

PRESSES
UNIVERSITAIRES
DE FRANCE

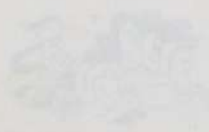
Pierre Llau

Économie financière publique

Économie financière publique

PIERRE LÉVY

Économie
financière
publique



MINISTÈRE DES FINANCES



80R
117749

THÉMIS

COLLECTION DIRIGÉE PAR MAURICE DUVERGER



THÉMIS ÉCONOMIE

SOUS LA DIRECTION DE M. DUVERGER ET J.-CL. CASANOVA

PIERRE LLAU

Professeur à l'Université de Paris X-Nanterre

Économie financière publique

Éditeur : Presses universitaires de France

Édition :

Date édition : 1976

Description : 340 p. ; graph.

Collection : Thémis, Économie

Nombre d'éditions révisées : 1

Marque en place

Non conforme



PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

DL - 1 AOUT 96 30039

*Pour A. M.,
à qui je dois ce livre.*

ISBN 2 13 047774 7

Dépôt légal — 1^{re} édition : 1996, juillet

© Presses Universitaires de France, 1996
108, boulevard Saint-Germain, 75006 Paris

Sommaire

INTRODUCTION	11
 PREMIÈRE PARTIE SYSTÈMES FINANCIERS ET CENTRES DE DÉCISION FINANCIERS PUBLICS	
CHAPITRE PREMIER. — Les composantes	19
1 / <i>Agents et secteurs</i>	19
La distinction Agents non financiers - Intermédiaires financiers	19
La catégorisation financière des centres de décision publics	21
2 / <i>Activités, opérations et réseaux d'actifs</i>	23
Opérations financières et actifs financiers	23
A / La distinction actifs tangibles - actifs financiers	23
B / Les typologies d'actifs financiers	24
Les réseaux financiers	27
A / La typologie basée sur la nature des actifs financiers utilisés ...	27
B / La typologie basée sur les unités directrices des réseaux de rela- tions	30
Les activités financières publiques	32
3 / <i>Structures et systèmes</i>	33
Les partitions essentielles	33
A / Le système financier interne	34
B / Le système financier externe	34
Le système financier public	41

4 / Types d'économie financière : systèmes basés sur le marché et systèmes basés sur la banque, économies de marchés et économies d'endettement	43
Systèmes basés sur le marché et systèmes basés sur la banque	44
A / Les étapes du développement des systèmes financiers	44
B / Systèmes financiers, mutations industrielles et innovation	46
Économies de marchés financiers et économies d'endettement	48
A / Les critères de distinction	49
B / Une schématisation de la distinction	54
 CHAPITRE 2. — Les méthodes de quantification	65
1 / Les systèmes financiers publics dans les comptes financiers de la nation	65
Origine et conditions d'élaboration des comptes	66
Problèmes méthodologiques d'élaboration des comptes financiers	70
A / Les unités et secteurs institutionnels	70
B / Les opérations	72
C / Les comptes, tableaux et agrégats	74
La méthodologie française d'élaboration des comptes	75
A / Les unités et secteurs institutionnels	76
B / Les opérations	80
C / Les comptes, tableaux et agrégats	84
D / Système financier public et administrations publiques dans les comptes financiers	101
2 / Les systèmes financiers publics dans la comptabilité financière publique	108
Les activités financières publiques dans la comptabilité budgétaire	108
A / Les lois de finances prévisionnelles (loi initiale et lois rectificatives)	109
B / Les lois de finances rétrospectives (lois de règlement)	110
Les activités financières publiques dans la comptabilité générale de l'État de type patrimonial	111
A / La comptabilité générale de l'État	112
B / Le bilan de l'État	120
Les situations comptables et statistiques	124
A / Les situations du Trésor	124
B / Le compte général de l'administration des Finances	137
Les correspondances comptables entre comptabilité financière publique et comptes financiers de la nation	143
Les activités financières publiques dans la comptabilisation du Conseil national du Crédit	149

3 / <i>L'évolution des méthodes de quantification</i>	158
Le point de départ : les indicateurs de structure financière	158
A / L'ANIR	159
B / Le FIR	161
C / L'utilisation de l'ANIR et du FIR	163
Le développement : l'analyse structurale des modèles macroéconométriques financiers quantitatifs	164
A / L'analyse matricielle et la théorie des graphes	164
B / L'analyse des modèles macroéconométriques quantitatifs	169
 DEUXIÈME PARTIE	
 LES NOVATIONS CONTEMPORAINES DES SYSTÈMES FINANCIERS PUBLICS	
CHAPITRE 3. — <i>L'intermédiation financière publique</i>	175
1 / <i>La spécificité analytique des intermédiaires financiers</i>	175
Le point de départ de l'analyse	176
A / Les analyses de J. Gurley et E. Shaw et de la <i>new view</i>	176
B / Les effets de l'activité des intermédiaires financiers	180
C / Le débat unité ou dualité du processus d'intermédiation	184
Le renouvellement de l'analyse	196
A / Les intermédiaires financiers collecteurs et gestionnaires d'information en situation de risque	199
B / Les intermédiaires financiers fournisseurs d'un service de liquidité en situation d'information imparfaite	207
C / Quelques propos d'étape	215
2 / <i>Le particularisme de l'intermédiation financière publique</i>	220
Le particularisme analytique	220
Le particularisme opératoire	226
CHAPITRE 4. — <i>Innovations financières publiques et évolution du système français</i>	231
1 / <i>Les fondements de la novation du système financier public français</i>	231
Les éléments de base de l'analyse de l'innovation financière	232
A / Le point de départ de l'analyse	233
B / Le développement de l'analyse	234

Les spécificités caractéristiques de l'innovation financière publique	246
A / Le développement des innovations financières publiques	247
B / Les spécificités instrumentales du caractère public de l'intermé- diation	261
2 / <i>La novation en pratique : une décennie d'évolution du système financier public en France</i>	266
La pluralité des fonctions du Trésor animateur du système financier public	267
A / Le Trésor « personnification financière » de l'État	267
B / Les fonctions du Trésor	270
La nouvelle dette publique	271
A / Les principes de base de la réforme de la dette publique	272
B / Les nouvelles modalités des appels de l'État sur les marchés financiers	274
C / Les valeurs du Trésor ou les titres publics français	277
D / Les techniques de gestion active de la dette publique	285
E / Les intervenants sur la dette publique et le rôle des spécialistes . .	288
F / Le marché secondaire des valeurs du Trésor	293
G / Les marchés à terme et optionnel de valeurs du Trésor	299
Annexe I	303
Annexe II	308

TROISIÈME PARTIE

LES MODÉLISATIONS DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES PUBLIQUES

CHAPITRE 5. — Les modélisations analytiques : les stratégies de financement des soldes budgétaires et leurs incidences	313
1 / <i>L'analyse originelle des modalités de financement des soldes budgétaires : de la politique budgétaire « pure » à l'introduction de la contrainte budgétaire publique</i>	314
L'analyse traditionnelle de la politique budgétaire et de la politique monétaire « pure »	315
A / La politique budgétaire pure	315
B / La politique monétaire pure	317

Les limites de l'analyse traditionnelle et l'exigence d'introduction d'une contrainte budgétaire publique	319
A / Les limites de l'analyse traditionnelle	319
B / L'introduction d'une contrainte budgétaire publique	320
2 / <i>Le débat emprunt / création monétaire : effets d'entraînement versus effets d'éviction</i>	321
Le point de départ de l'analyse : effets d'entraînement et effets d'éviction	322
A / Les effets d'entraînement et (ou) d'éviction financiers « transaction »	322
B / Les effets d'entraînement et (ou) d'éviction financiers « portefeuille »	326
Le développement de l'analyse : entraînement et éviction, des controverses théoriques aux vérifications empiriques	332
A / Les controverses théoriques	332
B / Les vérifications empiriques	341
3 / <i>Le débat emprunt/impôt : l'équivalence ricardienne et sa portée</i>	363
Le point de départ de l'analyse : de l'équivalence ricardienne aux controverses « traditionnelles » sur la charge réelle de l'emprunt	363
A / L'analyse de D. Ricardo	364
B / Les controverses théoriques traditionnelles	365
L'équivalence ricardienne : de l'analyse de R. J. Barro aux vérifications empiriques	370
A / L'analyse de Barro et les controverses théoriques	371
B / Les vérifications empiriques	385
4 / <i>Le débat création monétaire/impôt : déficit, neutralité et superneutralité monétaire</i>	392
Le point de départ de l'analyse du financement du déficit par création monétaire : de la neutralité à la superneutralité de la monnaie	393
A / Les concepts de base	393
B / Les premiers travaux : l'absence de superneutralité via les effets Tobin-Mundell	394
Le développement de l'analyse du financement du déficit par création monétaire : les conditions de superneutralité de la monnaie	397
A / La superneutralité en régime d'état stationnaire	398
B / La superneutralité sur le sentier de transition vers l'état stationnaire	399
5 / <i>La soutenabilité et l'efficacité de la politique budgétaire stabilisatrice</i>	403
La soutenabilité de la politique budgétaire	404
A / L'analyse théorique de la soutenabilité	404
B / L'analyse opératoire de la soutenabilité	411

Portée et limites de la politique budgétaire stabilisatrice	421
A / Les enseignements de la macroéconomie standard « revisitée »	422
B / Les enseignements de la Nouvelle Économie classique et de la Nouvelle Économie keynésienne	425
CHAPITRE 6. — Les modélisations opératoires : l'intégration du système financier public dans les modèles de macroéconomie appliquée de l'économie française	439
1 / <i>Les modélisations opératoires intégrées du système financier public en éco- nomie d'endettement</i>	440
Les conceptions de l'intégration dans les modèles opératoires	440
A / Origines et premiers développements des modèles intégrés	441
B / Les conceptions de l'intégration des systèmes financiers dans les modélisations de l'économie d'endettement	442
L'intégration du système financier public dans les modèles opératoires	446
A / Les travaux précurseurs des années 70	446
B / Trois modélisations opératoires de référence de l'économie fran- çaise, économie d'endettement	467
C / Remarques conclusives	496
2 / <i>La novation des modélisations opératoires du système financier public en économie de marchés financiers intermédiée</i>	498
Le renouvellement des débats sur les canaux d'intégration	500
A / L'origine des débats « canal de la monnaie » <i>versus</i> « canal du crédit »	500
B / La portée analytique des débats « canal de la monnaie » <i>versus</i> « canal du crédit »	504
C / La portée empirique des débats « canal de la monnaie » <i>versus</i> « canal du crédit »	509
La modélisation du système financier français par la Banque de France	512
A / Les fondements	512
B / La logique d'ensemble	514
C / La dynamique financière	520
D / La portée de la modélisation	523
CONCLUSION	527
INDEX DES AUTEURS	531
INDEX DES MATIÈRES	541



Introduction

L'auteur de ce nouveau manuel d'*Économie financière publique* entend se placer dans la continuité des divers manuels d'Économie financière qui ont marqué la collection «Thémis : Sciences économiques» depuis près de quatre décennies. La publication en 1959, sous la responsabilité de Hubert Brochier et Pierre Tabatoni, du premier «Thémis» d'Économie financière avait marqué une étape essentielle : «l'Économie financière a maintenant droit de cité dans la science des finances» (Introduction, p. VII). C'est ce droit de cité que l'on voudrait réaffirmer ici, en revenant sur deux faits majeurs qui ont motivé la refonte substantielle d'une précédente édition de cet ouvrage : l'évolution de la discipline, la mutation des systèmes financiers.

L'évolution de la discipline nous paraît marquer au sein de l'Économie des finances publiques, une nette distanciation entre Économie publique et Économie financière publique. L'Économie des finances publiques a certes connu une relative unité, jusqu'à la fin des années 1960, sous des appellations diverses : *Economics of public finance* (ou *Public finance*) dans la littérature anglo-saxonne ; *Finanzwissenschaft* dans la littérature germanique ; *Economia finanziaria* ou *Economia della finanza pubblica* dans la littérature italienne... La France pour sa part, sous l'impulsion de l'article séminal de Jean Marchal «La nature et le contenu de l'économie financière» (substantielle préface à l'ouvrage d'Henri Krier *La charge des impôts sur l'économie*, Paris, LGDJ, 1944) avait opté pour l'appellation Économie financière, sans doute pour marquer ses distances avec l'expression Finances Publiques, apanage traditionnel des juristes. C'est de cette appellation qu'ont témoigné en leur temps les ouvrages d'Alain Barrère, ou les éditions successives de ce

« Thémis » (Henry Laufenburger ayant opté pour sa part dès 1956 pour l'intitulé *Théorie économique des finances publiques*).

La distinction Économie publique/Économie financière (publique) déjà présentée dans ce manuel il y a deux décennies, nous paraît aujourd'hui plus que jamais adéquate.

Alors que l'*Économie des finances publiques* est bien la discipline englobante traduisant les motivations, conditions et significations par lesquelles les centres de décision publics assurent directement le prélèvement et l'utilisation de ressources et emplois qui sont distraits à l'initiative économique des agents privés, l'*Économie publique* et l'*Économie financière publique* paraissent être deux approches spécifiques de ces mêmes phénomènes.

L'*Économie publique*¹ met l'accent sur l'analyse des centres de décision publics appréhendés conjointement : en tant qu'agents réalisateurs d'activités économiques portant sur des actifs tangibles (production de services collectifs ou de « biens publics » par exemple, dans une approche « traditionnelle » de l'*Économie publique*) ; en tant qu'expression d'une dynamique d'ensemble de l'intervention publique, qui est devenue aujourd'hui un des foyers centraux d'affrontement des paradigmes théoriques... et plus encore des politiques économiques et sociales.

L'*Économie financière publique* insiste sur l'analyse des centres de décision publics appréhendés dans leur dimension monétaire et financière. Il s'agit bien ici encore d'un type particulier d'activité économique, mais il porte dans cette approche sur des actifs monétaires et financiers, éléments d'un champ spécifique d'intervention publique.

Cette particularisation de l'*Économie financière publique*, loin d'introduire dans l'analyse des centres de décision publics, la dichotomie du réel et du monétaire et du financier, tant combattue par ailleurs, nous paraît au contraire mettre en évidence, l'irruption des centres de décision publics dans le domaine de la Finance², en centrant la réflexion sur le Système financier public. C'est à une perspective d'analyse « intégrative » de ce système que se consacre ce manuel, ce qui implique le respect

1. Cf. sur ce sujet dans la même collection l'ouvrage d'Alain Wolfelsperger, *Économie publique*, PUF, « Thémis », 1995.

2. On entendra par Finance au sens usuel du terme, l'étude de ces objets économiques spécifiques que sont les droits financiers, c'est-à-dire les créances et dettes ou actifs et passifs monétaires et financiers. (On se rappellera à ce propos que le mot Finance aujourd'hui largement reçu dans la littérature économique – notamment anglo-saxonne – vient du vieux français *Finer*, altération de finir qui, au XIII^e siècle, signifiait mener à bonne fin, venir à bout et par là même payer ; d'où la définition classique de la Finance en tant qu'étude des processus par lesquels les opérations économiques sont menées à bonne fin par réalisation d'un paiement).

d'une double exigence : l'unité des processus de financement implique de replacer le système financier public au sein du système financier de l'économie ; la dynamique d'ensemble de l'intervention publique implique que soit spécifié le mode d'intervention propre à la dynamique des actifs monétaires et financiers publics¹.

La mutation des systèmes financiers s'inscrit dans le vaste mouvement de globalisation et de mondialisation financière qui a transformé la finance des économies de marché. Deux périodes clés balisent la transition vers les nouveaux systèmes financiers : 1979 avec le changement de politique monétaire aux États-Unis sous l'impulsion de P. Volcker, 1982 avec l'éclatement au Mexique de la première grande crise financière des pays en développement. Trois phénomènes essentiels permettent de schématiser cette mutation : déréglementation, décloisonnement et désintermédiation.

La déréglementation, mouvement multiforme que d'aucuns assimilent de fait à la libéralisation, trouve son point de départ aux États-Unis, notamment dans le secteur bancaire à l'origine le plus réglementé. La suppression de la réglementation *Q* en 1980 marque sans doute le véritable début du mouvement qui gagne très vite les principaux pays occidentaux : l'encadrement du crédit (le corset) est supprimé dès 1980 au Royaume-Uni, en France en fin 1984... Les innovations financières se mettent rapidement en place aux États-Unis avec la nouvelle politique monétaire axée sur le contrôle de la base monétaire et la libération des taux d'intérêt. Ces innovations se développent ensuite dans nombre de pays de l'OCDE, notamment en France sous l'impulsion du Trésor dès le milieu de la décennie 1980. Les marchés financiers nationaux sont pour leur part directement concernés : l'augmentation du coût du crédit bancaire provoque un envol de la finance directe et un développement des marchés financiers (lié en France, entre autres, à la réforme de la Bourse). Une conséquence en est le transfert de risques, autrefois mutualisés par les intermédiaires financiers, vers les agents-investisseurs intervenant sur ces marchés, ce qui contribue à l'augmentation des primes de risque pesant sur les taux d'intérêt. Les marchés deviennent par ailleurs plus instables et plus volatils et font apparaître des risques spécifiques, contrepartie de l'efficacité et de la liquidité qu'ils permettent

1. On ne peut que regretter à ce propos que l'une des références contemporaines de l'*Économie financière publique*, l'article de M. Haliassos et J. Tobin, « The macroeconomics of government finance », ait été publié en 1990 dans le *Handbook of monetary economics*, éd. B. M. Friedman et F. H. Hahn, Amsterdam, North-Holland, p. 899, et non dans le *Handbook of public economics*, éd. A. J. Auerbach et M. Feldstein, Amsterdam, North-Holland, 1987, qui ignore la dimension monétaire et financière de la puissance publique.

d'obtenir, ce qui conduit par ailleurs à l'apparition d'une série de nouveaux instruments gérant cette instabilité. La déréglementation affecte aussi, et sans doute plus encore, les marchés financiers internationaux, générant instabilité et volatilité des taux d'intérêt et des cours de change... et par voie de conséquence, de nouveaux instruments permettant de gérer ces phénomènes (et sans doute de passer plus facilement d'un compartiment de marché à un autre, et d'aller plus aisément d'une devise à une autre). On ajoutera : le contrôle des changes, traditionnellement absent aux États-Unis et en Allemagne, a été supprimé en 1979 au Royaume-Uni, en 1984 au Japon et en janvier 1990 en France, puis dans la CEE devenue Union européenne... Ainsi la liberté totale des mouvements de capitaux s'inscrit-elle dans la mondialisation et la globalisation financière avec émergence corrélative de nombreux risques, et au-delà d'un véritable risque de système.

Le décloisonnement, au-delà de l'ouverture des marchés nationaux, traduit à l'intérieur de ceux-ci le dépassement des compartiments pré-existants. L'intense mouvement de déspecialisation des activités financières, nonobstant l'importance du Glass Steagall Act de 1933, n'a cessé de se développer aux États-Unis. Au Royaume-Uni, le Big Bang de 1986 a conduit, entre autres, à l'assimilation des contrepartistes et des courtiers, et a permis à des non-résidents de devenir co-chefs de file lors d'émissions étrangères... En France, le décloisonnement des marchés du crédit, qui avait été précédé d'une quasi-banalisation du réseau des Caisses d'épargne, a atteint l'ensemble des établissements de crédit suite à la « fameuse » loi bancaire de janvier 1984. Par ailleurs la réforme des marchés de capitaux, notamment sous l'impulsion du Trésor, a réalisé un véritable décloisonnement par création d'un marché unifié des fonds, allant du jour le jour au court, moyen, long et très long terme. Ce marché est par ailleurs ouvert à l'ensemble des agents économiques prêteurs et emprunteurs. On n'oubliera pas non plus, dans un sens voisin, l'importance des nombreuses directives européennes, s'efforçant de mettre en place un marché unique des produits et services financiers, allant directement dans le sens du décloisonnement, et de la déréglementation précédemment évoquée.

La désintermédiation traduit le développement d'un phénomène de titrisation *lato sensu*, qui aboutit aujourd'hui à ce que les titres représentent les quatre cinquièmes des financements de marché, la part dévolue aux crédits bancaires ayant, par voie de conséquence, une place nettement plus réduite. Cette mobiliérisation traduit bien l'essor de la finance directe au détriment de la finance indirecte. Ce phénomène, bien marqué au cours des années 1980 dans tous les pays occidentaux, est plus parti-

culièrement apparent en France où toute une série de mesures a conduit à favoriser le développement de l'épargne longue. Les ménages ont vu se modifier, par voie réglementaire et fiscale, la hiérarchie des taux d'intérêt nets d'impôts, au bénéfice de la rémunération des titres longs. Les entreprises ont vu apparaître de nouveaux titres, un second marché en Bourse, des Fonds communs de placements à risques, des incitations à l'émission des titres assimilables à des fonds propres. La période a vu par ailleurs un développement considérable des organismes de placement collectif des valeurs mobilières OPCVM, amplifié par l'autorisation d'ouverture d'organismes de capitalisation de ce type... Par ailleurs, l'émergence des innovations financières publiques, l'importance prise désormais par la dette publique négociable, le développement de véritables marchés de valeurs du Trésor, font désormais du système financier public un élément de poids dans le système financier français. On ajoutera à ces notations, deux éléments complémentaires. On peut noter tout d'abord qu'une titrisation *stricto sensu* s'est développée dans les pays occidentaux à la suite de la crise financière de 1982, afin de restaurer les ratios de solvabilité des banques qui cherchaient à alléger leurs bilans. Dans ce type d'opération, qui a connu notamment aux États-Unis trois générations successives, et qui ne s'est mis en place en France qu'à la fin des années 1980, des crédits à court terme sont représentés par un titre en vue d'en faciliter la transmission et le refinancement. Il n'y a dans ce cas qu'une désintermédiation toute particulière : une banque qui « sort » de son bilan des créances douteuses (point n'est besoin d'évoquer l'extension de l'opération de crédits à court terme... aux *junk bonds* obligations pourries, crédits immobiliers, sans parler des structures de *defeasance* cantonnement ou « défaussement »), remplit en fait une fonction d'intermédiaire de marché afin de placer ses créances auprès d'emprunteurs finals, sous forme d'effets renouvelables, à taux variable. On peut noter ensuite que l'importance quantitative de la désintermédiation est sûrement moins grande qu'on ne l'indique généralement, notamment dès que l'on comptabilise de façon réaliste le rôle des OPCVM, et dès lors qu'on veut bien admettre que derrière la désintermédiation actuelle, il y a passage d'une intermédiation de bilan à une intermédiation de marché. La désintermédiation est cependant un phénomène indéniable.

L'évolution de la discipline allant de pair avec la mutation des systèmes financiers, nous conduit en conséquence à construire cet ouvrage autour des trois éléments suivants.

Une première partie est centrée sur « Systèmes financiers et centres de décision financiers publics ». Cette partie se veut à la fois définitionnelle

et opérationnelle. Partant d'une définition générale des systèmes financiers, elle tente en premier lieu de faire apparaître les spécificités des systèmes financiers publics, en mettant en évidence leurs composantes et typologies caractéristiques. Elle s'efforce, en deuxième lieu, de présenter les diverses comptabilisations particulières des activités des centres de décision financiers publics, dans une optique de quantification de l'ensemble des systèmes financiers.

Une deuxième partie est centrée sur « Les novations contemporaines des systèmes financiers publics ». Cette partie se veut tout d'abord analytique. Le renouvellement actuel des théories de l'intermédiation financière, notamment sous l'impulsion de la théorie des asymétries d'information, conduit à mettre en évidence la spécificité analytique de la puissance publique, et singulièrement de l'État-Trésor, agent financier de rang supérieur dans ce type d'univers informationnel. Cette partie se veut ensuite évocatrice d'une expérience : c'est celle de la mutation du système financier public français, au cours de la dernière décennie, suite à l'émergence d'une multiplicité d'innovations financières publiques conduites à l'instigation du Trésor.

Une troisième partie est centrée sur « Les modélisations des activités financières publiques ». Cette partie adopte une double démarche. Une étude des modélisations analytiques, centrée sur les stratégies de financement des soldes budgétaires et de leurs incidences, permet de faire le point de débats essentiels en Économie financière publique : emprunt/création monétaire, emprunt/impôt, création monétaire/impôt, ce qui conduit à s'interroger sur la portée et les limites de la soutenabilité et de l'efficacité de la politique budgétaire stabilisatrice. Une étude des modélisations opératoires, centrée sur l'expérience française de modélisation, s'efforce de montrer que cette dernière a connu son apogée au début des années 1980, lorsque le système financier français était celui d'une économie d'endettement. Les modélisations actuelles, centrées sur la seule sphère financière dont on dispose désormais d'une connaissance fine, souffrent cependant de leur absence de mise en évidence du retour financier ; elles impliquent donc de nouveaux progrès, afin de parvenir à une intégration satisfaisante des variables monétaires, financières, et réelles, dans une économie française désormais catégorisable comme une économie de marchés financiers intermédiée.

PREMIÈRE PARTIE

Systèmes financiers et centres de décision financiers publics

Un système financier (ou système de financement et de paiement *stricto sensu*) peut être schématiquement défini, en une approche opératoire simple, comme l'ensemble des mécanismes et acteurs assurant l'allocation des ressources d'épargne vers des emplois en investissement¹. Dans une perspective structurale plus générale qui sera retenue ici, on entendra par système financier le complexe de structures et de comportements économiques relatifs à l'émergence, la propagation, la régulation et la signification d'activités qualifiées de « monétaires et financières » au cours des processus de dynamique économique.

A s'en tenir aux économies marchandes contemporaines (perspective dans laquelle se situe ce manuel) les transformations profondes des systèmes financiers qui ont marqué la dernière décennie, n'ont pas été sans entraîner d'importantes mutations des systèmes financiers publics

1. Cette conception, généralement issue de réflexions sur le financement des entreprises esquissant un dépassement des théorèmes de neutralité de la finance de marché (Modigliani-Miller), ou de la finance intermédiée et de l'intermédiation financière (Fama), s'inscrit *de facto* dans une approche analytique en termes de fonds prêtables. C'est cette conception qui a été retenue en France dans une perspective opératoire par Ph. Lagayette dans son Rapport pour le Commissariat général du plan « Les perspectives de financement de l'économie française », Paris, Doc. franç., 1987, rapport dans lequel on note que le système financier se définit comme « l'ensemble des mécanismes et des acteurs qui participent au processus de financement de l'économie ». C'est aussi à ce type de conception élargi que se réfère J. L. Christensen dans une analyse néo-institutionnaliste de l'innovation financière selon laquelle « les systèmes financiers peuvent être définis comme des arrangements institutionnels permettant la transformation de l'épargne ou du crédit en investissements » (cf. sur ce point son article sur *The role of finance in national system of innovation*, in B. A. Lundvall (éd.), *National system of innovation, towards a theory of innovation and interactive learning*, Londres, Pinter Publishers, 1992).

– notamment en France – marquant l'émergence d'innovations, de nouvelles activités et de nouveaux rôles pour les centres de décision financiers publics. Pour appréhender les spécificités des systèmes financiers publics, une première démarche conduit à mettre en évidence les composantes de ces derniers, dans une perspective plus générale d'analyse des systèmes financiers (chap. 1) ; une seconde démarche mène à faire apparaître les comptabilisations particulières des activités des centres de décision financiers publics, dans une optique quantificatrice de l'ensemble des systèmes financiers (chap. 2).

Chapitre Premier

LES COMPOSANTES

L'analyse morphologique des systèmes financiers permet de préciser les éléments de la définition précédemment donnée. Elle fait par ailleurs apparaître les diverses composantes du système. C'est en ce sens que l'on mettra en évidence comment, des *agents et secteurs* exercent des *activités* traduites par des *opérations* au sein de *réseaux d'actifs* constitutifs de *systèmes représentatifs de types d'économie financière*.

1 / Agents et secteurs

L'analyse des structures et des comportements des agents économiques fait apparaître au regard des phénomènes monétaires et financiers une distinction essentielle entre Agents (ou secteurs) non financiers (ANF) et Intermédiaires (ou secteurs) financiers (IF). Il conviendra de *présenter cette distinction* avant de *s'interroger sur la catégorisation des centres de décision publics* au regard de cette dernière.

LA DISTINCTION

AGENTS NON FINANCIERS - INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Toutes les unités économiques (souvent agrégées en secteurs lors de quantifications diverses) sont amenées à intervenir, à des degrés plus ou

moins intenses, dans le jeu des variables monétaires et financières de l'économie. Une distinction fondamentale doit cependant être faite entre Agents non financiers et Intermédiaires financiers. Cette schématisation est dans une large mesure assez évidente, et d'ailleurs traditionnelle.

Depuis la fin des années 1950, à la suite des travaux de R. W. Goldsmith et surtout de J. Gurley et E. Shaw¹, cette distinction est devenue la *summa divisio* de l'analyse des agents dans le système financier, distinction qui demeure aujourd'hui essentielle, même si l'analyse des fondements de l'existence des intermédiaires financiers a été profondément renouvelée par la nouvelle microéconomie et la théorie de l'information ainsi qu'il sera précisé ultérieurement.

Les Agents non financiers (ANF) sont tous les agents dont l'activité principale est centrée sur la production, la répartition, la consommation et l'accumulation de biens et services : à ce titre, la réalisation du couple d'opérations acheter-vendre, prélever-transférer est largement significative de leur activité.

Les Intermédiaires financiers (IF) ou Agents financiers sont, à l'opposé, tous les agents dont l'activité principale repose sur la réalisation d'opérations de placement-endettement, prêt-emprunt...

Toutes les unités économiques sont susceptibles de réaliser à la fois épargne et investissement et d'assurer ainsi un *processus de financement interne*.

La complexification des processus économiques fait cependant apparaître en général dans les économies marchandes une dissociation entre épargnant et investisseur. En effet dans la réalisation de leur activité principale, les ANF ont des excédents, déficits ou équilibre de leurs ressources courantes par rapport à leurs emplois courants. D'une manière schématique, les entreprises investissent souvent plus qu'elles n'épargnent pour une période donnée, et font donc apparaître un déficit de financement ; les ménages pour leur part dégagent en règle générale, pour une période donnée, une épargne financière et donc un excédent de financement. La complémentarité des exigences de financement entre entreprises et ménages peut ainsi conduire à une rencontre directe entre ces deux ANF, d'où apparition de marchés ; elle peut aussi conduire à l'émergence d'agents financiers (les IF) facilitant la mise en contact et donc l'ajustement entre agents excédentaires et agents déficitaires,

1. R. W. Goldsmith, *Financial intermediaries in the american economy since 1900*, Princeton, NBER, 1957 ; J. Gurley et E. Shaw, *Money in a theory of finance*, Washington, The Brookings Institution, 1960, avec traduction française, *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Paris, Cujas, 1973.

notamment : en réduisant le coût de collecte de l'information concernant les emprunteurs dans une situation d'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs ; en fournissant un service de liquidité lié notamment à un effet de taille.

Un premier type d'adéquation entre déficits et excédents de ces agents peut donc être réalisé par un processus de financement externe direct : soit sur la base de relations interpersonnelles, soit par la mise en place de marchés organisés (marchés des crédits et des titres qualifiés aussi de marchés de capitaux ou marchés financiers lato sensu).

Un deuxième type d'adéquation entre ces mêmes agents peut être aussi assuré par un processus de financement externe indirect : il y a dans ce cas intervention des intermédiaires financiers. On notera qu'un degré de différenciation apparaît tout de suite entre ces intermédiaires. Certains d'entre eux (tout spécialement ceux qui constituent le système bancaire) participent au mécanisme des paiements en ayant la faculté de créer des titres permettant l'extinction des dettes, i.e. le paiement direct et immédiat. Cette possibilité de création, rendue indispensable ne serait-ce que par l'existence même des processus de dynamique économique, fait de ces agents des Intermédiaires financiers monétaires. D'autres intermédiaires participent au même mécanisme des paiements, mais sans avoir cette faculté de création de titres de paiement et immédiat. Les titres créés par ces agents ne permettront que des paiements indirects et médiats : on a affaire dans ce cas à des Intermédiaires financiers non monétaires.

LA CATÉGORISATION FINANCIÈRE DES CENTRES DE DÉCISION PUBLICS

Les divers centres de décision publics des économies contemporaines (que ce soient les États nationaux centralisés ou fédérés, les collectivités locales diverses ou les organismes administratifs de protection sociale) se caractérisent au regard des phénomènes monétaires et financiers par une double perspective qui ne cesse de se renforcer avec le développement aujourd'hui controversé des activités publiques.

Ces centres sont tout d'abord titulaires d'importantes ressources propres les conduisant à des emplois propres non moins importants : à ce titre, ils interviennent directement dans les processus d'allocation et de répartition des ressources réelles de l'économie. Ces centres sont ensuite titulaires de capacités de prêt-emprunt, placement-endettement, généralement non négligeables : à ce titre, les mouvements de leurs

stocks de créances et dettes sont une composante essentielle de la vie monétaire et financière nationale et dans certains cas internationale.

Faut-il donc appréhender ces centres de décisions publics – et notamment l'État – en tant qu'agent non financier ou en tant qu'intermédiaire financier ?

Sans entrer dans une approche détaillée, ventilée suivant les économies et les statuts des institutions monétaires et financières de ces dernières, on peut sur le plan analytique dégager deux niveaux d'appréhension.

Dans une perspective d'économie publique, les centres de décision publics sont appréhendés essentiellement sous l'angle de leur participation aux activités de production-vente de services collectifs ou « biens publics », ainsi qu'aux activités de prélèvements et transferts (notamment en vue de la réalisation de leurs achats-ventes et d'opérer une redistribution de revenus et de patrimoines entre unités économiques) : ils sont donc ainsi approchés en tant qu'agents non financiers.

Dans une perspective d'économie financière publique, qui est celle retenue dans ce manuel, ces centres sont appréhendés dans l'optique de leur participation aux activités de prêt-emprunt, placement-endettement : ils sont donc ainsi approchés essentiellement en tant que réalisateurs d'opérations financières. L'État (principal acteur des centres de décision publics), souvent qualifié du vocable de Trésor public, a en effet une activité essentielle en matière de prêt-emprunt : il contribue à la création monétaire, il collecte des ressources financières sous diverses formes (dépôts à vue, dette négociable – bons du Trésor, obligations du Trésor à moyen et long terme – dette non négociable) ; d'un autre côté, il réalise des prêts et avances, accorde des dotations en capital, détient des actions d'entreprises...

Ces deux perspectives étant bien entendu largement complémentaires, il ne s'agit bien évidemment pas de ressusciter implicitement la vieille dichotomie du monétaire-financier et du réel. Il s'agit simplement d'appréhender deux niveaux convergents d'approche d'un phénomène unitaire.

Cette étude, centrée sur l'économie financière publique, abordera les centres de décision publics dans une double perspective d'agents non financiers et d'intermédiaires financiers publics.

A l'évidence, cette étude doit se lire en symbiose avec celle de l'économie publique. Les conceptions que l'on a du rôle monétaire et financier de ces centres de décision, les pratiques qui y correspondent, sont indissociables d'une explication globale de l'activité économique publique.

2 / Activités, opérations et réseaux d'actifs

L'analyse des activités financières est celle d'opérations portant sur des actifs spécifiés, se propageant au travers de réseaux particuliers. Ces éléments de base mis en évidence, il est possible de catégoriser les activités financières publiques.

OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET ACTIFS FINANCIERS

Les opérations financières sont celles qui portent, par opposition aux objets réels ou tangibles, sur des objets financiers. On entend par là les titres juridiques qui représentent les droits des agents économiques sur les objets réels ou sur d'autres objets financiers. Ces titres, essentiellement variables suivant le cadre institutionnel dans lequel s'inscrit l'activité des agents économiques, sont représentatifs de créances et de dettes. En ce sens, les opérations financières sont la traduction des couples : actif-passif, prêt-emprunt, placement-endettement, droit-obligation... En fait, dans la littérature financière contemporaine, l'appréhension conceptuelle de ces opérations fait systématiquement référence au terme générique d'actif, les opérations financières étant celles qui portent sur des actifs financiers et monétaires. On peut schématiser la notion d'actif financier en mettant en évidence l'opposition actif tangible – actif financier avant de préciser les typologies d'approche de ces actifs financiers.

A / La distinction actifs tangibles - actifs financiers

Il s'agit là d'une distinction classique et simple. Les actifs tangibles, qui sont les supports des objets réels de l'économie, sont des biens matériels hautement spécifiques qui sont principalement détenus pour les services physiques qu'ils rendent.

Les actifs financiers, qui sont les supports des objets financiers de l'économie, sont des créances sur la production courante et le patrimoine économique qui sont principalement détenues pour leur rôle potentiel d'équivalent général ainsi que leurs aptitudes diversifiées à constituer une réserve de valeur.

Les actifs tangibles s'accroissent au cours du temps au rythme de la production et de l'accumulation du capital. Les actifs financiers peuvent être créés ou détruits instantanément par simple écriture juridique de création ou d'extinction de droit. Si l'on définit par ailleurs la liquidité comme l'aptitude à être transformé en monnaie, *i.e.* en titre permettant un paiement direct et immédiat, il apparaît nettement que les actifs tangibles sont en général moins liquides que les actifs financiers.

B / Les typologies d'actifs financiers

Ces typologies sont très nombreuses et peuvent varier considérablement suivant les perspectives juridiques, techniques ou économiques.

D'un point de vue analytique, on distingue essentiellement une typologie centrée sur la nature des agents émetteurs et une typologie fondée sur le degré de liquidité des actifs financiers.

1 – La typologie d'actifs basée sur les agents émetteurs

Cette typologie amène à distinguer les actifs financiers émis par les ANF, des actifs financiers émis par les IF. Les actifs financiers émis par les ANF (et tout spécialement par les entreprises non financières, ANF déficitaires types) sont appelés titres finals, directs ou primaires : ces titres matérialisent les créances sur les ANF déficitaires et peuvent bien entendu être acquis par tous les autres agents. Les actifs financiers émis par les IF sont appelés titres intermédiaires, indirects ou secondaires : ces titres matérialisent les créances sur les IF détenues par tous les autres agents. Par ailleurs, de même qu'on distingue des intermédiaires financiers monétaires et des intermédiaires financiers non monétaires, on distingue des titres intermédiaires monétaires et des titres intermédiaires non monétaires : dans cette perspective, la monnaie est une créance à vue sur les intermédiaires financiers monétaires. *Ainsi, d'une manière générale, oppose-t-on les actifs financiers finals aux actifs financiers intermédiaires, chaque type d'actif obéissant à des lois de comportement particulières.* Insistant sur ce point, Jean Denizet avait bien noté dès le milieu des années 70 et tout à fait dans la lignée de J. Gurley et E. Shaw, que « nous sommes arrivés à l'une des notions les plus importantes de la comptabilité et de la théorie financière : la distinction entre l'endettement (et le prêtage) primaire et l'endettement (et le prêtage intermédiaire). Elle est aussi importante que la distinction tout à fait analogue en matière de production : celle de la production finale et celle de la production intermé-

diaire »¹. C'est qu'en effet les titres intermédiaires ne sont pas identiques aux titres finals acquis par les IF : il sont en règle générale plus liquides que ces derniers ; ils ont surtout des caractéristiques différentes de ceux-ci (par exemple l'échéance) ce qui sera précisé ultérieurement lors de la mise en évidence de la fonction de transformation des IF.

2 – La typologie d'actifs basée sur le degré de liquidité

Cette typologie fait apparaître les différences d'aptitudes des actifs financiers à être transformés (sans frais ni perte imputable à cette transformation) en un titre permettant le paiement direct et immédiat (*i.e.* en monnaie). Cette aptitude à la transformation se réfère à la proportion cardinale de valeur marchande susceptible d'être obtenue en monnaie au bout d'un certain intervalle de temps : celle-ci sera d'autant plus grande que l'actif combine au moindre coût les plus grandes négociabilité et certitude du capital.

On entend : par négociabilité, la proportion ordinale de valeur marchande susceptible d'être réalisée en monnaie à divers intervalles de temps ; par certitude du capital, l'aptitude à anticiper la valeur marchande à un terme donné ; par valeur marchande, le montant maximum en monnaie susceptible d'être obtenu de la vente d'un actif.

Cette typologie conduit, on le voit, à relativiser la notion de monnaie qui devient essentiellement l'actif financier le plus liquide ; ainsi, peut-on appréhender en une perspective synthétique l'ensemble des actifs monétaires et financiers, éléments du système financier (ou système de financement et de paiement)².

3 – Une typologie basée sur la technique financière

Cette catégorisation peut être retenue à côté des typologies analytiques, car elle est aujourd'hui très largement répandue, notamment dans les classifications comptables. On distingue essentiellement à ce propos instruments de paiement, instruments de placement et instrument de financement.

1. *Monnaie et financement*, Paris, Dunod, 1^{re} éd., 1976 et *Monnaie et financement dans les années 80*, Paris, Dunod, 3^e éd., 1982, p. 23.

2. Cf. sur ce point la présentation de E.-M. Claassen, *Analyse des liquidités et théorie du portefeuille*, Paris, PUF, « Sup », 1970, chap. II, p. 55 à 57. On n'oubliera pas que dès 1930, J.-M. Keynes avait qualifié de liquides, les actifs « réalisables à très bref délai avec une certitude plus ou moins grande ». La liquidité repose bien en ce sens sur l'aptitude à la transformabilité en moyen de paiement et la garantie d'existence d'une réserve de valeur « solvable », *Treatise on Money*, 1930, vol. 2, p. 59.

Les instruments de paiement recouvrent les actifs financiers que l'on peut utiliser directement, i.e. sans aucune transformation, afin de régler les transactions nationales ou internationales ; ils correspondent ainsi à la monnaie nationale (moyens de paiement entre ANF gérés par les IF et moyens de paiement entre IF ou monnaie interbancaire) et aux moyens de paiement internationaux.

Les instruments de placement recouvrent les actifs financiers qui s'offrent à un agent désireux d'échanger les moyens de paiement dont il dispose contre un placement en actifs financiers diversifiés. Ces actifs correspondent essentiellement aux diverses valeurs mobilières (actions et obligations privées ou publiques...), aux dépôts non monétaires (dépôts en Caisses d'épargne...) et aux titres du marché monétaire *lato sensu* (par exemple en France, bons du Trésor négociables émis par le Trésor public, certificats de dépôts émis par les banques, billets de trésorerie émis par les entreprises...). Ces instruments se négocient au sein d'un marché organisé au sein duquel se nouent des *relations multilatérales*. L'accès à ces marchés est aujourd'hui largement ouvert dans la quasi-totalité des économies occidentales ; on peut admettre par ailleurs que la nature des intervenants (et tout spécialement la personnalité de l'emprunteur), tout en demeurant importante, tend à s'estomper derrière l'opération multilatérale de placement et ses déterminants économiques propres (facteurs du comportement de placement des agents économiques).

Les instruments de financement recouvrent les actifs financiers qui se négocient par voie de *relation bilatérale*. Les créances et dettes naissent ainsi d'un accord conclu, dans la plupart des cas, entre un IF prêteur et un emprunteur qui peut être ANF ou IF ; ces instruments correspondent aux divers types de prêts et crédits ventilés selon leurs termes. Ces actifs correspondent : pour le court terme, essentiellement aux prêts des IF aux ANF (par exemple : prêts purs et simples, découverts, avances, escompte d'effets de commerce ou mobilisation des créances commerciales...), aux prêts et crédits commerciaux entre ANF (acomptes, délais de paiement, crédits interentreprises...), aux prêts entre IF non gérés en compte (avances de la Banque centrale à l'État dans la mesure où ce type d'opération existe) ; pour le long terme, de façon symétrique, aux prêts des IF aux ANF (par exemple crédits à moyen et long terme mobilisables, prêts hypothécaires, prêts non mobilisables, prêts participatifs...), aux prêts et crédits commerciaux entre ANF, aux prêts à long terme entre IF (en France *de facto* non soumis à la « loi bancaire »).

A côté de ces trois catégories, on ventile généralement une catégorie particulière d'actifs financiers constituée par les *réserves techniques d'assurance*. Il est en effet malaisé de distinguer de façon opératoire au sein

de ces réserves : des instruments de placement (desquels on pourrait rapprocher les réserves mathématiques) et des instruments de financement (desquels on pourrait rapprocher les réserves primes et sinistres)¹.

LES RÉSEAUX FINANCIERS

La réalisation des opérations financières par les unités économiques entraîne des mouvements d'actifs financiers au sein de divers réseaux. Ces mouvements d'actifs financiers correspondent à l'évidence à la création ou à l'extinction de créances-dettes, ou aux transferts de créances-dettes entre plusieurs agents.

Les typologies de réseaux financiers sont, comme celles des actifs, très nombreuses. Elles varient considérablement suivant les perspectives juridiques, techniques ou économiques. On distingue néanmoins généralement une typologie basée sur la nature des actifs financiers utilisés et une typologie basée sur la nature des unités directrices des réseaux de relations.

A / La typologie basée sur la nature des actifs financiers utilisés

C'est la typologie la plus courante. C'est dans cette perspective que se situait la traditionnelle distinction marché monétaire/marché financier.

Cette dichotomie est aujourd'hui largement estompée dans une analyse plus générale de pluralité de marchés d'actifs monétaires et financiers conduisant *de facto* dans nombre d'économies de marchés contemporaines² à la création de marchés nationaux quasi unifiés de ces actifs, marchés pleinement insérés dans une perspective européenne (et au-delà mondiale) de globalisation de la finance³. L'objectif fondamental de ces marchés est d'ouvrir l'accès des actifs monétaires et financiers à l'ensemble des prêteurs et emprunteurs (ANF et IF) pour toutes les opérations financières, allant du jour le jour au très long terme.

Dans cette optique, au-delà de processus non négligeables d'autofi-

1. On notera par ailleurs l'importance des instruments spécifiques de relation entre IF, notamment les refinancements qui font l'objet d'une ventilation entre : instruments de financement (lorsqu'il s'agit de prêts entre IF donnant lieu à remise d'actifs financiers), et instruments de placement (dans le cas de prêts « en blanc » *i.e.* sans transfert ni mise sous dossier d'actif financier préexistant).

2. La profonde mutation du système financier français à partir du milieu des années 80, et les spécificités propres qui le caractérisent de nos jours seront schématisées ultérieurement.

3. Cf. sur ce point M. Aglietta, A. Brender et V. Coudert, *Globalisation financière : l'aventure obligée*, Paris, Economica, CEPII, 1990 et H. Bourguinat, *Finance internationale*, Paris, PUF, « Thémis », 1992.

nancement (*i.e.* d'auto-affectation par les agents de leurs ressources propres à leurs exigences de financement) tant par les ménages, que les entreprises, ainsi que les centres de décision publics, on peut retenir les composantes des réseaux financiers précisées ci-après¹.

Le marché « classique » des crédits (ou marché des crédits bancaires) correspond à la négociation par voie bilatérale d'instruments de financement par lesquels les ANF empruntent auprès des IF.

Le marché monétaire stricto sensu (marché des Federal Funds aux États-Unis, marché interbancaire en France...) est le marché de la monnaie centrale dont l'accès est réservé aux IF monétaires (en France : établissements de crédit, Banque de France, Trésor public et correspondants divers, notamment la Caisse des Dépôts et Consignations). Ce marché est par ailleurs le point focal d'intervention de la Banque centrale dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire.

Le marché monétaire lato sensu est un marché de titres négociables à court et moyen terme (en France : Bons du Trésor négociables émis par le Trésor public, Certificats de dépôts émis par les banques, Bons des institutions, des sociétés financières spécialisées et des maisons de titres, Bons à moyen terme négociables). Ce marché est accessible à l'ensemble des ANF et IF et présente des titres à caractéristiques communes : négociabilité auprès de tous les agents économiques, montant monétaire relativement élevé, homogénéisation fiscale, durée déterminée (en France de dix jours à sept ans).

Le marché hypothécaire permet aux IF qui, après octroi de certains prêts en général immobiliers sont détenteurs de créances hypothécaires « éligibles », d'émettre des effets de mobilisation cessibles sur le marché monétaire *stricto sensu* (en France : sur le marché interbancaire dont ils constituent un comportement long terme, ainsi qu'auprès d'un IF spécialisé *i.e.* la Caisse de refinancement hypothécaire qui se refinance par voie obligataire). Ces créances hypothécaires ont par ailleurs vocation « naturelle » à être les supports des opérations de titrisation des crédits bancaires².

1. On consultera sur ce point avec intérêt les références de base en langue française : R. Ferrandier et V. Koen, *Marchés de capitaux et techniques financières*, Paris, Economica, 3^e éd., 1994 ; R. Cobbaut, *Théorie financière*, Paris, Economica, 3^e éd., 1994 ; B. Jacquillat et B. Solnik, *Marchés financiers. Gestion des portefeuilles et des risques*, Paris, Dunod, 3^e éd., 1993.

2. Cette opération, qui conduit à représenter des crédits par un titre en vue d'en faciliter la transmission et le refinancement, fonctionne de façon satisfaisante dans les économies anglosaxonnes. En France par contre, depuis le lancement de l'opération « titrisation » en fin décembre 1988, celle-ci a démarré lentement et a conduit à une titrisation non négligeable de crédits de trésorerie aux ANF, la titrisation des créances hypothécaires n'atteignant pas les perspectives espérées.

Le marché financier « classique » est celui de l'émission et de la négociation des titres à long terme (valeurs mobilières) à échéance supérieure aujourd'hui à sept ans. Les émissions sont conduites sur le marché dit « primaire » et les négociations sur le marché dit « secondaire » (marché boursier). Les titres émis et négociés sont essentiellement les obligations (émises aussi bien par les ANF entreprises que par les IF notamment le Trésor public pour lesquelles elles sont l'élément primordial du financement du solde budgétaire), et les actions (émises essentiellement par les ANF entreprises ainsi que les IF)¹.

Les marchés « dérivés » de contrats fermes ou conditionnels (ou marchés de produits financiers dont la valeur dérive de sous-jacents, apparus à Chicago dès octobre 1975 en s'inspirant de la technique des opérations à terme sur marchandises, puis à Londres en 1982 et en France en juillet 1985) correspondent aux exigences de couverture, arbitrage et spéculation perçus tant par les ANF que les IF, face aux risques inhérents aux placements financiers (notamment risques de change et de taux d'intérêt), apparus dans le cadre de la globalisation financière allant de pair avec l'internationalisation de l'économie qui marque les économies de marchés dans un univers de changes flottants (sous réserve des pays du SME) et de volatilité des taux d'intérêt. Tant pour les marchés de contrats fermes (FUTURES) que les marchés de contrats conditionnels (OPTIONS) on a assisté à un développement de marchés de gré à gré (par exemple FRA et SWAPS pour les contrats fermes², CAP et FLOOR pour les contrats conditionnels³) ainsi qu'à un développement des marchés institutionnalisés (par exemple en France : MATIF ouvert en février 1986 et MONEP ouvert en septembre 1989,

1. On notera en France au sein des valeurs mobilières une complexification du couple actions/obligations : existence d'actions privilégiées et de possibilité de démembrement d'actions (certificats d'investissement/certificat de votes) ; existence de valeurs mobilières composées, (obligations convertibles en actions, obligations avec bons de souscriptions d'actions, bons autonomes, obligations spécifiques multiples du Trésor public qui seront précisées ultérieurement) ; existence de valeurs mobilières intermédiaires (titres participatifs et titres subordonnés).

2. Les FRA (*future rate agreement*) ou garantie de taux d'intérêt, permettent à deux agents économiques de fixer le taux d'intérêt d'un emprunt ou d'un placement public, quelle que puisse être l'évolution effective des taux. Les SWAPS d'intérêt (échanges temporaires) permettent à deux agents économiques d'échanger des intérêts correspondant à un capital prédéterminé auquel est appliqué un taux d'intérêt fixe ou variable. On notera qu'il existe aussi des SWAPS de devises (risque de change) et des SWAPS croisés (risque de change et d'intérêt), ainsi que d'autres SWAP plus sophistiqués, comme les SWAP de « mortgage » aux États-Unis...

3. Les CAP et FLOORS sont des modalités d'options sur différence. L'option donne le droit à son détenteur de se faire verser des intérêts à taux calculé par différence entre le taux du marché et le taux d'exercice (l'agent acheteur d'un CAP se garantit un taux emprunteur plafond, l'acheteur d'un FLOOR se garantit un taux prêteur plancher). Pour une analyse plus approfondie et une étude d'autres types d'options (COLLAR, SWAPTION...) on se reportera à la bibliographie citée en note 1 page précédente.

pour les deux types de contrat)¹. Le développement de marchés au comptant, à terme, à option, sur titres, taux et indices en tout genre est un phénomène qui a marqué nombre de grandes places financières au cours de la dernière décennie et qui se poursuit encore de nos jours.

A l'évidence les diverses composantes des marchés nationaux quasi unifiés que l'on a sommairement schématisées, sont en étroite imbrication directe ou indirecte (marché international des capitaux, euromarchés, marchés des changes...) avec les marchés d'actifs monétaires et financiers de l'économie mondiale. C'est là une des manifestations incontestables de la globalisation de la finance avec certes des effets positifs (baisse des coûts de financement, accès plus aisé à l'épargne) mais aussi apparition d'effets négatifs non négligeables (Krachs financiers, déconnexion de la finance par rapport aux activités « réelles », modification de la structure des risques financiers avec augmentation du risque de défaut et bien entendu émergence et accroissement d'un risque systémique global).

B / La typologie basée sur les unités directrices des réseaux de relations

Cette typologie conduit, au-delà des cas d'autofinancement des agents, et de finance directe par le canal des marchés, à retrouver l'impact des diverses catégories d'IF qui impulsent chacune un type de réseau privilégié, les processus d'intermédiation étant ainsi les compléments-concurrents de ceux des marchés financiers.

Le réseau des intermédiaires financiers monétaires (qui correspond de facto au système bancaire) assure, sous l'impulsion de la Banque cen-

1. Le MATIF (Marché à terme des instruments financiers créé en 1985 et devenu en 1988 Marché à terme international de France) permet aux ANF et IF de négocier des contrats à terme ayant pour support des titres fictifs ou de négocier des options afin de se couvrir, d'arbitrer ou de spéculer face à certains risques (par exemple, risque de taux : contrat notionnel sur taux d'intérêt à long terme, contrat PIBOR à trois mois ; risque de portefeuille actions : contrats sur indice CAC 40...). L'importance du MATIF pour les centres de décision publics sera précisée dans le chap. 4 ci-après.

Le MONEP (Marché des options négociables de Paris) permet à l'acheteur d'une option d'acquiescer le droit d'acheter (ou de vendre) à sa convenance une certaine quantité d'un actif financier à un prix prédéterminé à (ou jusqu'à) une certaine date d'échéance ; le vendeur de l'option doit pour sa part accepter la décision de l'acheteur (que celui-ci utilise ou non son option), tout en encaissant une prime lors de la signature du contrat.

On notera que l'existence du MATIF et du MONEP font apparaître un certain archaïsme du marché à terme de la bourse (marché à règlement mensuel depuis 1982) ce qui devrait conduire à une importante réorganisation de ce marché.

trale, la création des actifs indirects monétaires (monnaie bancaire), participe à la circulation de ces actifs, distribue les crédits... tout en assurant l'interconnexion avec les réseaux monétaires (et de change) internationaux¹.

Le réseau des intermédiaires financiers non monétaires, permet, sous l'impulsion d'intermédiaires financiers diversifiés, que soient pleinement assurées les fonctions dévolues aux actifs indirects non monétaires dans l'économie et notamment l'adéquation entre excédents et déficits de financement, tant sur le plan national qu'international².

Indépendamment de ces deux réseaux, plusieurs économies de marché (notamment l'économie française) disposent d'un troisième type de réseau ou circuit qui est celui de l'intermédiation financière publique. *Il s'agit d'un réseau au sein duquel existe une unité de trésorerie entre centres de décisions publics divers (par exemple le Trésor public et ses correspondants en France) qui mettent en commun l'ensemble de leurs actifs financiers monétaires ou non monétaires.* Compte tenu de l'importance de ces actifs, ce circuit a exercé (notamment en France sous le vocable circuit du Trésor) jusqu'au milieu des années 80, une influence fondamentale sur les autres réseaux financiers par sa seule existence (indépendamment du rôle de régulateur général des circuits financiers qui a pu lui être imparti). Les transformations récentes du système financier français et notamment la diminution du rôle dévolu aux correspondants Trésor ainsi que la marchandisation de la dette publique... ont conduit à un incontestable affaiblissement apparent du rôle de ce circuit dont il ne faut cependant pas minimiser l'importance dans une économie à forte innovation financière publique et à problèmes de financement des déficits publics non négligeables, ainsi que cela sera précisé dans les développements ultérieurs³.

1. Les questions spécifiques afférentes à la monnaie centrale ainsi qu'à la monnaie interbancaire (non étudiées ici) ont bien entendu une articulation directe avec ce réseau.

2. On notera que les ANF peuvent constituer entre eux des réseaux d'importance considérable échappant en fait aux circuits animés par les intermédiaires : c'est le cas de groupes financiers tissant de nombreuses liaisons financières entre entreprises ; c'est le cas des mouvements de fonds entre firmes multinationales (la grande entreprise peut être en ce sens analysée comme un sous-système financier assumant un rôle de substitut du système bancaire, voire même des marchés financiers) : c'est le cas du crédit interentreprises dont le développement conduit souvent à un essai de surveillance et de régulation par les pouvoirs publics et/ou les autorités monétaires. On ne saurait cependant omettre que ces réseaux ne réalisent qu'une partie de la fonction d'intermédiation (pas de création monétaire), même si des difficultés rencontrées par ces ANF pourraient influencer la tenue des marchés et rendre nécessaire une intervention de la Banque centrale.

3. Pour une analyse cybernétique des réseaux financiers, on se reportera à A. Brender, *Analyse cybernétique de l'intermédiation financière*, *Economies et sociétés*, série EM-7, novembre 1980.

LES ACTIVITÉS FINANCIÈRES PUBLIQUES

L'essentiel de l'analyse des activités financières s'applique aux intermédiaires financiers publics, personnifications financières des centres de décision publics. On mentionnera simplement ici quelques spécificités.

Les opérations financières et actifs financiers publics ont une triple caractéristique (dont les incidences analytiques seront précisées ultérieurement) :

- les opérations financières publiques utilisent des titres juridiquement et formellement spécifiques (par exemple en France depuis les réformes du milieu des années 80 : BTF ou bons du Trésor à taux fixe et intérêt précompté, BTAN ou bons du Trésor à taux fixe annuel, OAT ou obligations assimilables du Trésor, emprunts spécifiques souvent codés par le nom du Premier ministre ou ministre des Finances initiateur de l'emprunt...);
- les actifs financiers publics relèvent suivant les cas de titres indirects monétaires (c'est le cas de la monnaie du Trésor) ou de titres indirects non monétaires (c'est par exemple le cas en France des divers types de dette publique précités);
- les titres financiers publics font l'objet de marchés primaires et secondaires, de marchés de gré à gré et de marchés organisés, de marchés au comptant et de marchés à terme (cf. notamment en France le rôle du contrat BTAN sur le MATIF); il y a par ailleurs depuis janvier 1987 et à l'exemple des *primary dealers* américains des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) qui sont une catégorie spécifique d'intervenants sur les marchés français de titres publics¹.

Les réseaux financiers publics, dont la configuration est variable suivant les économies étudiées (existence d'un circuit du Trésor « rénové » en France et en Italie, inexistence de facto de ce type de circuit dans les pays anglo-saxons), sont les réseaux de propagation des activités financières des centres de décision publics. A ce titre leur évolution est directement liée à celle des fonctions exercées par ces centres de décision dans l'économie; les politiques de « Moins d'État », puis de « Mieux d'État » qui ont marqué, avec la novation nationale des systèmes financiers allant de pair avec l'internationalisation et la globalisation financière mondiale de la finance, se reflètent ainsi nettement dans les dynamiques des systèmes et des actifs financiers publics.

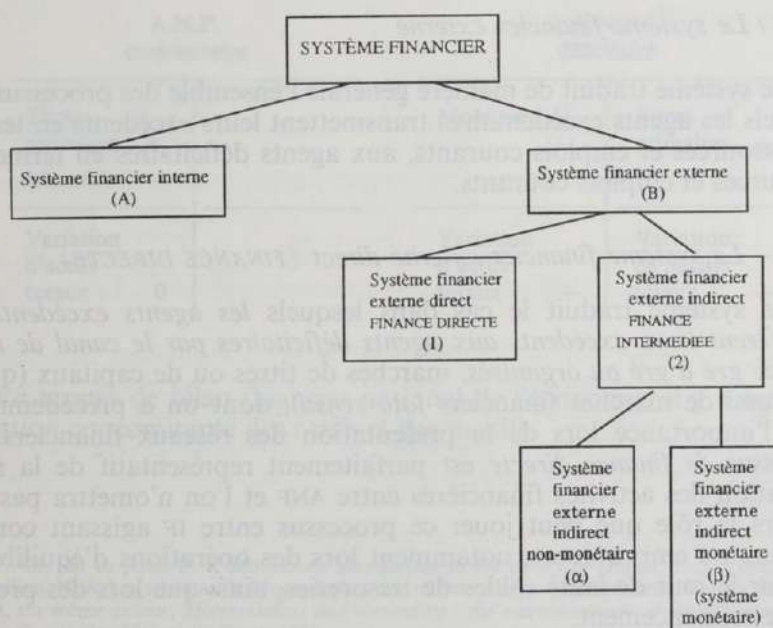
1. On notera aussi depuis janvier 1993 la création de correspondants en valeurs du Trésor (CVT).

3 / Structures et systèmes

L'articulation des diverses catégorisations précédentes fait apparaître les partitions essentielles des systèmes financiers : il convient de préciser ces dernières avant de mettre en évidence les traits spécifiques du système financier public.

LES PARTITIONS ESSENTIELLES

Une schématisation gigogne des partitions essentielles du système financier permet de faire apparaître six sous-systèmes suivant le graphe suivant :



A / Le système financier interne

Ce système traduit l'auto-affectation par un agent de ses ressources propres à ses besoins de financement et de paiement : on a donc affaire dans ce cas à un processus d'autofinancement qui peut être réalisé tant par un ANF que par un IF agissant pour son propre compte (ne serait-ce que pour satisfaire par exemple un ratio de solvabilité).

A.N.F.	
Ressources	Emplois
Ressources courantes	Emplois courants
Monnaie	Monnaie
— en caisse	→ décaissée (paiement)
— épargnée	→ investie (financement)

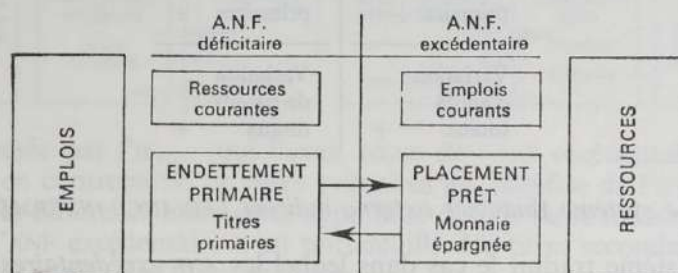
B / Le système financier externe

Ce système traduit de manière générale l'ensemble des processus par lesquels les agents excédentaires transmettent leurs excédents en termes de ressources et emplois courants, aux agents déficitaires en termes de ressources et emplois courants.

1 – Le système financier externe direct (FINANCE DIRECTE)

Ce système traduit le cas dans lesquels les agents excédentaires transfèrent leurs excédents aux agents déficitaires par le canal de marchés de gré à gré ou organisés, marchés de titres ou de capitaux (qualifiés aussi de marchés financiers *lato sensu*), dont on a précédemment noté l'importance lors de la présentation des réseaux financiers. Ce processus de finance directe est parfaitement représentatif de la marchandisation des activités financières entre ANF et l'on n'omettra pas par ailleurs le rôle que peut jouer ce processus entre IF agissant comme prêteurs ou emprunteurs, notamment lors des opérations d'équilibrage au jour le jour de leurs soldes de trésoreries, ainsi que lors des processus de refinancement.

Si l'on retient l'exemple de deux ANF, un graphe simple permet de schématiser le processus par lequel les titres primaires, directs, ou finals sont transmis directement à un agent qui se livre à un placement ou un prêt.



En termes de bilan différentiel des unités, on voit ainsi que l'indique le schéma ci-dessous¹, qu'il y a augmentation de l'actif et du passif total de l'ANF déficitaire-emprunteur, mais absence de variation globale de l'actif et du passif de l'ANF excédentaire-prêteur.

A.N.F. excédentaire		A.N.F. déficitaire	
Titres primaires	+	Monnaie	+
Monnaie	-	Titres primaires	+
Variation d'actifs totaux	0	Variation d'actifs totaux	+
		Variation de passifs totaux	+

En termes de bilan financier national de l'économie, il y a bien sûr variation concomitante des actifs et des passifs.

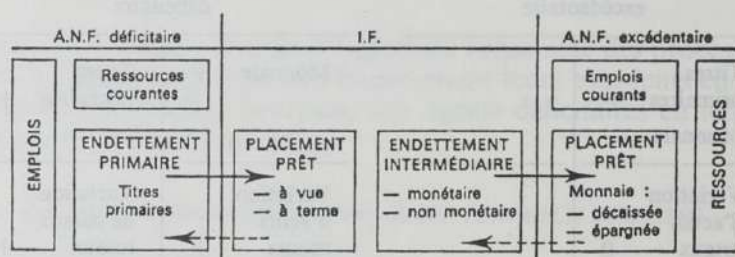
1. Cf. Sur ce point B. J. Moore, *An introduction to the theory of finance*, New York, Collier Macmillan, 1968. Les schémas de Moore seront une référence de base de cet alinéa. On lira aussi avec intérêt, du même auteur, *Horizontalists and verticalists : the macroeconomic of credit money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

Bilan financier national

Monnaie	0		
Titres primaires	+	Titres primaires	+
Variation d'actifs totaux	+	Variation de passifs totaux	+

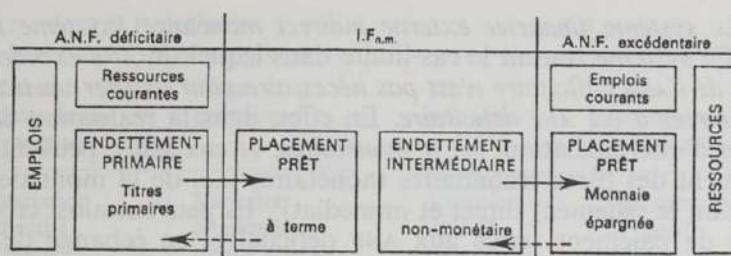
2 - Le système financier externe indirect (FINANCE INTERMÉDIÉE)

Ce système traduit le cas dans lequel les ANF excédentaires transfèrent leurs excédents aux ANF déficitaires avec intervention d'intermédiaires financiers : les titres primaires sont alors transmis à des IF qui, recevant directement les placements et prêts des ANF excédentaires, émettent en contrepartie des titres intermédiaires, indirects ou secondaires. Pour réaliser l'adéquation entre placements et prêts d'une part, endettement final d'autre part, les IF sont amenés à assurer une fonction spécifique d'intermédiation dont la justification analytique sera précisée dans la deuxième partie.



α) *Le système financier externe indirect non monétaire.* Ce système traduit les cas dans lesquels les ANF excédentaires transfèrent leurs excédents aux ANF déficitaires avec intervention d'intermédiaires financiers non monétaires $IF_{n.m.}$. Dans ces cas, les IF ne peuvent créer, dans la réalisation de leur fonction d'intermédiation, que des titres secondaires non monétaires.

En termes de bilan différentiel des unités, on voit, ainsi que l'indique le schéma ci-après, que l'ANF excédentaire se dessaisit de monnaie au bénéfice de l' $IF_{n.m.}$ et reçoit des titres secondaires non monétaires, créés par ce même $IF_{n.m.}$; que l'ANF déficitaire reçoit de la monnaie « épar-



gnée» prêtée par l'IF_{n.m.} (qui l'avait reçue de l'ANF excédentaire) et se dessaisit en contrepartie de titres primaires au bénéfice de l'IF_{n.m.}. (On voit que la différence entre cette hypothèse et celle de la finance directe est que l'ANF excédentaire a en portefeuille des titres secondaires non monétaires et non des titres primaires.)

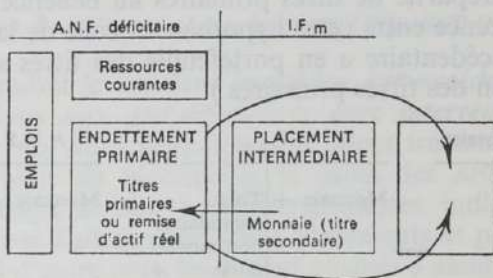
A.N.F. excédentaire		I.F. _{n.m.}		A.N.F. déficitaire	
Monnaie —		Monnaie +	Titres secondaires non monétaires +	Monnaie +	Titres primaires +
Titres secondaires non monétaires +					
	↔	Monnaie —			
		Titres primaires +			
			↔		
Variation d'actifs totaux 0		Variation d'actifs totaux +	Variation de passifs totaux +	Variation d'actifs totaux +	Variation de passifs totaux +

En termes de bilan financier national (en excluant l'IF_{n.m.}) on retrouve bien la variation concomitante des actifs et des passifs.

Bilan financier national

Monnaie	0		
Titres secondaires non monétaires	+	Titres primaires	+
Variation d'actifs totaux	+	Variation de passifs totaux	+

β) Le système financier externe indirect monétaire (système monétaire). Ce système traduit le cas limite dans lequel un ANF excédentaire distinct de l'ANF déficitaire n'est pas nécessaire pour assurer un transfert de ressources à cet ANF déficitaire. En effet, dans la réalisation de leur fonction d'intermédiation, les IF monétaires, et eux seuls, peuvent créer directement des titres secondaires monétaires (i.e. de la monnaie, titre permettant le paiement direct et immédiat)¹. Ils peuvent ainsi créer des moyens de paiement remis aux ANF déficitaires en échange de titres par lesquels ceux-ci se reconnaissent débiteurs ou contre remise d'actifs réels².



En termes de bilan différentiel des unités, ce processus de création monétaire peut être décrit soit de façon globale, soit de façon décomposée.

La *présentation globale* enregistre simplement le dessaisissement de titres primaires par l'ANF déficitaire (le problème serait sensiblement voisin dans le cas de dessaisissement d'actifs réels) et la remise de titres secondaires (monnaie) par l'intermédiaire financier monétaire.

Il y a dans ce cas, en une seule opération, augmentation simultanée des actifs pour les deux unités économiques participant à la création

1. On ne saurait omettre de signaler que sur le plan empirique la frontière entre IF_m et IF_{n.m} peut être extrêmement ténue et que nombre d'IF_{n.m} participent *indirectement* à la création de monnaie. Il paraît cependant nécessaire sur le plan de la logique de bien distinguer le *modus operandi* spécifique des IF_{n.m} même dans une optique de définition de la monnaie en tant qu'actif financier le plus liquide.

2. De fait, lorsque la monnaie est émise contre des titres on a affaire, si l'on reprend la terminologie de Gurley et Shaw, à de la monnaie dite interne ; lorsque cette monnaie est émise contre des actifs réels (biens et services, or et devises, avance à l'État), on a affaire à de la monnaie dite externe. Cette distinction qui se retrouve chez de nombreux auteurs demeure de nos jours essentielle, dans la mesure où les deux catégories de monnaie n'ont pas les mêmes effets sur la dynamique économique.

A.N.F. déficitaire

I.F._m.

Titres secondaires (monnaie) +	Titres primaires +	Titres primaires +	Titres secondaires (monnaie) +
Variation d'actifs totaux +	Variation de passifs totaux +	Variation d'actifs totaux +	Variation de passifs totaux +

monétaire. Si l'on raisonnait en termes de bilan financier national (excluant l'IF_m) on serait ramené à la situation de l'ANF.

La *présentation décomposée*¹ distingue dans le processus de création monétaire deux opérations décisionnelles qui, quoique simultanées, sont analytiquement distinctes : la décision de création de monnaie *stricto sensu*, et la décision de conserver sous forme de dépôt la monnaie que l'on crée.

Ainsi, dans la première opération, il y a dessaisissement de titres primaires par l'ANF déficitaire et dessaisissement de titres secondaires (monnaie) par l'intermédiaire financier monétaire.

A.N.F. déficitaire

I.F._m.

Titres secondaires (monnaie) +	Titres primaires +	Titres secondaires (monnaie) —	
		Titres primaires +	
Variation d'actifs totaux +	Variation de passifs totaux +	Variation d'actifs totaux 0	Variation de passifs totaux 0

Il n'y a, dans cette première opération, d'augmentation simultanée des actifs et des passifs que pour l'ANF déficitaire (l'IF_m voit seulement modifier la composition interne de ses actifs).

Dans la deuxième opération, l'ANF, qui a reçu des titres secondaires

1. Cette présentation a la préférence de B. J. Moore dans son ouvrage précité, p. 48.

(monnaie) et qui est devenu l'espace d'un instant, excédentaire, se des-saisit de ces titres pour effectuer un dépôt auprès de l'IF_m. On a alors la situation suivante :

A.N.F. potentiellement excédentaire		I.F. _m .	
Titres secondaires (monnaie) —		Titres secondaires (monnaie) +	Titres secondaires (dépôt) +
Titres secondaires (dépôt) +			
Variation d'actifs totaux 0	Variation de passifs totaux 0	Variation d'actifs totaux +	Variation de passifs totaux +

On voit bien que dans cette seconde opération, véritable réciproque quasi simultanée de la précédente, c'est l'IF_m qui voit augmenter simultanément ses actifs et ses passifs (alors que l'ANF voit seulement modifier la composition interne de ses actifs).

Si l'on additionne les deux opérations, on voit bien que l'on retombe sur la situation globale mais avec une meilleure précision sur la nature des titres secondaires existants. La composition des deux opérations aboutit en effet au résultat suivant :

A.N.F.		I.F. _m .	
Titres secondaires (monnaie) 0	Titres primaires +	Titres secondaires (monnaie) 0	Titres secondaires (dépôt) +
Titres secondaires (dépôt) +		Titres primaires +	
Variation d'actifs totaux +	Variation de passifs totaux +	Variation d'actifs totaux +	Variation de passifs totaux +

On a bien ainsi augmentation simultanée des actifs et des passifs pour les deux unités économiques participant à la création monétaire. [Bien entendu, si l'on raisonnait en termes de bilan financier national (excluant l'IF_m) on serait ramené à la situation de l'ANF.]

La distinction entre présentation globale et présentation décomposée peut paraître à plus d'un titre largement sophistiquée. Le résultat d'ensemble est le même dans les deux cas, la variante décomposée faisant seule apparaître une différenciation suivant la nature des actifs émis. En fait, cette distinction de présentation est un élément d'un débat plus ample sur les conditions et les limites du pouvoir de création monétaire et partant sur la spécificité du système monétaire : c'est un débat qui sera abordé ultérieurement à propos l'analyse de l'intermédiation financière.

LE SYSTÈME FINANCIER PUBLIC

En reprenant la définition générale donnée au départ, *on peut définir le système financier public comme un complexe de structures et de comportements économiques relatifs à l'émergence, la propagation, la régulation et la signification des activités monétaires et financières publiques au cours des processus de dynamique économique.*

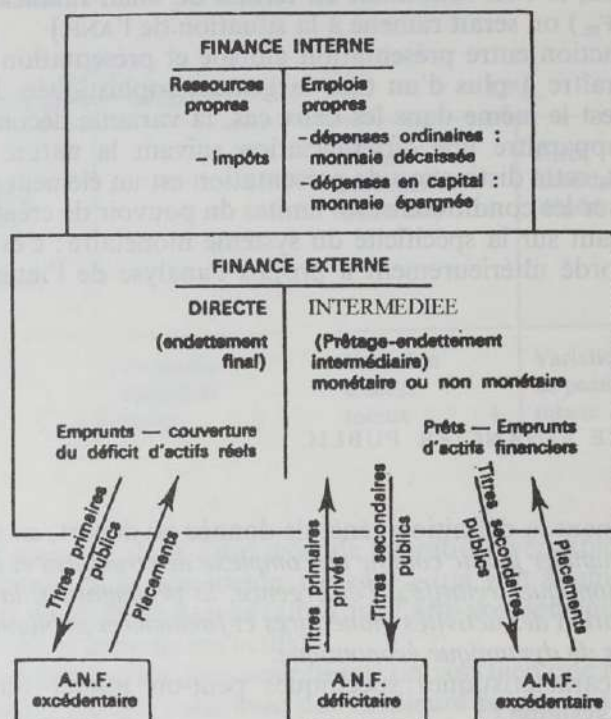
Quelles caractéristiques spécifiques peut-on inférer du caractère public de ce système ?

Le système financier public (réseau du Trésor public) est un système hétérogène et complexe. Celui-ci peut être en effet considéré comme la résultante de trois des systèmes précédemment décrits.

En tant qu'agent finançant des emplois propres sur des ressources propres il présente les éléments d'un système financier interne (autofinancement) : c'est dans cette perspective que doit être appréhendée l'analyse des impôts et des dépenses publiques menée traditionnellement en Économie publique.

En tant qu'agent émetteur de titres afin de financer son déficit, il présente les éléments d'un système financier externe : ce peut être le cas de la finance directe lorsque l'émission de titres est de nature primaire (financement d'un déficit dû à un excédent d'emplois en actifs réels) ; ce peut être le cas de la finance intermédiée lorsque l'émission de titres est de nature secondaire (financement d'un déficit dû à un excédent d'emplois en actifs financiers). Dans le premier cas les agents du système financier

public se comportent comme des agents non financiers, dans le second, comme des intermédiaires financiers¹.



Système financier public

L'hétérogénéité du système financier public fait donc de ce dernier un véritable système particulier. Celui-ci combine en fait, à des degrés divers, et selon sa nature publique, l'essentiel des partitions d'un système financier.

Le système financier public met, entre autres, nettement en évidence le phénomène d'intermédiation financière publique. Ce phénomène relève de l'analyse théorique générale de l'intermédiation financière,

1. Bien entendu, s'il y a émission de titres secondaires permettant le paiement direct et immédiat (cas de la monnaie du Trésor), on a affaire dans ce cas à un processus d'intermédiation financière monétaire.

tout comme il fait référence aux essais d'interprétation du caractère public de certains agents de l'économie : c'est dans cette double perspective qu'il conviendra d'aborder dans ce manuel la fonction d'agent financier des centres de décision publics.

4 / Types d'économie financière : systèmes basés sur le marché et systèmes basés sur la banque, économies de marchés et économies d'endettement

Les systèmes et structures financiers précédemment schématisés se traduisent sur le plan des réalités opératoires par une diversification d'institutions nationales, d'agencements structurels et de comportements souvent marqués par des « préférences nationales de structure ». Par voie de conséquence voit-on apparaître une spécification des schémas analytiques des modèles explicatifs du fonctionnement et de l'évolution de ces systèmes financiers.

Cette spécification apparaît tout d'abord nettement dans les taxinomies des systèmes financiers qui mettent l'accent : soit sur les typologies d'analyse du financement des mutations industrielles ; soit sur les typologies mettant en évidence les modalités dominantes de financement de l'économie¹. On peut schématiser en ce sens : une distinction entre, *systèmes financiers basés sur les marchés financiers* (ou orientés vers ces derniers) et *systèmes financiers basés sur le crédit* (ou orientés vers la banque) ; une distinction entre *systèmes financiers des économies de marchés* et *systèmes financiers des économies d'endettement*².

1. Cf. sur ce point l'article de J.-F. Goux, La taxinomie des systèmes financiers, *Revue d'économie financière*, 1994, n° 29, p. 201, ainsi que le travail de H. Clément-Pitiot, Intermédiation financière : incitation et coordination, Lisbonne, avril 1994, Colloque « Les banques et le financement de la croissance » (ronéoté).

2. On n'omettra pas, bien entendu, la distinction entre systèmes financiers réglementés et systèmes financiers libéralisés retenue à propos des économies en développement dans la lignée des travaux de Mac Kinnon et Shaw sur la « répression financière ». Cf. par exemple en ce sens l'étude de D. Germidis, D. Kessler et R. Meghir, *Systèmes financiers et développement : quel rôle pour les secteurs financiers formel et informel ?*, Paris, OCDE, 1991.

C'est dans cette perspective que seront précisées les portées conceptuelles et opératoires de ces distinctions, avec insistance sur la seconde compte tenu de l'importance qu'elle est susceptible de jouer dans l'évolution de la catégorisation du système financier français.

SYSTÈMES BASÉS SUR LE MARCHÉ ET SYSTÈMES BASÉS SUR LA BANQUE

L'origine de cette distinction paraît remonter aux travaux des historiens de l'économie qui ont essayé de mettre en évidence dans les années 60 et 70, les relations entre structures de financement et développement de l'industrie, notamment A. Gerschenkron, R. Cameron et A. D. Chandler¹ : ces auteurs ont ainsi mis en évidence diverses typologies nationales comparatives de développement financier.

Ce sont les réflexions contemporaines portant sur les régulations par les marchés *versus* les organisations (ou les hiérarchies) qui sont cependant à l'origine des distinctions actuelles. Une première typologie due à T. M. Rybczinski² met l'accent sur les étapes successives du développement des systèmes financiers. Une seconde typologie dont l'initiateur est J. Zysman³ insiste pour sa part sur une perspective structurale, mettant en évidence le caractère souvent alternatif de développement des systèmes financiers, au regard des mutations industrielles et de l'émergence de l'innovation.

A / Les étapes du développement des systèmes financiers

Pour T. M. Rybczinski les économies connaissent au regard des systèmes financiers une évolution caractérisée par quatre étapes successives.

Dans une première étape, caractéristique des économies non développées à faible revenu et épargne rare, l'investisseur ne peut se financer que par sa propre épargne. Le système financier existant est de type interne : l'autofinancement est le mode quasi exclusif de financement.

1. A. Gerschenkron, *Economic backwardness in historical perspective*, Cambridge, Harvard University Press, 1962 ; R. Cameron, *Banking in the early stage of industrialization*, Londres, Oxford University Press, 1967, et Id. (éd.), *Banking and economic development*, Londres, Oxford University Press, 1972 ; A. D. Chandler, *The visible hand : the managerial revolution in american business*, Cambridge, Harvard University Press, 1977. On n'omettra de rapprocher de ces travaux, ceux de R. W. Goldsmith présentés dans le point 3 de ce chapitre.

2. T. M. Rybczinski, *Business Finance in the EEC, USA and Japan*, *The three bank review*, 1974, n° 3, p. 58 ; *Industrial finance system in Europe, US and Japon*, *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, 1984, n° 5, p. 276 ; *Financial systems, risk and public policy*, *The Royal Bank of Scotland Review*, 1985, n° 148, p. 35.

3. J. Zysman, *Governments, markets and growth. Financial systems and the politics of industrial change*, New York, Cornell University Press, 1983.

Dans une seconde étape, un surplus d'épargne se dégage avec le « décollage » du développement. Cette épargne est collectée par les intermédiaires financiers, notamment les banques, qui transforment l'épargne détenue afin de répondre aux exigences des investisseurs, tout en assurant une diversification des risques. Ces banques ont aussi, bien entendu, une fonction classique de gestionnaire du système des moyens de paiement. Cette étape est caractéristique d'un système financier orienté vers la banque (*bank orientated system*). Pour T. M. Rybczinski ce système était caractéristique (l'auteur écrit en 1984) des systèmes financiers des économies d'Europe continentale et du Japon.

Dans une troisième étape (dont les premières apparaissent *de facto* dès l'étape précédente) la croissance conduit au développement des marchés financiers (ou de capitaux) avec diversification des intermédiaires financiers et apparition d'intermédiaires de marchés. Il y a aussi pluralité de marchés, de titres financiers et... d'opportunités de placement. Cette étape est caractéristique d'un système orienté vers le marché (*market orientated system*). Pour T. M. Rybczinski ce système était caractéristique (toujours en 1984) des systèmes financiers des économies britannique et nord-américaine.

Dans une quatrième étape apparaissent, à des niveaux de croissance plus élevés, les sophistications des marchés financiers qui conduisent à des systèmes financiers fortement orientés vers le marché (*strongly market orientated systems*) dont on peut penser (sans trahir sans doute la pensée de l'auteur qui n'y faisait pas allusion, et pour cause, en 1984) que l'explosion des marchés dérivés est une bonne illustration.

Ce développement en quatre étapes se succédant en une approche unilinéaire est à l'évidence d'inspiration « rostowienne » marquée¹, la banque (et le système orienté vers la banque) étant l'élément catalyseur du *take-off* devant conduire à une croissance auto-entretenu (²).

On se bornera pour apprécier la portée analytique et opératoire de cette analyse à deux séries de remarques. *La focalisation sur les deux types d'économie financière retenus revient en fait à opposer système financier administré et système financier libéralisé² avec assimilation pour le*

1. Cf. dans une démarche voisine les étapes du développement fiscal étudiées (ou prophétisées ?) dès 1966 par H. H. Hinrichs in *A general theory of tax structure change during development*, Cambridge, Cambridge University Press.

2. Dont les spécificités sont bien précisées dans les travaux de Rybczinski. Les deux critères de classification essentiels des systèmes financiers sont : le ratio capitalisation boursière/PNB et la structure du passif des entreprises non financières. Le fondement « théorique » de la distinction entre économies financières repose par ailleurs sur : l'émergence d'innovations financières (les nouveaux produits de marchés remplacent les produits bancaires traditionnels) ; les contraintes politico-administratives, qui entravent le développement des marchés financiers.

moins hâtive, entre banque et administration, et, libéralisation et marché¹, ce qui n'est qu'une nouvelle variante de la thèse bien connue de la « répression financière » : l'univocité successive des quatre étapes retenues, indépendamment des critiques traditionnelles à l'encontre de ce type de description-explication de la croissance et du développement, pose la question de l'antériorité de la banque et du marché... au regard de l'explication classique qui voit dans la banque une réponse aux défaillances du marché, explication classique qui a par ailleurs les faveurs de T. M. Ryczynski².

B / Systèmes financiers, mutations industrielles et innovation

J. Zysman, politologue américain spécialiste de l'évolution des systèmes politico-industriels (et qui a notamment étudié le système français) a présenté en 1983 une analyse des systèmes financiers nationaux qui éclaire, tant les stratégies économiques des pouvoirs publics, que les conflits politiques allant de pair avec les mutations industrielles ; cette analyse a par ailleurs été prolongée par plusieurs auteurs mettant l'accent sur les aptitudes comparatives des systèmes financiers à susciter et diffuser des innovations.

La thèse centrale de J. Zysman est que *les politiques de mutations industrielles sont structurées par les configurations des systèmes financiers correspondants*. Il distingue à ce propos trois types de configurations alternatives : *les systèmes financiers basés sur les marchés financiers ou de capitaux (capital markets based) ; les systèmes financiers basés sur le crédit (credit based) avec prix (taux d'intérêt) administrés ; les systèmes financiers basés sur le crédit (credit based) avec prix (taux d'intérêt) déterminés dans ce cas par les intermédiaires financiers*. Dans le premier cas (système basé sur les marchés financiers), la finance directe ou finance de marché permet aux entreprises de développer une stratégie industrielle « autonome ». Dans le deuxième cas (système basé sur le crédit avec taux d'intérêt administrés), la puissance publique (par exemple par une allocation sélective des crédits) peut intervenir quasi directement sur la stratégie industrielle des entreprises. Dans le troi-

1. Comme le note justement J.-F. Goux, *in art. cité*, p. 214.

2. On n'omettra pas cependant que, pour les historiens, le crédit peut avoir précédé la monnaie (cf. certaines interprétations du Code d'Hammourabi) et qu'il est incontestable que les changeurs et opérateurs sur espèces (cf. l'origine du mot banque au « Quattrocento » italien) exerçaient leur métier avant le véritable développement des marchés de capitaux.

sième cas (système basé sur le crédit avec taux d'intérêt déterminés par les intermédiaires financiers), la finance intermédiée avec dominance des intermédiaires peut conduire soit à une politique déterminée par la banque-industrie, ou par une collusion banque-pouvoirs publics et (ou sans) industrie. Faisant le point de la situation en 1983, J. Zysman pouvait sans difficulté montrer que les États-Unis et la Grande-Bretagne correspondaient au premier cas, la France, la Suède et le Japon¹ au second, et la République fédérale allemande au troisième.

Au-delà de l'analyse de J. Zysman, plusieurs auteurs notamment J. L. Christensen, G. Dosi, E. Berglöf, M. Aoki et G. Dosi, F. Allen et D. Gale, B. Amable et J.-B. Chatelain²... ont proposé des approfondissements mettant doublement l'accent sur certains aspects spécifiques des systèmes financiers et sur l'aptitude de ces systèmes à susciter et diffuser l'innovation. J. L. Christensen met l'accent sur la plus ou moins grande disponibilité du crédit bancaire, E. Berglöf sur l'importance du ratio dette-titres, M. Aoki et G. Dosi insistent sur le degré de contrôle des firmes par les banques ou les marchés, F. Allen et D. Gale opposent l'expérience historique des systèmes financiers à prédominance bancaire (Japon, Allemagne) à celle des systèmes à prédominance de marchés financiers (Grande-Bretagne, États-Unis), B. Amable et J.-B. Chatelain prolongent l'analyse précédente en donnant une bonne revue de la littérature. Il apparaît ainsi que les systèmes *credit or bank based*, avec dominance des intermédiaires financiers, compte tenu des relations bilatérales entre banques et industries, conduisent les banques à avoir des intérêts spécifiques dans la viabilité à long terme des entreprises et contribuent ainsi à la mise en œuvre de stratégies d'innovations à long terme (*far-sighted*), compte tenu d'une accumulation successive d'informations et de compétences à potentiel innovatif. De leur côté les systèmes *capital markets based* offrent des opportunités d'innovation via

1. La catégorisation du Japon est discutée par K. Imai, Japan's financial system and industrial innovation, in V. Zamagni (éd.), *Finance and the enterprise*, Londres, Academic Press, 1992, p. 180, qui pense que la politique industrielle (fût-ce celle du MITI) n'est pas vraiment conduite par l'État. Il met en avant le rôle de la banque principale de l'entreprise (qui rapproche le système financier japonais de celui de la Hausbank allemande).

2. J. L. Christensen, art. cité, p. 156. G. Dosi, Finance innovation and industrial change, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1990, n° 13, p. 299 ; E. Berglöf, Capital structure as a mechanism of control : a comparison of financial systems, in M. Aoki, B. Gustafsson et O. E. Williamson (éd.), *The firm as a nexus of treaties*, Londres, Sage Publications, 1990 ; M. Aoki et G. Dosi, Corporate organization finance and innovation in V. Zamagni, *op. cit.*, p. 35 ; F. Allen et D. Gale, A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and in the US, *European Economic Review*, 1995, n° 39, p. 79. B. Amable et J.-B. Chatelain, Efficacité des systèmes financiers et développement économique, *Économie internationale*, 1995, n° 61, p. 99, et Systèmes financiers et court-termisme, *Revue économique*, 1995, n° 46, p. 827.

des normes spécifiques de type capital-risque ou *venture capital* ; mais ces opportunités sont loin de pouvoir toujours être saisies par les économies à développement « insuffisamment marchéisé » ce qui explique que le système *credit or bank based* avec administration des taux par la puissance publique puisse souvent jouer un rôle positif, notamment en matière d'innovations financières publiques, ce qui a été le cas de la France au milieu de la décennie 1980.

On se bornera, ici encore, pour apprécier la portée analytique et opératoire de cette analyse à deux séries de remarques. Les travaux de J. Zysman *et al.* sont révélateurs d'une approche en termes d'« économie des institutions » appliquée aux systèmes financiers ; ils font bien apparaître dans quelle mesure ces systèmes « constituent des arrangements institutionnels qui reposent sur le choix de modes d'allocation de l'épargne à l'investissement »¹. *Le caractère alternatif des trois types de systèmes analysés ne fige pas ces derniers dans une catégorie pérenne, mais permet au contraire une pluralité de trajectoires dont les potentialités de viabilité sont essentiellement liées aux imbrications et connexions entre systèmes financiers et réels*, ainsi que le montre l'évolution récente du système financier français.

ÉCONOMIES DE MARCHÉS FINANCIERS ET ÉCONOMIES D'ENDETTEMENT

L'origine de cette distinction paraît remonter aux débats de l'entre-deux-guerres relatifs à l'exogénéité ou à l'endogénéité de l'offre de monnaie. La notion d'offre de monnaie endogène (et donc difficilement maîtrisable) apparaissait caractéristique d'un système financier de type français, l'exogénéité étant la règle dans un système de type américain. Ce sont là des analyses qui apparaissent chez les frères Guillaume dès 1937, que l'on retrouve dans les travaux de J. Ullmo et surtout chez ceux de Jean Denizet et des fondateurs de la comptabilité nationale financière française (notamment Claude Gruson)².

Le renouveau contemporain de l'analyse remonte à octobre 1972, date à laquelle un numéro spécial de *Business Week* traite de « The debt economy ». C'est cependant une remarque de J. R. Hicks dans *The crisis in Keynesian economics*, ouvrage paru en 1974³,

1. H. Clément-Pitiot, art. cité, p. 14. On lira aussi avec intérêt le tableau annexe p. 24 (inspiré de G. Dosi et J. L. Christensen) sur les propriétés « évolutionnaires » comparées des systèmes financiers.

2. Cf. sur ces points, notamment, J. Denizet, La part des phénomènes monétaires dans le modèle de Keynes et les modèles de comptabilité économique, *Économie appliquée*, 1958, p. 451.

3. J. R. Hicks, *The crisis in Keynesian economics*, Oxford, Basic Blackwell, 1974, p. 50, avec traduction française, *La crise de l'économie keynésienne*, Paris, Fayard, 1988.

qui va relancer le débat dans l'analyse contemporaine. J. R. Hicks écrivait en effet : « Tout dépend... des modalités institutionnelles ; il semble néanmoins utile, de manière assez générale, de classer les entreprises (on peut y inclure maintenant les entreprises financières) en deux secteurs : l'un qui satisfait ses besoins de liquidité grâce à la détention d'actifs liquides, l'autre soutenu par une faculté d'emprunt automatique (ou apparemment automatique). Appelons-les secteur "du marché" (*auto-economy*) et secteur "d'endettement" (*overdraft*) respectivement ».

Cette perspective centrée sur les besoins de liquidités des entreprises a été généralisée à l'ensemble des structures et systèmes financiers. Cette approche a été développée, notamment en France à partir de la fin des années 70¹, tant sur le plan analytique qu'opératoire, par des travaux d'économistes de la Banque de France et de l'INSEE ainsi que de nombreux analystes des systèmes financiers².

A / Les critères de distinction

Plusieurs critères de distinction sont souvent avancés pour mettre en évidence les fondements conceptuels de la distinction entre économies de marchés financiers et économies d'endettement.

*Une première approche repose sur une opposition entre économie de pur marché et une économie de pur endettement*³.

Dans une économie de pur marché financier, conformément aux enseignements du théorème de Modigliani-Miller⁴, il y a neutralité de la finance. En ce sens la valeur de marché d'une entreprise est indépendante des modalités de financement de son passif, que celui-ci soit assuré par des fonds propres ou de l'endettement. On a affaire dans ce cas à des marchés financiers parfaits avec un recours éventuel au système financier interne (autofinancement) et action essentielle du système financier externe direct (finance directe). Tous les actifs financiers peuvent être arbitrés entre eux (et notamment les titres de créances

1. Le point de départ de la distinction est bien posé dans les Actes du Colloque la Banque de France de 1977 (Séminaire des Banques centrales et des Institutions internationales), *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, 1978, n° 6 (cf. notamment l'article de R. Airikkala et T. R. G. Bingham sur l'économie finlandaise).

2. L'appellation économie de marchés *versus* économie d'endettement est une interprétation de la terminologie de Hicks que plusieurs auteurs préfèrent conserver de façon plus stricte en parlant de secteur (ou économie) autofinancé(e) ou économie de fonds propres, *versus* économie à découvert. Cf. par exemple sur ce point les remarques de J.-F. Goux, Les fondements de l'économie de découvert, *Revue économique*, juillet 1990, p. 669, et celles de O. Garnier, La debt-récession américaine de 1990-1991, *Revue d'économie financière*, 1992, n° 20, p. 98.

3. Cette distinction est bien schématisée par J. Fayolle, M. Fleurbaey et M. A. Kleinpeter dans le Rapport sur les comptes de la nation pour 1989, Une économie plus forte, Paris, INSEE, 1990, p. 45.

4. F. Modigliani et M. Miller, The cost of capital, corporation finance and the theory of instrument, *American Economic Review*, 1958, 48, n° 3.

entrent parfaitement dans les relations d'arbitrage avec les actions qui sont des droits de propriété). Les marchés financiers sont efficaces (notamment au regard de l'utilisation de l'information) ce qui implique que les prix des actifs financiers prennent en compte l'information pertinente disponible à tout instant¹. Cette efficacité peut être par ailleurs modulée entre trois catégories : efficacité forte (le prix des actifs financiers intègre toutes les informations existantes – même si elles sont confidentielles – ce qui empêche les « initiés » d'obtenir un profit anormal), efficacité semi-forte (le prix des actifs financiers intègre toutes les informations publiquement disponibles tant pour les événements passés que pour ceux susceptibles de se produire dans l'avenir), efficacité faible (le prix des actifs financiers prend en compte toute l'information qui émane de la séquence des prix passés). Dans ce type d'économie, l'endettement ne pose pas de problème spécifique, ni pour le financement des entreprises, ni pour l'adéquation générale entre épargne et investissement, mais à condition que l'on soit bien entendu dans une économie de purs marchés financiers, ne connaissant : ni cloisonnement des marchés, ni incertitude absolue, ni fiscalité...². Tout investissement nouveau trouve son financement dès lors qu'il génère un taux de rentabilité égalisant (au moins) le taux d'intérêt du marché ; ainsi les opportunités de profit constituent-elles la condition nécessaire et suffisante à la réalisation de l'investissement et par là même à l'accumulation du capital, facteur fondamental de la dynamique économique.

Dans une économie de pur endettement, la dette est le seul mode de financement externe. Un investissement peut être financé : soit dans le cadre du système financier interne par un processus d'autofinancement ; soit dans le cadre du système financier externe indirect (finance intermédiée) par endettement auprès d'un intermédiaire financier ($IF_{n.m.}$ ou $IF_m.$). Dans ce cas le ratio d'endettement par rapport à l'investissement à financer soit ρ = dette/capital productif devient un élément central de l'accumulation du capital et de la dynamique économique : il y a bien non neutralité de la finance³. En effet, l'équilibrage d'un tableau de financement permet d'écrire schématiquement que :

$$Ebe + \Delta D = \rho I + rD \quad (1)$$

1. Une bonne présentation de l'efficacité se trouve dans les ouvrages précités de B. Jacquillat, et B. Solnik, ainsi que de R. Ferrandier et V. Koen.

2. On n'ignore pas bien entendu que des analyses plus sophistiquées ont perfectionné le théorème de 1958 de Modigliani-Miller en intégrant notamment la fiscalité...

3. Cf. sur ce point J. Fayolle *et al.*, *op. cit.*, p. 57 et s.

- si Ebe est l'excédent brut d'exploitation
 ΔD le nouvel endettement
 I l'investissement en volume
 p le prix de l'investissement (évalué au coût du renouvellement)
 et r le taux d'intérêt apparent sur l'endettement.

Si l'on note g le taux de croissance du capital, soit :

$$g = \frac{K_+ - K}{K}$$

avec K capital initial en volume et K_+ capital en fin d'exercice en volume, on peut faire aisément apparaître la dynamique du ratio d'endettement ρ_+ .

Celle-ci s'écrit :

$$\rho_+ = \frac{D_+}{P_+ \cdot K_+}$$

(la notation $+$ indiquant la valeur atteinte en fin d'exercice) et est égale à

$$\rho_+ = \frac{\rho(1+r) + g + \delta}{(1+\dot{p})(1+g)} \quad (2)$$

avec δ taux de déclasserement du capital

et $\dot{p}$ taux de croissance du prix du capital.

On voit que le ratio d'endettement et par voie de conséquence le système financier externe indirect et la finance intermédiée ont un rôle essentiel (ne serait-ce que parce que le ratio intervient au numérateur et au dénominateur). Une augmentation du taux de croissance implique un endettement plus grand qui induit par ailleurs un plus grand volume de capital ; la variation corrélative de ρ et de g dépend aussi notamment : du taux d'inflation (taux de croissance du prix du capital), du taux d'intérêt, du taux de déclasserement du capital (et indirectement du taux de rentabilité qui génère l'excédent brut d'exploitation). Dans une économie pure d'endettement, le mode de financement est non neutre : la dynamique du système financier joue un rôle central dans la réalisation de l'investissement et par là même de l'accumulation du capital facteur fondamental de la dynamique économique.

D'autres approches insistent sur les traits spécifiques de l'économie d'endettement, souvent occultés par des analyses pour lesquelles l'exis-

tence d'économie de marchés financiers paraît à l'évidence la caractéristique centrale et unique des systèmes financiers¹.

F. Renversez fait remarquer, en ce sens, que la structure de financement des entreprises point d'ancrage réel du système financier, est caractérisée, en économie d'endettement, par une faiblesse du taux d'autofinancement, même pour les firmes dont la dimension permet un accès sans difficulté aux marchés financiers. Par voie de conséquence le financement par le crédit, le système financier externe indirect monétaire, devient prédominant : « *Le crédit constitue dans ce système financier le mode principal de financement de l'activité productive.* »² Le rôle des banques, des IF_{n.m.} devient crucial par la création via le crédit, de moyens de financement. Par voie de conséquence les IF_{m.} ont, en économie d'endettement, une contrainte de refinancement qu'ils satisfont, soit via le compartiment interbancaire du marché monétaire, soit via le compartiment Banque centrale de ce même marché. Dans ce type d'économie, le système financier ne peut être *de facto* « bouclé » que par le refinancement de la Banque centrale qui devient ainsi un prêteur en dernier ressort contraint (alors qu'en économie de marchés financiers, la Banque centrale n'intervient pour l'équilibrage des ressources de trésoreries des IF_{m.} que de façon discrétionnaire).

C. de Boissieu note bien pour sa part que la distinction entre économie de marchés financiers et économie d'endettement repose essentiellement sur la dominance du mode de financement de l'économie³. *Une économie de marchés financiers est une économie dans laquelle l'ajustement entre besoins et capacités de financement s'opère principalement par une relation directe entre ANF (au sein du système financier externe direct) via les marchés financiers : il y a dominance de la finance directe. Une économie d'endettement est une économie caracté-*

1. Cf. par exemple sur ce point l'analyse de M. Gertler, Financial structure and aggregate economic activity : an overview, *Journal of Money, Credit and Banking*, août 1988, p. 559, pour lequel la distinction économie de marchés-économie d'endettement est totalement occultée.

2. F. Renversez, *Éléments d'analyse monétaire*, Paris, Dalloz, Mémento, 1995, 3^e éd. p. 198 et s. On lira aussi avec intérêt sur ce point les autres travaux suivants du même auteur : *Systèmes financiers*, éd. Cahiers français, Paris, Documentation française, 1986, n° 224 ; *Finance directe ou finance indirecte, systèmes financiers comparés*, *Journal des Caisses d'épargne*, juillet 1986, *Financement de l'industrie et systèmes financiers comparés*, in R. Arena et al., *Traité d'économie industrielle*, Paris, Economica, 1988, chap. 9, sect. 8 ; *Innovations financières, désintermédiation et économie d'endettement, Économies et sociétés*, série Monétaire, n° 1, 1988.

3. C. de Boissieu, Économie d'endettement, économie de marchés financiers et taux d'intérêt, in A. Barrère, (éd.), *Keynes aujourd'hui : théories et politiques*, Paris, Economica, 1985, p. 337 ; C. de Boissieu et J. L. Guglielmi, *Formation et rôle des taux d'intérêt*, Paris, Economica, 1982 (voir notamment pour notre propos les contributions de C. de Boissieu, p. 10, et V. Lévy-Garboua, p. 132).

sée par l'importance du système financier externe indirect, i.e. la finance intermédiée¹.

Divers critères complémentaires notés par de nombreux auteurs, notamment français, viennent s'ajouter aux caractéristiques déjà notées.

La fixation des taux d'intérêt diverge selon les deux types d'économie : une économie de marchés financiers suppose une flexibilité équilibrante des taux d'intérêt alors qu'une économie d'endettement a généralement des taux de déséquilibre n'ajustant pas parfaitement offres et demandes de crédit.

Le sens de la causalité entre masse monétaire et monnaie « banque centrale » est en général inversé suivant les deux types d'économie (ce qui renvoie aux débats multiplicateur *versus* diviseur du crédit). En économie de marchés financiers les IF_m n'accordent de crédits additionnels que s'ils ont à l'avance des réserves excédentaires en monnaie « banque centrale » (ce qui renvoie aux économies « en banque » *versus* les économies « hors banque », ainsi qu'aux systèmes financiers « orientés vers la banque » et aux systèmes financiers « orientés vers le marché »)². En économie d'endettement les IF_m accordent des crédits additionnels au départ sur la base de leurs critères spécifiques de gestion ; ils se procurent *in fine* la monnaie « banque centrale » permettant de faire face aux « fuites » du système. Mais ceci ne fonctionne correctement que parce que la Banque centrale garantit l'existence de possibilités de refinancement en se portant en toute hypothèse prêteur en dernier ressort afin d'assurer le bouclage du circuit... ce qui limite automatiquement la mortalité bancaire en économie d'endettement³.

Ces critères complémentaires souvent associés à la distinction fondamen-

1. Une conséquence importante en découle pour le sens de la causalité des relations entre épargne et investissement. Si l'antériorité de l'épargne est dans la logique de l'économie de marchés, il n'en va pas obligatoirement de même en économie d'endettement : grâce aux IF_m , l'endettement permet l'investissement qui via le multiplicateur de revenu engendre *ex post* l'épargne équilibrante.

2. Cf. sur ce point l'analyse précitée p. 44 et s.

3. Plusieurs conséquences découlent de cette analyse, notamment bien mises en évidence par plusieurs auteurs. Les IF_m ont une responsabilité essentielle dans le financement d'une économie d'endettement (ils n'ont pas avantage direct à rationner le crédit ; le taux du marché des crédits des IF_m a un rôle directeur dans la structure des taux débiteurs qui est la plus significative...). La création monétaire est souple dans ce même type d'économie par suite de la décentralisation des décisions initiatrices de cette création ; corollaire immédiat : toute politique monétaire est plus délicate à mettre en œuvre. Cf. sur ce point V. Lévy-Garboua et B. Weymuller, *Macroéconomie contemporaine*, Paris, Economica, 2^e éd., 1981 ; V. Lévy-Garboua, G. Oudiz, H. Sterdyniak et P. Villa, Change, inflation et intérêt : un modèle, *Revue économique*, septembre 1978 ; G. Maarek, Monnaie et inflation dans une économie d'endettement, *Revue d'économie politique*, janvier 1978 ; D. Lacoue-Labarthe, *Analyse monétaire*, Paris, Dunod, 1980.

- Causalité, 170 et s.
- Centres de décision publics, 12 et s., 17 et s.
- Charge de la dette, 363 et s., 368 et s.
- Charge excédentaire, 383.
- Choc :
 - budgétaire, 427 et s. ;
 - monétaire, 425 et s., 507 et s. ;
 - permanent, 428 et s. ;
 - réel, 426 et s., 508 ;
 - transitoire, 428 et s.
- Circuit du Trésor, 31 et s., 261 et s.
- Comptabilité financière publique, 108 et s., 143 et s.
- Comptabilité générale de l'État, 111 et s.
- Comptes de la nation, 41 et s.
- Comptes financiers de la nation, 41 et s., 101 et s., 143 et s., 449 et s.
- Compte général de l'Administration des Finances, 111 et s., 121 et s., 137 et s.
- Comptes spéciaux du Trésor, 109 et s.
- Conseil national du Crédit, 149 et s.
- Consolidation de la dette, 248 et s.
- Contrainte budgétaire de l'État (publique), 313 et s., 320 et s., 332 et s., 408 et s.
- Contrat :
 - financier, 200 et s., 213 et s. ;
 - optimal, 200 et s., 213 et s.
- Contrôle délégué, 201 et s.
- Correspondants du Trésor, 270.
- Correspondants en valeurs du Trésor (CVT), 292 et s.
- Coupon-zéro, 281.
- Courbe de Phillips, 435.
- Créances-dettes, 21 et s., 106 et s., 197, 221, 443 et s., 500 et s.
- Crédit, 21 et s., 106 et s., 197, 221, 443 et s., 500 et s.
- Credit crunch, 501.
- Credit view, 219, 500 et s.
- Croissance :
 - endogène, 311, 437, 528 ;
 - équilibrée, 61 et s., 375 et s. ;
 - exogène, 369 et s., 394 et s.
- Déclouisonnement, 13, 60 et s.
- Découvert-impasse, 109 et s., 120.
- Déficit :
 - budgétaire, 41 et s., 317 et s. ;
 - délibéré/automatique, 411 ;
 - public, 317 et s., 329 et s., 337 et s., 355 et s., 527.
- Démembrement, 280 et s.
- Dépense publique, 315 et s., 331 et s., 426 et s.
- Déréglementation, 13, 61 et s.
- Déséquilibre, 402 et s., 426, 513, 527.
- Désintermédiation, 13, 61 et s., 527.
- Dettes publiques, 113 et s., 138 et s., 247 et s., 271 et s., 308, 311 et s., 363 et s.
- Dichotomie, 12, 311, 440 et s., 525, 528.
- Duration, 284.
- Économie d'endettement, 16, 43 et s., 314 et s., 422.
- Économie de marchés financiers, 16, 27, 43 et s., 314 et s., 423, 439 et s., 498 et s.
- Économie des finances publiques, 11 et s., 528.
- Économie financière, 11 et s.
- Économie financière publique, 1, 3, 11 et s., 22, 173, 229, 230, 527 et s.
- Économie publique, 12 et s., 22, 230, 528.
- Effets :
 - boule de neige, 405 et s. ;
 - d'annonce, 442 et s. ;
 - d'anticipation, 442 et s. ;
 - d'encaisses réelles, 442 et s. ;
 - d'entraînement (*crowding in*), 229, 321 et s., 342 et s. ;
 - d'éviction (*crowding out*), 229, 321 et s., 342 et s. ;
 - d'intermédiation, 181 et s. ;
 - de niveau de la dette publique, 248 ;
 - de richesse, 327 et s., 363 et s. ;
 - de structure de la dette publique (ou de composition), 248 ;

- de transformation, 180 et s. ;
- de transmutation, 181 et s. ;
- multiplicateur, 316 et s. ;
- titres, 368.
- Efficacité, 13, 313, 403 et s., 423 et s., 528.
- Emprunt, 16, 23 et s., 123, 313 et s., 321 et s., 333 et s., 363 et s.
- Encours, 85 et s., 406 et s., 514 et s.
- Endettement, 16, 23 et s.
- Épargne, 84 et s., 177 et s., 355 et s., 369 et s.
- Équilibre budgétaire, 368, 428 et s.
- Équivalence ricardienne, 357, 363 et s., 370 et s., 385 et s.
- État, 79 et s., 101 et s., 227, 230, 267 et s., 421 et s.
- Excédent (capacité) de financement, 20 et s., 34 et s.
- Exercice-gestion, 123 et s., 168.
- Finance :
 - directe, 12 et s., 21 et s., 33 et s., 173 et s., 197 et s., 203 et s., 226 et s., 231 et s., 305 ;
 - indirecte, 21 et s., 33 et s. ;
 - intermédiaire, 33 et s., 173 et s., 203 et s., 226 et s., 231 et s., 305.
- Financement des soldes budgétaires, 313 et s.
- Firme, 197.
- Flux, 83 et s., 367 et s., 442 et s.
- Flux de fonds, 68 et s.
- Fonds de soutien des rentes (FSR), 286.
- Free banking*, 192 et s.
- Free rider*, 200.
- Générations imbriquées, 369 et s.
- Gestion de la dette publique, 253 et s.
- Gestion de portefeuille, 178, 192 et s., 513.
- Globalisation financière, 13 et s., 358 et s.
- Illusion :
 - fiscale, 364 et s., 375 et s. ;
 - monétaire, 393 et s.
- Impôt, 11, 16, 79, 119 et s., 313 et s., 363 et s.
- Inflation, 336 et s., 346 et s., 393 et s., 406 et s., 435.
- Information :
 - parfaite, 196 et s., 207 et s. ;
 - imparfaite, 196 et s., 207 et s.
- Incertitude, 198 et s.
- Indexation, 250 et s., 256 et s.
- Indicateurs de structure financière (ANIR, FIR), 158 et s.
- Inefficacité, 426 et s.
- Innovation financière :
 - de pratique, 13, 197, 247 ;
 - de produit, 13, 197, 247 ;
 - de système, 13, 197, 244, 247, 248 ;
 - privée, 13, 197, 231 et s. ;
 - publique, 13, 197, 248 et s.
- Instabilité financière, 198.
- Instrument :
 - de financement, 26 et s., 82 et s. ;
 - de paiement, 26 et s., 82 et s. ;
 - de placement, 26 et s. ;
 - de refinancement, 27 et s.
- Intégration (des variables monétaires, financières et réelles), 312, 439 et s., 499 et s., 525 et s.
- Intérêt (taux), 13, 183 et s., 237, 316 et s., 355 et s., 442 et s.
- Intermédiaires financiers, 19 et s., 23 et s., 30 et s., 71 et s., 175 et s., 200 et s., 216 et s., 234 et s., 447 et s., 528.
- Intermédiation :
 - financière, 63 et s., 175 et s. ;
 - financière publique, 175 et s., 259 et s.
- Jeu, 233, 239 et s., 259 et s.
- Keynésianisme de la synthèse, 253, 322 et s., 332 et s., 342 et s.
- Liquidité, 13, 25 et s., 68 et s., 106 et s., 186 et s., 207 et s., 236 et s., 273 et s., 442 et s., 482 et s.