



ÉDITORIAL

SERVANE PFISTER *

Dans ce numéro 81 de la *Revue d'économie financière* consacré, pour la plus grande partie, au fonctionnement des systèmes bancaires et financiers, nous avons souhaité laisser une large place à la jeune recherche en économie financière. En effet, la *REF* renoue ici avec l'une de ses traditions, qui est de favoriser et stimuler la recherche économique en publiant les travaux de jeunes chercheurs, comme en attestait déjà le numéro 49, publié en 1998 et dédié à la publication de la jeune recherche en économie financière.

Alors que l'intégration monétaire européenne est accomplie, que l'intégration financière est en marche, que la globalisation des marchés financiers ne fait plus de doute, que l'internationalisation des grands groupes, y compris bancaires, est presque inéluctable, nous avons voulu consacrer la majeure partie de ce numéro au fonctionnement des systèmes bancaires et financiers, afin de mieux saisir les évolutions en cours.

Ainsi, une première série d'articles est consacrée à l'analyse des systèmes bancaires dont la situation concurrentielle a connu d'importants bouleversements, tels que globalisation et intégration économique, déréglementation, mutation technologique sans précédent et consolidation croissante du secteur... Dans ce contexte, Michel Boutillier, Jimmy Gaudin et Stéphanie Grandperrin analysent l'impact de l'UEM, et des initiatives libéralisatrices qu'elle implique, sur la structure et les conditions de concurrence du marché bancaire européen. Selon cette

* Secrétaire général de la rédaction de la *Revue d'économie financière*.



étude, et contrairement à certaines autres, la situation du secteur bancaire européen serait relativement concurrentielle, et ceci malgré les récents mouvements de concentration. La libéralisation institutionnelle, technologique et fonctionnelle des systèmes financiers compenserait l'accroissement des pouvoirs de marché lié aux consolidations et à la persistance de barrières à l'entrée.

La structure concurrentielle du marché bancaire n'est pas le seul défi que doivent relever aujourd'hui les banques. L'évolution de la technologie implique autant de mutations que les métiers de la banque doivent entreprendre. En 1990, le Conseil national du crédit et du titre publiait un rapport évaluant la situation technologique du système bancaire et financier français ; 15 ans après, Hervé Sitruk revient sur cette analyse. Non seulement, le contexte technologique international est très différent et les métiers bancaires ont, d'ores et déjà, connu d'importantes mutations technologiques, mais le contexte monétaire et financier européen et mondial a radicalement évolué. Bien évidemment, depuis 1990, les évolutions réglementaires, le passage à l'euro et à l'an 2000, la plus grande spécialisation des banques poussant le système vers la banque industrielle, les nouvelles technologies de l'information et de la communication sont autant de facteurs qui ont contribué au maintien à un haut niveau de l'investissement technologique bancaire. Toutefois, les disparités européennes des systèmes interbancaires, des comportements d'agents non financiers, des réglementations restent une réalité. Ces éléments dissuasifs ont fortement limité l'investissement bancaire en matière de conquête du marché européen de détail principalement, en dépit de la monnaie unique. Malgré leur position de leader en matière de technologie, l'échec des solutions Internet à la fin des années 2000, a donné un coup d'arrêt à l'expérimentation technologique de la banque en France. Aujourd'hui, les grands défis, en matière technologique, restent la maîtrise des coûts et de la sécurité informatiques, l'eupéanisation des systèmes d'information et des systèmes interbancaires et la poursuite de la modernisation et de l'industrialisation du processus bancaire.

Le développement des marchés financiers et l'évolution de l'allocation des ressources que cela implique sont également des changements auxquels les systèmes bancaires doivent s'adapter. Le débat sur la désintermédiation et l'évolution du système financier vers un système essentiellement basé sur les marchés des capitaux n'est pas nouveau. Cependant, la grille de lecture du *Market based vs Bank based system* est peut-être erronée, étant donné la très forte hétérogénéité des modes de financement des entreprises et le poids croissant des grands groupes bancaires multispécialisés sur les marchés de capitaux. Doit-on légitimement penser que l'homogénéisation des systèmes financiers



conduit à la prédominance du système financier anglo-saxon ? D'aucuns ont mis en évidence les risques d'une telle dérive, les banques étant mieux équipées que le marché pour réduire les asymétries d'information et effectuer des transferts intergénérationnels de richesses et de risques. Ont-ils raison de s'inquiéter ? C'est à cette question que tente de répondre Dhafer Saïdane, en montrant, tout d'abord que la notion même de *Market based system* anglo-saxon est erronée, puisque l'intermédiation interbancaire y reste forte, notamment sur les marchés obligataires. De plus, les importantes interventions de grands groupes bancaires multispécialisés sur les marchés viennent brouiller la distinction *Market based* vs *Bank based*. Le développement des marchés financiers, principalement européens, ne pourrait pas ainsi s'envisager au détriment du développement des intermédiaires financiers.

Enfin, la libéralisation financière a pu être à l'origine de crises bancaires importantes, notamment dans les pays en voie de développement. Le capital social peut alors venir réduire ce risque et favoriser le développement financier. Selon une littérature récente, un niveau élevé de confiance (ou de capital social) dans l'économie a un effet positif sur le développement financier et la croissance économique. En effet, le contrat financier entre le créancier et le débiteur exige un certain degré de confiance entre les agents. Lobna Bousrih et Mohamed Trabelsi analysent ainsi les liens existant entre libéralisation financière et crises bancaires, en particulier l'influence de la qualité de l'environnement institutionnel ou le degré de confiance sur ces phénomènes. Ainsi, moins l'environnement institutionnel serait développé, plus la libéralisation financière aurait de chances de conduire à une crise bancaire. En revanche, un degré élevé de confiance limiterait les effets nuisibles de la libéralisation financière et favoriserait le développement économique et financier.

Systèmes bancaires et financiers sont étroitement liés. Ainsi, une seconde série d'articles s'attache à analyser le fonctionnement des marchés financiers et le comportement des agents y intervenant.

L'analyse traditionnelle de l'évolution des cours boursiers repose sur de fortes hypothèses, telles que l'efficacité des marchés. Avant de poser la question de la pertinence de cette hypothèse, Alexander Sangare tente ici de présenter une typologie générale de l'abondante littérature liée à la théorie de l'efficacité des marchés. Un siècle après la publication de la thèse de Bachelier, cette théorie a connu un développement prodigieux au cours des dernières décennies au point de rendre floues les frontières entre les disciplines mathématique, économique, managériale et psychologique. La typologie générale proposée ici classe les recherches dans ce domaine en trois paradigmes : l'efficacité informationnelle, l'efficacité fondamentale et l'efficacité allocationnelle. Bien que n'étant



pas indépendants, ces paradigmes correspondent à des approches différentes pour répondre à une même question : les marchés financiers sont-ils efficaces ?

La finance moderne repose ainsi sur les hypothèses de rationalité des comportements des agents et de représentation des cours boursiers par la loi normale. Cependant, les investisseurs ne sont pas toujours rationnels, comme le montre la finance comportementale, et les facteurs présidant à la formation des cours boursiers pas toujours indépendants. Ainsi, depuis une quinzaine d'années, certains remettent en cause l'hypothèse de normalité et apportent des arguments en faveur de la nature chaotique déterministe des marchés d'actions. Jean Matouk et Jean-Louis Monino s'intéressent ici à la nature du marché de Paris. À l'aide des coefficients de Hurst, de kurtosis et des exposants de Lyapunov, ils concluent que la série n'est pas gaussienne, remettant en cause les techniques de gestion fondées sur cette hypothèse. La nature du marché de Paris serait donc chaotique déterministe.

L'évolution des cours boursiers est ponctuée d'accidents et de bulles spéculatives, dont la dernière manifestation remonte au début des années 2000. L'éclatement de la bulle « Internet » a souvent été mis en parallèle avec la crise de 1929. Patrick Bisciari et Alain Durré analysent ainsi ces événements suivant une perspective historique en comparant certains aspects des bulles financières de 1929 et de 2000, notamment des variations substantielles des cours en termes réels sur les marchés d'actions de New York, à la hausse puis à la baisse. Trois différences majeures ressortent dans le cas de la bulle Internet par rapport à celle de 1929. Premièrement, si la hausse des cours réels a duré plus longtemps et a été d'une ampleur plus importante, la correction subséquente a été bien moins impressionnante. Deuxièmement, l'effondrement des bénéfices réels par action a contribué à porter le rapport cours-bénéfice (P/E) à des sommets historiques. Troisièmement, le P/E a donné un signal plus précoce et plus intense de surévaluation exubérante et, 4 ans après le point haut atteint par le S&P 500, une surévaluation semble toujours présente.

À l'origine de l'évolution des cours boursiers, les comportements spéculatifs ou court-termistes ont souvent été mis en cause. Cependant, d'autres types d'agents, tels que les gestionnaires de fonds, les entreprises lors d'offres publiques, voire les analystes financiers dont l'influence sur le cours des entreprises est loin d'être neutre, interviennent sur les marchés financiers. Il est intéressant d'analyser les comportements de ces agents afin de mieux comprendre le fonctionnement de ces marchés.

Concernant la gestion de portefeuille, il existe différents types de gestion qu'il est important d'analyser. L'exemple de la multigestion montre l'importance de savoir s'il existe réellement des styles de gestion



pouvant différencier les pratiques des gérants. Catherine Aaron, Isabelle Bilon, Sébastien Galanti et Yamina Tadjeddine proposent une classification et une analyse des styles de gestion fondées sur un questionnaire adressé aux gérants d'OPCVM. Ils caractérisent six styles (indiciel, *stock picking*, quantitative, *growth*, *value* et sectoriel) en fonction de l'existence d'un indice de référence (*benchmark*), du rôle de ce *benchmark* dans la gestion et de la logique de sélection des titres. Les résultats montrent que les fonds ayant un même style ont des caractéristiques homogènes, et distinctes des fonds ayant des styles différents. Ainsi, ces styles de gestion pourraient expliquer les performances des différents fonds.

Côme Segretain analyse, quant à lui, les facteurs expliquant le niveau des primes d'offres publiques offertes, en confrontant les avancées de la littérature aux résultats obtenus. Trois domaines de causalité sont dégagés : les gains de l'opération pour l'offreur, le processus d'enchères, les conflits d'agence. Il apparaît que la prime est fortement corrélée au potentiel de progression du titre signalé par les analystes. Mais ni les notions de prime de contrôle et de synergies, ni le mode de paiement de l'opération ne semblent avoir d'impact net. La compétition entre offreurs est également une variable fondamentale sur le niveau de la prime. Si elle déclenche des enchères, la prime s'apprécie considérablement. En revanche, ni le prépositionnement de l'offreur au capital de la cible, ni l'accord des dirigeants de la cible ne permettent de réduire la prime. Enfin, la taille de la cible est significativement et négativement corrélée avec la prime.

Éric Bayle, Marc Schwartz posent, en conclusion de ce dossier, la question du rôle des analystes financiers. Avec l'éclatement de la bulle Internet et les divers scandales financiers autour de grands groupes internationaux, l'analyse financière a fait l'objet de nombreux reproches. Cet article détaille les divers aspects du métier et du rôle des analystes financiers, ainsi que leur influence sur les marchés et les conflits d'intérêts auxquels ils sont confrontés.

Les dernières pages de ce numéro sont consacrées - outre un article de Bertrand Chopard sur l'économie du droit de la faillite - aux expériences originales de gestion du taux de change, que ce soit dans un pays en développement comme l'Argentine, mais également dans de petites économies très ouvertes telles que Hong-Kong et Singapour.

Émilie Laffiteau et Jean-Marc Montaud tentent d'explorer, à travers l'expérience récente de l'Argentine, le lien entre les mécanismes imposés par le système de *Currency Board* et les modes d'ajustements macro-économiques, notamment sur le marché du travail. Trois groupes de simulations sont ainsi présentés pour retracer les différentes conditions



économiques qu'a pu connaître l'Argentine à la fin des années 1990 : un scénario de renforcement des politiques d'austérité, un scénario de crises financières et un scénario de renforcement des processus d'intégration régionale avec les pays voisins. Chacune de ces simulations montre alors comment réagit l'économie argentine dans un contexte où les mécanismes monétaires sont contraints par le *Currency Board*.

En complément de ce premier article, Stéphane Colliac propose un second article sur l'Argentine qui concerne, non pas la gestion du *Currency Board*, mais le phénomène, assez atypique, d'émission de monnaies provinciales parallèles qu'a connu ce pays à partir de juillet 2001. Cette émission découle de l'imparfaite organisation du fédéralisme budgétaire argentin. Dans ce cadre, la séparation des pouvoirs entre l'État et les provinces est déséquilibrée. Le pouvoir excessif des provinces se traduit par une concurrence monétaire récurrente qui affaiblit la monnaie nationale et qui n'est que le reflet d'un éclatement institutionnel. Les bons monétaires, émis par les provinces, ont assuré une fonction partielle de moyens de paiement. D'aucuns ont pu voir dans les monnaies parallèles, la solution pour définir le nouveau régime monétaire. Toutefois, la viabilité du nouvel ordre monétaire serait, selon l'auteur, mieux assurée avec une réduction des incohérences institutionnelles du fédéralisme argentin.

14

Enfin, selon certains économistes, en raison de la libéralisation des mouvements de capitaux et de la globalisation financière, les petites économies ouvertes devraient choisir une solution dite « en coin » : un taux de change irrévocablement fixe ou un taux de change flottant. Reste à déterminer quel régime est plus approprié aux petites économies ouvertes de l'Asie. Pour répondre à cette question, Hua Cheng présente les expériences de *Currency Board* de Hong-Kong et de Singapour sur le long terme, et en particulier pendant la crise financière asiatique. Il ressort de l'étude que le système de change flexible, mais géré, de Singapour a été plus performant que le *Currency Board* de Hong-Kong.