF sur les marchés |
| Prises de participation des banques dans le capital industriel | faibles | moyennes | fortes |
| Rôle de la banque centrale | contrôle des agrégats | allocation des ressources | contrôle des agrégats |
| Intervention de la banque centrale | <i>open market</i> | refinancement | <i>open market</i> |
| Forme d'influence sur les entreprises | <i>exit</i> | <i>voice</i> ³⁷ | <i>voice</i> ³⁸ |

A ces trois formes, on peut associer trois processus de conduite des politiques industrielles.

³⁷ Relation de clientèle.

³⁸ Relation de clientèle + contrôle (relation principal-agent).

b) Trois processus de conduite des politiques industrielles

Dans le domaine de la politique industrielle, le gouvernement peut intervenir de trois manières :

- comme un régulateur, imposant des règles démocratiquement acceptées ;
- comme un administrateur, fixant des objectifs, des procédures et exécutant certaines opérations importantes ;
- comme un joueur, poursuivant de manière discrétionnaire ses objectifs et discriminant parmi les entreprises.

Dans ce dernier cas, l'État n'a pas forcément besoin d'être propriétaire des entreprises, il lui suffit de maîtriser les moyens de contrôle et d'incitation et, en particulier, le levier financier. Le thème central de Zysman est que « la fourniture discrétionnaire de financement à l'industrie — allocation sélective des crédits— est nécessaire pour que l'État puisse entrer continuellement dans la vie industrielle des entreprises privées et influencer leur stratégie... »³⁹. Au contraire, la finance de marché, largement accessible à toutes les entreprises —en principe— empêche le gouvernement, et n'importe quelle autorité, d'influencer leur stratégie.

Des structures institutionnelles particulières conditionnent donc les capacités d'action de l'État et modèlent ses formes d'action. Elles peuvent affecter ses buts. Dans le cas du premier modèle —fondé sur le marché— les interventions gouvernementales sont bloquées, elles peuvent même provoquer des controverses politiques. La liberté du marché financier apparaît comme un compromis entre le gouvernement et les institutions financières : il empêche, d'une part un interventionnisme étatique et, d'autre part, une collusion entre la banque et l'industrie (lois anti-trust aux États-Unis). La politique industrielle est conduite par les entreprises elles-mêmes. Dans le second modèle —fondé sur le crédit avec prix administrés— les possibilités d'intervention discrétionnaire sont très étendues. La politique industrielle est conduite par l'État ; ni les entreprises, ni les salariés, ni les banques n'ont les moyens —financiers— de s'y opposer. Dans le troisième modèle —fondé sur le crédit, dominé par les institutions financières— les banques peuvent s'allier avec le gouvernement, surtout en période de crise, sinon elles restent indépendantes. La politique industrielle ne peut être que négociée entre les différents partenaires économiques et sociaux. Les capacités d'intervention gouvernementale sont donc très différentes dans les trois cas, comme le résume le tableau 3 ci-dessous :

³⁹ J. Zysman (1983), p. 76.

Tableau 3
*Systèmes financiers et mode de régulation*⁴⁰

| <i>SYSTEME FINANCIER</i> | <i>POLITIQUE INDUSTRIELLE</i> | <i>EXEMPLES</i> |
|------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------------|
| Fondé sur le crédit prix administrés | conduite par l'Etat | France ⁴¹ Japon ⁴² |
| Fondé sur le crédit domination des IF | négociée | Allemagne |
| Fondé sur le marché | conduite par les entreprises | Etats-Unis ⁴³ |

source : J. Zysman (1983) p. 94

D'autres auteurs vont approfondir et élargir ces hypothèses.

B/ Finance et innovation

Le problème soulevé par Zysman est celui de la spécificité du système financier et de la nécessité pour les gouvernements de la prendre en compte dans le but de mettre en œuvre des politiques industrielles adaptées. Les auteurs qui vont s'en inspirer mettront plutôt l'accent sur la capacité des différents systèmes financiers à susciter et diffuser des innovations technologiques et les processus d'apprentissage qui les accompagnent. Ils vont souvent proposer des critères plus précis et parfois des classifications plus fines.

a) Des critères plus précis

Zysman n'étant pas un économiste, son analyse demeure faible sur les mécanismes financiers. Christensen (1992) met plus traditionnellement l'accent sur les sources de financement et explique la configuration des différents systèmes à partir de la plus ou moins grande disponibilité des crédits bancaires. S'il est facile d'obtenir des crédits, le taux d'autofinance-

40 D'après J. Zysman, (1983), p. 94.

41 France avant 1985 ; J. Zysman écrit au début des années 80.

42 Inai (1992) se référant au système japonais conteste la classification de Zysman, en particulier le fait de considérer la politique industrielle japonaise comme conduite par l'État (state-led). Le système financier japonais serait plutôt une interpénétration de principes d'organisation et de marché pour remédier aux insuffisances des deux. L'exemple le plus représentatif en est le système de la banque principale (the main bank system) fondé sur des prêts importants et de longue durée et de nombreux échanges d'information. Cette situation semble proche de celle de la banque universelle allemande. Cet article a le mérite de nuancer l'opposition trop forte entre banque — organisation — et marché. Les deux principes sont parfois plus complémentaires que substituables.

43 Le cas de la Grande-Bretagne, système financier fondé sur le marché, ne correspond pas à ce modèle.

ment est plus faible et les marchés financiers sont peu développés voire contrôlés par les banques. Le degré élevé d'endettement implique une surveillance de la part des banques et donc des relations étroites entre banque et industrie. Le degré de concentration des entreprises est élevé à cause du faible développement du marché financier secondaire —conséquence de la faiblesse du marché primaire, elle-même due à la concurrence des banques— ne permettant pas facilement l'échange et la diffusion des titres.

Les vérifications statistiques qu'il effectue montrent que si le taux d'autofinancement confirme la classification, il n'en est pas de même du rôle des marchés financiers dans le financement externe qui n'est jamais élevé. Christensen en conclut⁴⁴ que « tous les pays sont orientés vers la banque d'une manière plus ou moins importante ». Cependant, des différences existent : la part des crédits bancaires est plus forte dans les systèmes fondés sur la banque que dans ceux considérés comme fondés sur le marché⁴⁵. La structure du capital —ratio dettes/titres— est également probante. Berglöf (1990) en fait d'ailleurs le critère essentiel de différenciation des systèmes, qu'il justifie grâce à la théorie des contrats incomplets. Son argumentation peut être résumée de la manière suivante. Dans les systèmes fondés sur le marché, le contrôle de l'entreprise est exercé par les actionnaires par l'intermédiaire du marché — achat ou vente de titres et restructuration. Dans le cas des systèmes fondés sur la banque, où ce mécanisme n'existe pas, il est remplacé par le contrat incomplet conclu *ex ante* entre la banque et l'entreprise. Ce contrat, qui ne spécifie pas toutes les obligations, permet un transfert du contrôle de l'entreprise aux créanciers en cas de « détresse financière ». Le niveau du ratio dettes/titres indique l'importance de ce type de contrôle. Pour Berglöf, les deux systèmes financiers se différencient donc surtout par les mécanismes de contrôle et d'allocation des risques⁴⁶.

219

b) Une classification plus fine

Afin de « coller » plus étroitement à la réalité, d'autres auteurs vont proposer des classifications plus élaborées. Ainsi Aoki et Dosi (1992) sont-ils amenés à distinguer quatre cas fondés sur les modes de contrôle⁴⁷, dans l'esprit de Berglöf :

- la banque en relation (*relational banking*) où ce sont les firmes

44 J. L. Christensen (1992), p. 156 ; on trouve une remarque identique chez G. Conti (1992), p. 216.

45 J. L. Christensen (1992), p. 157 ; E. Berglöf (1990), p. 247.

46 Il propose une classification assez détaillée de la structure du capital dans les deux systèmes que nous ne reproduisons pas ici (1990), p. 250.

47 Aoki et Dosi (1992), pp. 50-55.

industrielles qui contrôlent les banques et s'en servent comme instrument de collecte des fonds ;

- le contrôle bancaire faible (*weak bank control mode*) proche du modèle de Berglöf (1990) où les décisions sont décentralisées, sauf en cas de défaillance ;

- le contrôle bancaire fort (*strong bank control mode*) où le droit de regard des banques est constant, quelle que soit la situation de l'entreprise ;

- le contrôle par le marché financier (*market-based financial control*) où les sanctions proviennent du marché.

En-dehors du cas de "la banque en relation", présenté comme caractéristique des pays en développement⁴⁸, cette typologie n'est pas différente de celle des auteurs déjà cités. Elle en est tout au plus une synthèse qui, cependant, a le mérite de souligner à nouveau l'importance des modes de contrôle de l'activité industrielle et ses racines financières.

c) Une justification plus élaborée

220

En dehors de quelques cas isolés, les recherches sur la taxinomie des systèmes financiers se caractérisent par leur faible soubassement théorique. Il s'agit souvent plus de faits stylisés que de véritables modèles théoriques. Les frontières deviennent alors floues entre faits réels, faits stylisés, principes idéologiques et discours normatifs. Ne serait-il pas possible de repérer quelques éléments explicatifs constituables en théorie ?

On trouve en effet, à plusieurs reprises, dans la masse des articles cités un fondement qui nous semble susceptible d'expliquer l'occurrence des configurations rencontrées, autrement que par simple stylisation du réel : la théorie des restrictions légales. Notons immédiatement que, sauf oubli de notre part, aucun auteur n'y fait directement référence mais plusieurs proposent une interprétation de ce type. *L'explication que nous avançons est la suivante : le système financier fondé sur le marché ne peut fonctionner et se développer que grâce à des restrictions légales portant sur l'activité bancaire. Les marchés financiers ne sont donc qu'un artefact visant à éviter la collusion entre la banque et l'industrie, jugée dangereuse, y compris vis-à-vis de la démocratie, et moins efficace.* Nous prenons donc exactement la position inverse de celle de Black (1975) et Fama (1980) pour qui la spécificité bancaire n'est qu'apparente et ne procède que de la réglementation, tout en conservant leur référence théorique.

Ces restrictions légales ne peuvent être imposées que par le gouverne-

⁴⁸ *Oligarchies industrielles contrôlant les finances et souvent l'État.*

ment, soit de sa propre initiative, soit sous la pression des milieux industriels qui veulent ainsi éviter la tyrannie des banques et leur mainmise sur l'ensemble de l'activité du pays. Les critères à privilégier seraient donc plutôt la taille et/ou la concentration bancaire et la séparation des activités bancaires et financières⁴⁹, tous deux représentatifs de la puissance des banques.

De nombreuses études confirment cette hypothèse. Kennedy (1992) analysant l'évolution du système financier britannique depuis le début du 18^e siècle met en évidence son enracinement dans la législation. Zamagni écrit⁵⁰ à ce propos qu'il s'agit « d'un sous-produit des législations restrictives plutôt qu'une "préférence" exogène ». Tilly (1992) dans un article portant sur la période de l'industrialisation de cinq pays —Grande-Bretagne, Belgique, France, Allemagne, États-Unis— met également l'accent sur les contraintes politiques : restrictions vis-à-vis du marché financier en Allemagne, vis-à-vis des banques aux USA. Ce dernier cas, étudié par White (1992) est évidemment le plus net ; il montre en particulier l'impact de la loi de 1864 et son maintien dans les années 30 sur l'activité bancaire. Sa conclusion⁵¹ est particulièrement intéressante et stimulante : « si les règles gouvernant l'activité bancaire et les marchés des titres étaient éliminées ainsi que la taxation des dividendes, on ne sait pas quelle forme de finance d'entreprise pourrait émerger. Une perspective historique suggère qu'une telle réforme radicale conduirait à la formation d'intermédiaires financiers géants qui pourraient devenir le principal propriétaire et créancier des entreprises ». C'est ce que les lois anti-trust cherchent également à éviter. C'est ce qui (a) fait la puissance de l'Allemagne et du Japon.

Poussée à l'extrême, cette interprétation conduirait à penser que le mouvement actuel de libéralisation - déréglementation profitera plus aux banques qu'aux marchés, contrairement à l'opinion largement répandue.

III - En guise de conclusion : une classification linnéenne⁵² des systèmes financiers

Derrière toutes ces typologies se trouve implicitement posée la question de l'évolution des systèmes financiers. Est-elle exogène —stades successifs ou politique volontariste— comme dans l'approche évolutionniste unilinéaire et dans une moindre mesure dans le modèle de type Mc Kinnon-Shaw concer-

49 Cf. G. Nardozzi (1992), p. 254 et M. Aglietta et P. Moutot (1993) qui retiennent ces critères.

50 (1992), p. 4.

51 (1992), p. 177.

52 Linné (Carl Von) est un médecin et un botaniste, auteur de la nomenclature universellement employée désignant tout être vivant par deux noms latins : le premier donne le genre, le second, l'espèce.

nant les pays en développement, ou endogène — déterminée par les interactions avec le système productif ou/et politique comme dans la typologie néo-institutionnaliste ? La vision exogène met l'accent sur la vie propre des systèmes financiers, leur croissance autonome. Elle est certes excessive car souvent caricaturale, mais elle a le mérite de souligner le côté « vivant », évolutif des systèmes financiers. En revanche, la vision endogène, peut parfois donner l'impression d'une trop grande indétermination dans le choix des différents systèmes ou inversement d'une trop forte corrélation avec le système productif ou politico-institutionnel. A l'extrême, les différentes formes de systèmes financiers sont considérées comme parfaitement substituables, négligeant ainsi leur forte inertie.

Nous proposons, à titre de synthèse, un modèle intermédiaire que l'on

Tableau 5
La classification linnéenne des systèmes financiers

| GENRE ⁵³ | ESPECE | SOUS-ESPECE | PARTICULARITES ⁵⁴ | EXEMPLES |
|---------------------|-------------------------------------|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| Système financier | • Fondé sur la banque | • Administré | • (S) Domination Etat centralisé ----- • (W) Domination gouvernement libéral | PVD ex éco. socialistes F (avant) J (avant) éco. d'endettement |
| | | • Libéralisé | • (W) Domination institutions financières ----- • (S) Concurrence des marchés | RFA F, J (actuels) |
| | • Fondé sur les marchés de capitaux | • Réglementé | • (S) Forte réglementation ----- • (W) Faible réglementation | USA (avant) éco. de marché fin. GB (avant) |
| | | • déréglementé | | USA (actuels) GB (actuelle) |

53 Le genre système financier appartient à la famille des systèmes et structures économiques.

54 S : forme forte (strong) ; W : forme faible (weak).

peut qualifier de linnéen mettant l'accent, comme en biologie, sur des espèces et des sous-espèces, appartenant à un genre commun. Ces espèces, ou sous-espèces, peuvent avoir des particularités qui ne présentent pas un niveau de différence suffisant ou qui n'ont pas un caractère durable ou stable pour constituer une autre espèce. Les espèces de systèmes financiers sont vivantes, se développent et peuvent disparaître. Elles gardent toujours les signes distinctifs de leur catégorie, quelle que soit leur évolution - propriété de résilience - ; elles peuvent cependant connaître des mutations, surtout au niveau des sous-espèces, mais les signes de l'espèce demeurent — persistance historique. Une espèce de système financier peut exceptionnellement être remplacée par une autre, mais dans un temps long. Le facteur principal d'évolution, l'équivalent de l'environnement en biologie, serait l'ensemble des contraintes légales.

Sur le plan taxinomique, ce tableau est une synthèse des deux grandes variétés de typologie étudiées ; il reprend la distinction fondamentale entre système fondé sur la banque et système fondé sur le marché qu'il nuance par la prise en compte de la nature administrée ou libéralisée du système bancaire. Distinction que l'on retrouve pour les deux sous-espèces de système financier fondé sur les marchés. La déréglementation des marchés est l'équivalent de la libéralisation des conditions de crédit. C'est un véritable changement structurel correspondant à la suppression des barrières entre la banque et la finance de marché et à l'extension de la sphère du marché à la gestion des risques et même aux conditions (marchéisation) et à l'activité (titrisation) bancaires⁵⁵.

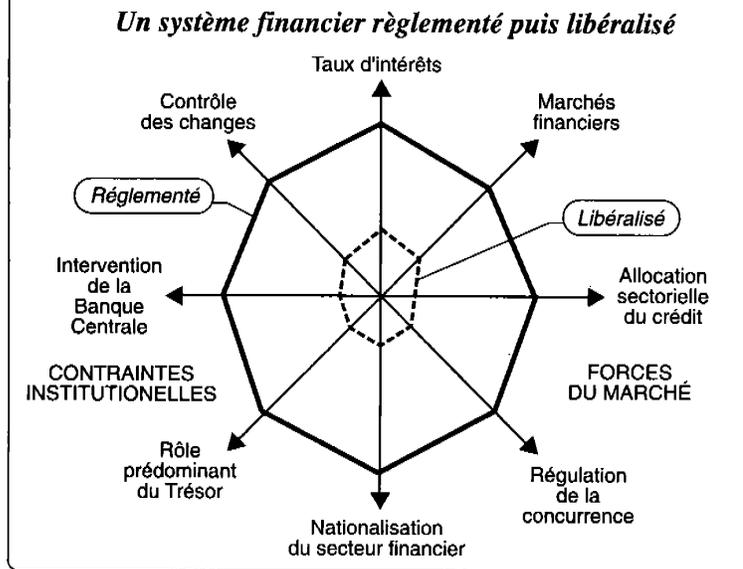
223

Cette classification⁵⁶ permet de caractériser l'évolution du système financier français de manière beaucoup plus modeste mais réaliste comme le passage d'un système financier fondé sur la banque et administré à un système financier qui reste fondé sur la banque mais libéralisé et non d'une économie d'endettement à une économie de marchés de capitaux. Finalement, l'économie d'endettement, et dans une moindre mesure l'économie de marché financier, apparaissent comme des cas particuliers et non des catégories générales.

⁵⁵ T. Rybczynski considère également que ces modifications changent la nature du système financier qualifié comme strong market-oriented.

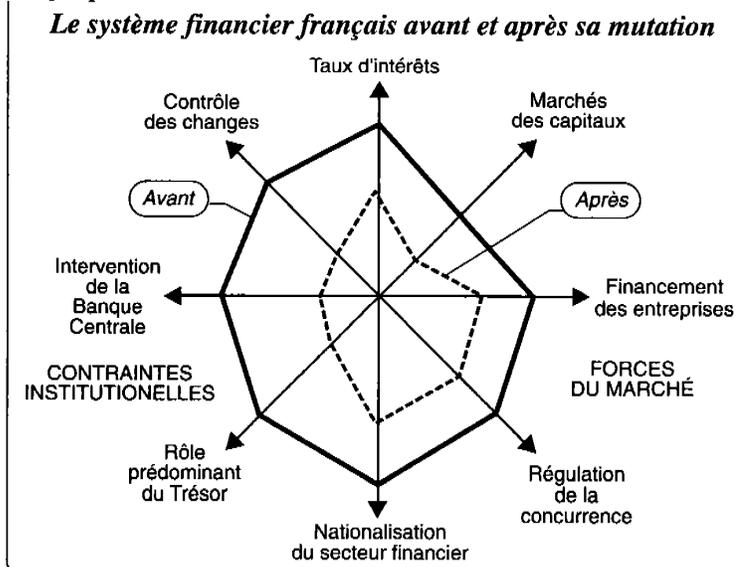
⁵⁶ Cette présentation appelle évidemment des vérifications et des analyses complémentaires qui sont en cours.

Graphique 1



224

Graphique 2



RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aglietta M., Coudert V., Mojon B., «Crédit et dynamiques économiques», document de travail 93-02, CEPII, mai 1993.
- Aglietta M., Moutot P., «L'évolution des structures financières des grands pays et la prévention du risque de système dans l'union économique et monétaire», *Cahiers économiques et monétaires*, Banque de France, 1993, n. 41, pp. 55-81.
- Aoki M., Dosi G., «Corporate organization, finance and innovation», in V. Zamagni (1992), pp. 35-61.
- Aoki M., Gustafsson B. et Williamson O.E. (ed), *The firm as a nexus of treatises*, Sage publications, London, 1990.
- Berglöf E., «Capital structure as a mechanism of control : a comparison of financial systems», in AOKIM., GUSTAFSSON B. et WILLIAMSON O.E. (1990), pp.237-262.
- Black F., «Banking and interest rates in a world without money», *Journal of bank research*, autumn 1970, pp. 9-20.
- Cameron R., *Banking in the early stages of industrialization*, Oxford University Press, New York and London, 1967.
- Cameron R. (ed), *Banking and economic development*, Oxford University Press, New York, 1972.
- Chandler A.D., *The visible hand : the managerial revolution in american busines*, Harvard University Press, Cambridge, 1977.
- Chevalier - Farrat T., «Pourquoi des banques ?», *Revue d'économie politique*, 102 (5), sept-oct. 1992, pp. 633-685.
- Chouraqui J.C., «Déficit budgétaire, croissance monétaire et éviction financière», *Banque*, n° 441, juillet-août 1984, pp. 763-774.
- Christensen L. J., «The role of finance in national system of innovation», in LUNDVALL B. A. (1992), pp. 146-168..
- Conti G., «Alternative financial systems in industrial economies, 1970-1985», in ZAMAGNI V. (1992), pp. 207-246.
- Courbis B., «Peut-on parler de désintermédiation en France ?», *Economie et Humanisme*, mars-avril 1987.
- Drake P., *Money, finance and economic development*, New York, Wiley and sons, 1980.
- Dosi G., «Finance, innovation and industrial change», *Journal of economic behavior and organization*, vol. 13, 1990, p. 299.
- Fama E., «Banking in the theory of finance», *Journal of Monetary Economics*, 6, janvier 1980, pp. 39-57.
- Fama E., «What's different about banks ?», *Journal of Monetary Economics*, 15, janvier 1985, pp. 29-40.
- Fisher J., «The debt-deflation theory of great depression», *Econometrica*, 1, octobre 1933, pp. 337-357.
- Freeman C., Soete L., *Technical change and full employment*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

- Fry M., *Money, interest and banking in economic development*, John Hopkins, 1988.
- Fry M., «Financial development : theories and recent evidence», *Oxford review of economic policy*, 5, hiver 1989, p. 13-28.
- Gerschenkron A., *Economic backwardness in historical perspective*, Harvard University Press, Cambridge, 1962.
- Germidis D., Kessler D., Meghir R., *Systèmes financiers et développements : quel rôle pour les secteurs financiers formel et informel?*, publications de l'OCDE, Paris, 1991.
- Gertler M., «Financial structure and aggregate economic activity : an overview», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 20, n° 3, août 1988, part 2, pp. 559-588.
- Goldsmith R.W., «Financial structure and economic growth in advanced countries», in : National bureau committee for economic research, *Capital formation and economic growth*, Princeton, University Press, 1955.
- Goldsmith R.W., *Financial structure and development*, Yale University Press, New Haven and London, 1969.
- Goux J. F., «L'économie régionale d'endettement», *Revue d'Economie Régionale et Urbaine*, n° 3, 1988, pp. 463-477.
- Goux J. F., «Les fondements de l'économie de découvert», *Revue Economique*, vol. 41, n° 4, juillet 1990, pp. 669-686.
- Goux J. F., *Economie monétaire et financière*, Economica, 1993.
- Goux J. F., Jacoud G., Ndoumbe D., Normand M., *La politique des établissements de crédit en matière de prévention du surendettement des ménages*, rapport pour le Conseil de la Recherche du Ministère de la Justice, décembre 1993.
- Gupta K.L., *Finance and economic growth in developing countries*, London, Croom Helm, 1984.
- Gurley J., Shaw E., «Financial aspects of economic development», *American Economic Review*, 45, septembre 1955, pp. 515-538.
- Gurley J., Shaw E., *Money in a theory of finance*, The Brookings Institutions, Washington DC, 1960 ; traduction française : *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Cujas, 1973.
- Gurley J., Shaw E., «Financial structures and economic development», *Economic development and cultural change*, , 1967, IV : n. 3, pp. 257-268.
- Hawtrey R., *Currency and credit*, Londres, 1919, traduction française : *La circulation monétaire et le crédit*, Sirey, 1935.
- Hawtrey R., «The trade cycle» (1926) *Readings in Business Cycle Theory*, pp. 330-349, Homewood, Irwin, 1951.
- Hicks J., *The crisis in keynesian economics*, Basic books, 1974, traduction française : *La crise de l'économie keynésienne*, Fayard, 1988.
- Hugon Ph., «Incertitude, précarité et financement de proximité : le cas des économies africaines», Communication au *Colloque Jacques Cartier*, Lyon, décembre 1993.
- Imai K., «Japan's financial system and industrial innovation», in ZAMAGNI V. (1992), pp. 180-203.
- Kennedy W. P., «Historical patterns of finance in Great Britain : a long run view», in ZAMAGNI V. (1992), pp. 125-157.

- King R.V., Levine R., «Financial intermediation and economic development», in *Capital markets and financial intermediation*, ed. by C. MAYER et X. VIVES, CEPR, Cambridge university press, Londres, 1992.
- King R.V., Levine R., «Finance, entrepreneurship and growth : theory and evidence», *Journal of monetary economics*, vol. 32, 1993, p. 513-542.
- Lacoue-Labarthe D., «L'organisation de systèmes bancaires sûrs et efficaces en Europe centrale et orientale», *Cahiers économiques et monétaires*, Banque de France, n° 41, 1993, pp. 93-111.
- Lagayette Ph., *Les perspectives du financement de l'économie française*, Rapport au Commissariat Général du Plan, 1987.
- Lundvall B. A. (ed), *National system of innovation, toward a theory of innovation and interactive learning*, Pinter publishers, Londres, 1992.
- Mc Kinnon R. I., *Money and capital in economic development*, Washington DC, Brookings Institutions, 1973.
- Mc Kinnon R. I., *The order of economic liberalization : financial control in the transition to a market economy*, John Hopkins University Press, Baltimore, 1991.
- Modigliani F., Miller M., «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, 48, juin 1958, pp. 261-297.
- Nardozzi G., «National specificities and current tendencies in financial systems», in ZAMAGNI V. (1992), pp. 247-263.
- Ocde, *Les systèmes nationaux de financement de l'innovation*, document en diffusion restreinte n° DSTI/STP/TIP(93)3/REV1, 1993.
- Patrick H.T., «Financial development and economic growth in underdeveloped countries», *Economic development and cultural change*, 1966, vol. 14, n° 2.
- Pitiot H., «Intermédiation financière : incitation et coordination», Communication à la Table Ronde : *Système financier et évolution du système productif*, 5 novembre 1993, Lyon.
- Renversez F., «Finance directe ou finance indirecte, systèmes financiers comparés», *Journal des Caisses d'Épargne*, juillet 1986.
- Renversez F., «Financement de l'industrie et systèmes financiers comparés», *Traité d'économie industrielle*, chap. 9, section 8, Economica, 1988.
- Renversez F., *Éléments d'analyse monétaire*, Dalloz, 2ème édition, 1991.
- Rosa J.J., Diestch M., *La répression financière*, Bonnel, 1981.
- Rybczynski T.M., «Business finance in the EEC, USA and Japan», *The Three Bank Review*, 1974, n. 3, pp. 58-72.
- Rybczynski T.M., «Industrial finance system in Europe, US and Japan», *Journal of economic behavior and organisation*, 1984, V, pp. 276-280.
- Rybczynski T.M., «Financial systems, risk and public policy», *The royal bank of scotland review*, 1985, n. 148, pp. 35-45.
- Saint-Etienne C., *Financement de l'économie et politique financière*, Hachette, 1990.
- Schumpeter J.A., *The theory of economic development*, Oxford University Press, London, 1934.
- Shaw E., *Financial deepening in economic development*, Oxford University Press, 1973.
- ST Hill R.L., «Stages of banking and economic development», *Savings and*

- development*, n° 1, 1992, XVI, pp. 5 - 20.
- Thornton J., «The financial repression paradigm : a survey of empirical research», *Savings and development*, n° 1, XV, 1991, p. 5-17.
- Thornton J., «Financial deepening and economic growth : evidence from asian economies», *Savings and development*, n° 1, XVIII, 1994, p. 41-51.
- Tilly R., «Financial history in the age of industrialization : a selective survey», in ZAMAGNI V. (1992), pp. 65-90.
- Tobin J., «Commercial banks as creators of money», in CARSON D. (ed.), *Banking and monetary studies*, Homewood, Ill., R.D.Irwin, 1963.
- White E.N., «The effects of bank regulation on the financing of american business, 1860-1960», in ZAMAGNI V. (1992), pp. 158-179.
- Williamson O., *Market and hierarchies : analysis and antitrust implications*, The free press, New York, 1975.
- Zamagni V. (ed), *Finance and the enterprise*, Academic press limited, Londres, 1992.
- Zysman J., *Governments, markets and growth, Financial systems and the politics of industrial change*, Cornell University Press, Ithaca, N. Y., 1983.