

Alexandre Asselineau

Quelle peut-être la « raison d'être » des banques dans les systèmes financiers contemporains ?

Une approche par les théories microéconomiques des intermédiaires financiers



■ Résumé

Cette contribution vise à étudier en quoi les théories microéconomiques dites de « la raison d'être » des intermédiaires financiers peuvent nous aider à comprendre l'architecture actuelle des systèmes financiers. Nous présentons tout d'abord ces théories, nées à partir des années 1960, de façon synthétique. Celles-ci, fondées pour l'essentiel sur des hypothèses d'imperfections des marchés, postulent une concurrence entre les deux formes organisationnelles alternatives que sont les intermédiaires financiers et les marchés. Nous constatons que ce type d'approches ne parvient pas à refléter convenablement la réalité des systèmes financiers, caractérisés d'une part par une forte imbrication banques-marchés, d'autre part par une présence incontournable de diverses structures d'intermédiation bancaire ou financière. Nous tentons finalement d'avancer quelques pistes de recherche envisageables.

■ Abstract

This contribution studies how the microeconomic theories called the "raison d'être" of the financial intermediaries may help us understand the contemporary architecture of financial systems. First, we present these theories from the years 1960 in a synthetic way. Those theories, based essentially on assumptions of markets imperfections, postulate a competition between two alternative organisational forms: financial intermediaries and markets. We note that this type of approach does not manage to suitably reflect the reality of financial systems, characterized on the one hand by a strong overlap of banks-markets, and on the other hand by a presence- impossible to circumvent- of various structures of banking or financial intermediation. Finally we advance some possible tracks of research.

■ Mots clés / Keywords

Systèmes financiers, marchés imparfaits, désintermédiation // *Financial Systems , Imperfect Markets , Disintermediation*

Sommaire

Introduction	5
1 Retour sur les théories de l'existence des intermédiaires financiers.....	7
<hr/>	
1.1 Naissance et développement	7
1.1.1 <i>Comprendre l'existence des institutions en économie de marchés.....</i>	<i>7</i>
1.1.2 <i>Le cas particulier des intermédiaires financiers : l'apport déterminant de Gurley et Shaw</i>	<i>7</i>
1.2 La « raison d'être » des intermédiaires financiers	10
1.2.1 <i>Introduction</i>	<i>10</i>
1.2.2 <i>L'économie des coûts de transaction</i>	<i>11</i>
1.2.3 <i>Le rôle des asymétries d'information</i>	<i>13</i>
1.2.4 <i>Le rôle de fournisseur de liquidités des banques</i>	<i>15</i>
2 Les banques, acteurs majeurs des économies contemporaines	16
<hr/>	
2.1 Banques versus marchés : concurrence ou complémentarité ?.....	16
2.1.1 <i>Vers la disparition des banques ?.....</i>	<i>16</i>
2.1.2 <i>L'étroite imbrication des banques et des marchés : « la banque dividende ».....</i>	<i>18</i>
2.1.3 <i>Systèmes financiers basés sur les marchés versus systèmes financiers basés sur les banques</i>	<i>20</i>
2.2 Risque et incertitude « radicale »	21
2.2.1 <i>Approche fonctionnelle et gestion du risque</i>	<i>21</i>
2.2.2 <i>L'utilité « fondamentale » des institutions bancaires</i>	<i>23</i>
Conclusion.....	26
Bibliographie	27

Introduction

Les systèmes financiers ont été caractérisés ces dernières décennies par de vastes mouvements de libéralisation et de déréglementation, qui ont entraîné la croissance exponentielle des financements de marché. L'idée qui sous-tend cette évolution est que la baisse des coûts et l'accroissement de la liquidité des marchés induits sont susceptibles de favoriser la croissance et partant, le développement des pays. En effet, en permettant à des agents présentant des besoins de financement de trouver immédiatement et à moindre coût les ressources nécessaires auprès d'agents en capacités de financement, le système financier permet une allocation optimale des ressources à tout moment et en tout lieu, garantissant donc un niveau optimal d'investissements et de consommation.

Adoptées largement par les pays développés, ces mesures de libéralisation ont été également mises en œuvre dans de nombreux pays en voie de développement, ou dans les pays dits « en transition ». Avec le recul, le bilan de ces deux décennies peut apparaître mitigé. Il semble peu contestable que certains pays, notamment les plus développés, ont pu tirer profit des atouts offerts par des marchés mondiaux liquides. Mais chacun a pu constater l'accroissement simultané de l'extrême volatilité de marchés devenus étonnamment puissants, facteurs de crises et d'instabilité financières, sources finalement d'incertitudes nouvelles peu favorables à la croissance.

Parallèlement, les systèmes bancaires nationaux ont été confrontés aux profondes remises en question de leurs activités « traditionnelles ». Ils n'ont semblé s'adapter que difficilement à la globalisation financière, conduisant à de multiples interprétations sur le déclin (la « désintermédiation », les vagues de restructurations en Europe ou aux Etats-Unis) ou l'obsolescence des banques (vue au travers par exemple du prisme de la crise du système japonais), voire sur leur disparition pure et simple. Ce constat renvoie à une question centrale, pourtant peu tranchée par l'analyse économique : celle de « l'architecture » des systèmes financiers.

D'un point de vue analytique, on distingue généralement deux types de systèmes financiers « purs » :

Le modèle basé sur les marchés d'une part, de type « anglo-saxon ». Il est caractérisé par la présence de nombreux marchés financiers, accessibles et liquides. Le rôle des banques commerciales est assez faible et très réglementé¹ ;

Le modèle basé sur les banques d'autre part, essentiellement développé en Europe (notamment en Allemagne) et au Japon. Les banques commerciales « universelles » y sont omniprésentes et puissantes (par le biais notamment de prises directes de participation dans le capital des entreprises).

Si beaucoup ont pensé que les systèmes financiers basés sur les marchés semblaient constituer un modèle de référence (une sorte d'étape « ultime » du développement économique d'un pays), l'observation des faits conduit à être pour le moins plus nuancé. De nombreuses études menées sur les crises financières récentes semblent montrer que l'existence, d'une part d'un « socle » politique, juridique et réglementaire (normes comptables, règles prudentielles, cadre juridique de protection des créanciers,...), d'autre part d'un système bancaire efficace (prêteur en dernier ressort, assurance des dépôts,...) constituent des préalables indispensables au développement des marchés et par extension au maintien d'une croissance économique durable. Ainsi, bien loin de

¹ Même si, par exemple aux Etats-Unis, les réglementations semblent évoluer peu à peu vers une libéralisation des activités bancaires, comme pour le « Glass Steagall Act ».

disparaître, les banques apparaissent donc aujourd'hui encore comme un élément important des systèmes financiers, même lorsque ceux-ci sont fortement marchésés.

Ce constat mérite explication. Comment, en effet, expliquer le rôle des banques dans le contexte du développement actuel des marchés financiers ? Quels éléments théoriques permettent de mettre en valeur la « raison d'être » d'organisations telles que des intermédiaires financiers ?

De nombreux travaux théoriques ont permis, essentiellement depuis les années 1960, de mieux comprendre les raisons susceptibles d'expliquer l'existence des banques. Si leurs apports ont été considérables, ils nous semblent insuffisants pour expliquer l'architecture actuelle des systèmes financiers. Exclusivement basés sur l'idée selon laquelle les banques n'existent que pour pallier les « frictions » présentes sur les marchés, considérant donc que ces deux types d'organisations sont directement concurrentes (la croissance des marchés s'accompagnant *ceteris paribus* de l'affaiblissement des banques), ces travaux ne parviennent pas véritablement à expliquer le fonctionnement des systèmes financiers actuels.

Nous reviendrons dans une première partie sur les travaux fondateurs des théories de l'existence des intermédiaires financiers. En dépit de tentatives menées auparavant, c'est au prix d'une rupture (partielle) avec le cadre de référence du modèle d'équilibre général walrasien qu'un véritable courant analytique des intermédiaires financiers a pu naître et se développer. Une seconde partie nous amènera à nuancer l'idée selon laquelle banques et marchés apparaissent comme des modes de financement placés en concurrence. L'examen des systèmes financiers contemporains nous incite davantage à privilégier une approche en termes de complémentarité entre les deux types de structures. Cette complémentarité, que les théories « traditionnelles » ne parviennent pas malheureusement à pleinement justifier, pourrait trouver selon nous son origine dans le rôle fondamental de réducteur d'incertitude que jouent les intermédiaires financiers, et principalement les banques.



1 Retour sur les théories de l'existence des intermédiaires financiers

1.1 Naissance et développement

1.1.1 Comprendre l'existence des institutions en économie de marchés

Pourquoi des individus décident-ils de se placer « en dehors » du mécanisme des prix en formant des institutions ? La question posée par Coase dans un célèbre article de 1937 a eu des répercussions considérables dans l'analyse économique². Fondamentalement, cette question renvoie immédiatement au présupposé selon lequel le marché, par le biais du système des prix, constitue la forme d'organisation optimale. Le mécanisme des prix, « cœur » du système économique néoclassique, permet à la fois d'ajuster les offres et les demandes, d'apporter toute l'information nécessaire aux individus : il oriente donc la production et assure la coordination des activités économiques. Dès lors, se pose avec acuité la question de la rationalité de former des institutions, elles-mêmes vues comme des « nœuds » de contrats volontairement conclus hors marchés.

Si le constat est aisé, apporter une réponse à l'existence des institutions sur le plan théorique semble nettement plus complexe. Les intuitions de Coase resteront plusieurs décennies sans développement, jusqu'aux travaux de Williamson, initiateur du courant de la Nouvelle Economie Institutionnelle au début des années 1970.

La transposition de cette interrogation aux systèmes financiers et à la théorie bancaire paraît assez naturelle : leur croissance exponentielle, les nombreuses innovations financières qui sont apparues au 20^{ème} siècle, leur poids dans l'économie sont autant de facteurs explicatifs de l'intérêt que les économistes sont amenés à porter aux marchés financiers et aux moyens d'accentuer leur efficience.

1.1.2 Le cas particulier des intermédiaires financiers : l'apport déterminant de Gurley et Shaw

Parallèlement, il revient à Gurley et Shaw, dans une série d'articles puis dans un ouvrage de 1960, « *Money in a Theory of Finance* », d'avoir posé les fondements de l'économie bancaire comme programme de recherche autonome. Leur réflexion est née initialement de la résurgence du débat sur l'efficacité de la politique monétaire et sur la capacité des autorités monétaires à exercer un véritable contrôle sur la masse monétaire. Deux travaux menés d'une part aux Etats-Unis par Goldsmith (en 1955 et 1958), d'autre part en Angleterre par le Comité Radcliffe (en 1957), concluent à l'affaiblissement des banques traditionnelles, menacées par le fort accroissement d'activités d'intermédiation financière non bancaire (par le biais de compagnies d'assurances, de

² Coase commente une interrogation formulée par Robertson en 1928 : « *Pourquoi des flots de pouvoir conscients émergent dans l'Océan de la coopération inconsciente ?* » (Coase, 1937 [1988], p. 35)

fonds de pensions, de sociétés financières,...)³. La montée en puissance de nouvelles formes d'intermédiation se substituant à l'activité bancaire traditionnelle, mais sans en éprouver les contraintes prudentielles ou réglementaires, inquiète en effet les autorités monétaires qui voient dans ces évolutions la perte d'une capacité d'intervention efficace. Gurley et Shaw visent par leur travail à définir un cadre conceptuel rigoureux et à ouvrir la voie à des programmes de recherches spécifiquement dédiés à l'intermédiation financière au sens large. La particularité majeure de leur travail réside sans doute dans leur approche, qui privilégie la comptabilité nationale. Ce choix a pour conséquence une remise en cause d'une hypothèse forte de l'analyse néoclassique traditionnelle, à savoir l'idée d'une homogénéité des agents. Malgré cela, Gurley et Shaw précisent dès l'introduction de leur ouvrage leur choix de se placer dans un cadre néoclassique, notamment dans la perspective de montrer que « *même dans ce cadre, la monnaie peut ne pas être un voile* ».

Leur analyse les amène à rejeter l'idée d'une spécificité des intermédiaires bancaires. Le fait que ceux-ci délivrent un actif spécifique, la monnaie, ne les rend pas différents : la monnaie est un actif spécifique au même titre qu'une obligation ou un Bon sont également des actifs spécifiques, avec des qualités intrinsèques. L'approche se veut donc patrimoniale, et rejoint sur ce point l'interprétation keynésienne des motifs de détention de la monnaie. Alors que l'analyse de Keynes ne prenait en compte que deux types d'actifs (monnaie et obligations), Gurley et Shaw introduisent une grande diversité d'actifs, présentant toute une gamme de rendements et de risques. Ainsi les agents conservent-ils la monnaie dans un souci de diversification de leur patrimoine. En tant qu'actif patrimonial, la monnaie présente des avantages spécifiques : « la monnaie est exempte d'une partie des risques liés aux autres actifs. Par rapport aux obligations, la monnaie procure une protection contre la hausse du taux d'intérêt. Elle est une protection contre la dépréciation de capital en cas de baisse des prix »⁴. Elle bénéficie en outre de deux autres avantages : ses coûts de transaction sont nuls et sa liquidité parfaite.

L'analyse menée par Gurley et Shaw n'est pas révolutionnaire. Elle insère en réalité au sein du cadre néoclassique des éléments de Keynes ou de Patinkin (notamment au travers de la tentative d'intégration de la théorie monétaire dans l'économie réelle), ce qui fait dire à Denizet (1967) : « *Gurley et Shaw ont fait la synthèse entre ce qu'il y a de valable dans Keynes et ce qu'il y a de valable dans Walras : la synthèse, ce sont eux qui l'ont faite, et non les hommes du keynésianisme simplifié* ».

Bien évidemment, les hypothèses monétaires exprimées par Gurley et Shaw les conduisent naturellement à un réexamen du rôle et des fonctions traditionnellement attribuées aux banques et aux intermédiaires financiers. Selon eux, la « ligne de fracture » n'est pas tant celle qui sépare les

³ R. Goldsmith estime dès 1958 que la nécessité d'un effort conceptuel relatif à l'intermédiation financière se fait sentir : « *Une explication satisfaisante nécessiterait une théorie générale des intermédiaires financiers. Une telle théorie aurait à montrer ce qui détermine le rôle des intermédiaires financiers dans le processus d'épargne et d'investissement, aurait à expliquer la taille et les caractéristiques des intermédiaires financiers, la nature de leurs actifs, leur part dans le financement des autres secteurs de l'économie et leur importance dans le circuit de l'épargne des autres secteurs (...)* », p.13-15.

⁴ Gurley et Shaw (1960), p. 117.

intermédiaires financiers bancaires des intermédiaires non bancaires que celle qui s'établit entre mode de financement direct et mode de financement indirect. *In fine*, deux types de structures constituent l'unique alternative pour le développement économique : les intermédiaires financiers (quelle que soit leur nature, banque commerciale ou intermédiaire financier non bancaire) d'une part, le marché d'autre part.

Dans cette optique, marchés et intermédiaires financiers en tant qu'alternative d'accès au financement se trouvent positionnés face à face, en situation de concurrence. Cette conclusion n'est pas sans conséquences : sur ce point, Gurley et Shaw se retrouvent « face » à la problématique fondamentale exposée par Coase : quels motifs expliquent que des individus choisissent de recourir à une intermédiation pour réaliser certaines opérations qui peuvent être assurées efficacement par le marché ? Lobez (1997) ne dit pas autre chose : « *les banques existeraient [à première vue] pour remplir cette mission d'intermédiation consistant en une transformation qualitative des caractéristiques des ressources collectives (échéance, taille, liquidité, risque,...). Mais il apparaît alors que cette fonction de transformation est également assumée par les marchés financiers, lesquels permettent notamment aux épargnants de rester très liquides, en prenant éventuellement peu de risques (par le jeu de la diversification), tout en finançant des projets d'investissement risqués à long terme. On le voit, banques et marchés financiers sont finalement concurrents dans la réponse qu'ils apportent aux besoins de leurs clients et dès lors la question de l'existence même des banques apparaît comme étant fondamentale* »⁵.

Avant de nous interroger plus en avant sur la « raison d'être » des intermédiaires financiers, il nous faut cependant préciser avec davantage de précision ce que cette terminologie sous-entend. Nous verrons tout au long de notre cheminement théorique que deux grands types d'approches s'affrontent, créant parfois un fossé sémantique réel :

- un premier courant n'opère aucune distinction entre les banques et les intermédiaires financiers. Ce constat est à relier en premier lieu à l'idée selon laquelle la monnaie n'est qu'un actif comme un autre (thèse défendue par la New View issue de Gurley et Shaw), mais aussi à une vision plus ancienne du fonctionnement de la banque basée sur la théorie des fonds prêtables. Les dépôts étant à l'origine du crédit, aucune spécificité particulière n'est accordée à la banque, strictement considérée dès lors comme un intermédiaire financier. Dans cette optique, certains auteurs estiment que seul le cadre législatif permet d'expliquer les différences qui subsistent entre banques et intermédiaires financiers non bancaires⁶.
- un second courant adopte un raisonnement fondamentalement différent, qui l'amène à soigneusement distinguer une banque commerciale d'un intermédiaire financier. Dans ce cadre, la comptabilité bancaire se voit accorder une importance spécifique, en permettant

⁵ p. 14-15.

⁶ Certains d'entre eux considérant d'ailleurs que ces « inégalités » créées artificiellement sont au mieux inutiles, au pire, contraires à la recherche d'une meilleure efficacité des systèmes bancaires.

une véritable création monétaire ex nihilo par le biais du crédit. L'activité bancaire doit donc être clairement identifiée et distincte de celle d'intermédiation.

L'influence du premier courant est telle que la plupart des auteurs utilisent indistinctement le terme de « banque » ou « d'intermédiaire financier » dans leurs travaux. Même si nous estimons que ce choix sémantique peut éventuellement être source de confusions ou de mauvaises interprétations, nous conserverons cette présentation, sauf mention contraire, ne serait-ce que pour rester fidèles à l'esprit des auteurs cités.

1.2 La « raison d'être » des intermédiaires financiers

1.2.1 Introduction

Un débat important va se focaliser sur cette question fondamentale dès le début des années 1970. L'influence du cadre d'analyse de Gurley et Shaw d'une part, la vitalité du modèle d'équilibre général d'autre part, expliquent la nature des recherches qui sont réalisées.

Tout le problème des premiers travaux théoriques consiste à s'écarter des hypothèses du cadre du modèle de l'équilibre général à la Arrow-Debreu, au sein duquel il semble qu'aucun intermédiaire financier ne peut assurer sa viabilité. Une démonstration intéressante est proposée par Freixas et Rochet (1998), qui tentent d'intégrer un secteur bancaire viable dans un modèle d'équilibre général. A l'équilibre, ils constatent que le secteur bancaire réalise nécessairement un profit nul, et que les ménages comme les firmes sont absolument indifférents dans leurs choix à la taille, la structure ou la composition des bilans des banques. En ce sens, ces conclusions rejoignent celles issues du théorème de Modigliani et Miller. « *Cela explique pourquoi le modèle d'équilibre général avec des marchés financiers complets ne peut en aucun cas être utilisé pour étudier le secteur bancaire* », concluent les auteurs⁷.

Tout comme pour l'analyse de la monnaie, le modèle d'équilibre général walrasien se révèle donc incapable d'expliquer le développement d'institutions financières, et ce quelques soient leurs rôles et leurs fonctions. Ainsi la finance directe, par le biais des marchés, apparaît-elle comme la solution *pareto optimale*.

Cette idée qu'un mode de financement, en l'occurrence le financement direct par le marché, est intrinsèquement plus efficace que tout autre, constitue le fondement des théories de la banque. Ce constat est important, car il permet de comprendre pleinement la nature des débats auxquels l'analyse économique des banques est confrontée depuis une trentaine d'années.

Faire apparaître des institutions financières viables exclut donc le recours au modèle d'équilibre général walrasien. Par quel moyen, dès lors, expliquer la présence croissante de telles

⁷ Freixas et Rochet (1998), p. 11

institutions dans les économies développées ? La solution à ce problème réside dans le caractère « utopique » du modèle. Il décrit un monde parfait, sans « frottements », qui, par rapport au monde réel, ne correspond qu'à un idéal à atteindre. Ainsi les institutions pourraient trouver leur place si l'une ou l'autre des hypothèses de l'EGW étaient assouplies.

Cette approche va donner lieu à la naissance de deux des théories microéconomiques de la banque les plus fécondes sur le sujet de la « raison d'être » des banques : l'analyse en termes de coûts de transaction d'une part, l'analyse des asymétries d'information d'autre part.

1.2.2 L'économie des coûts de transaction

« *L'entreprise naît quand des opérateurs de marché en sortent partiellement pour s'associer et coordonner leurs efforts* » souligne Joffre (1987)⁸. Si, à partir d'une situation de marché, certains individus optent pour un mode d'organisation différent, il faut en conclure que, dans certaines circonstances, le recours au marché n'offre pas une situation optimale. « *La principale raison pour laquelle il est profitable de constituer une firme semble être qu'il existe un coût dans l'utilisation du mécanisme des prix* », nous dit Coase en 1937⁹. Ainsi, pour la réalisation d'une vente sur un marché, il faut trouver un client, négocier, assurer une qualité de prestation, livrer le produit,... Ces éléments, parmi d'autres, constituent autant de sources de coûts. Ces différents coûts de fonctionnement du système économique, liés directement à l'échange en lui-même, et par conséquent distincts des coûts de production, sont appelés « coûts de transaction ». Selon Williamson (1985), ceux-ci sont « *l'équivalent économique des frictions des systèmes physiques* »¹⁰. Chaque individu est donc amené à comparer à tout moment les avantages et les inconvénients respectifs, en termes de coûts de transaction, des deux formes alternatives d'organisation que sont la firme et le marché.

Les relations financières ne sont bien évidemment pas exemptes de tels coûts. Dès 1968, une étude de Demsetz portant sur le New York Stock Exchange (Nyse) tente de déterminer les différents types de coûts de transaction qu'il peut identifier sur ce marché précis. Son étude conclut que des coûts sont générés de façon intrinsèque par la nature même du marché. Par exemple, la nécessaire réactivité du marché aux ordres d'échanges de titres « *nécessite des coûts liés à la présence d'une personne spécialisée qui se tient prête et attend pour commercer (...)* »¹¹. Les coûts de transaction peuvent être *ex ante* (liés à la conception du contrat : préparation du projet, recherche de partenaires, négociation, protection juridique de l'accord) ou *ex post* (coûts d'ajustement naissant du caractère incomplet des contrats : modifications et ajustements, renégociation du contrat, vérifications et contrôles du respect du contrat, ...).

⁸ p. 83.

⁹ p.38.

¹⁰ p. 19

¹¹ Demsetz (1968).

Une analyse plus approfondie est menée par Benston et Smith (1976). Ces auteurs s'inspirent de l'étude de Demsetz, en la généralisant à l'ensemble des actifs financiers. En prenant en considération l'existence de coûts de transaction dans les relations financières, ils mettent en évidence que les coûts de transaction parfois élevés (notamment au regard du rendement attendu en retour) peuvent parfois inciter les individus à conserver leur portefeuille d'actifs sous une forme essentiellement liquide. Ces coûts peuvent être de toute nature, même extra monétaires (par exemple le temps passé à l'acquisition de l'actif financier). De même, la production d'actifs financiers n'est pas épargnée par l'apparition de coûts : ceux-ci naissent de l'activité de documentation, d'information et de contrôle nécessaires à la rédaction d'un contrat.

Au-delà, bien évidemment, ce type d'approche reste valable pour les relations de prêts et d'emprunts, des coûts de transaction pouvant naître sur le marché du crédit¹².

Reste cependant à s'interroger d'une part sur les éléments qui fondent l'apparition de ces coûts de transaction, d'autre part sur les raisons qui expliquent que le recours à un intermédiaire financier puisse être de nature à diminuer les coûts de transaction.

Les coûts susceptibles d'apparaître lors d'une opération financière sont particulièrement nombreux et variés. Ce qui amène certains auteurs à considérer que les coûts de transaction constituent un mot « fourre-tout », en tout cas une terminologie renvoyant à un ensemble très hétérogène. Cependant, selon Williamson (1985), leur existence peut être reliée à trois facteurs principaux : l'incertitude, la spécificité des actifs et la fréquence des transactions.

- L'idée que les relations contractuelles se déroulent dans un univers incertain constitue un élément central de l'analyse. « *Il semble improbable qu'une firme pourrait émerger sans l'existence de l'incertitude* » dit Coase en 1937. Cette incertitude met en évidence l'acceptation de deux comportements individuels assez éloignés de la conception traditionnelle de l'Homo Oeconomicus : la rationalité limitée d'une part, l'opportunisme d'autre part. L'existence de ces comportements rendent impossible la rédaction de contrats complets : une incertitude plus ou moins importante subsiste, et ce jusqu'à l'achèvement total du contrat. Ces caractéristiques propres aux individus sont à la source de coûts supplémentaires, engagés pour permettre une renégociation de certaines clauses contractuelles ou pour mettre en place des procédures de surveillance. Ainsi, les composantes du coût du contrat ne sont connues avec certitude qu'après l'expiration du contrat.
- La spécificité des actifs et la fréquence des transactions sont également des facteurs importants, les coûts de transaction semblant davantage présents pour des opérations peu fréquentes et peu standardisées.

¹² Sur ce point, voir Lobez (1997).

L'existence de coûts dans l'utilisation des mécanismes de marché pourrait donc expliquer la pertinence du recours à un intermédiaire. Encore est-il nécessaire que l'arbitrage en faveur d'un financement intermédié se révèle favorable pour les contractants. Or, les intermédiaires financiers semblent capables, à différents niveaux, de réaliser des économies de coûts. Ces coûts peuvent être de nature très variée, en raison de la définition même du concept de coût de transaction. Retenons cependant que, grâce à leurs savoir-faire, à leur capacité de dégager des économies d'échelle (notamment sur des actifs spécifiques) et de rapprocher agents à capacité de financement et agents à besoins de financement, les intermédiaires financiers parviennent à offrir une efficacité supérieure à celle des mécanismes de financement directs.

Parmi les différents avantages apportés par le recours à un intermédiaire financier en termes de coûts, une attention particulière doit sans conteste être portée à ceux qui concernent l'information des individus et la transparence des marchés. Les problèmes d'information semblent être en effet à l'origine de la majeure partie des coûts de transaction, comme le soutiennent de nombreux auteurs¹³.

Nous avons constaté que la remise en cause de plusieurs hypothèses « lourdes » du modèle d'EGW est nécessaire pour expliquer l'existence d'intermédiaires financiers. A ce stade de l'analyse, la levée d'une hypothèse supplémentaire peut permettre de mieux comprendre le rôle de ces intermédiaires : celle de l'information parfaite des individus.

1.2.3 Le rôle des asymétries d'information

Le fait que nous soyons en présence de marchés imparfaits (notamment parce que l'accès à l'information privative est coûteux), composés d'individus à la rationalité limitée et opportunistes change radicalement la donne. Rien ne fait plus obstacle, en théorie, à l'apparition de structures concurrentes aux marchés, qui tirent profit des faiblesses du marché pour proposer une offre efficiente. Si l'on admet l'idée de rapprocher l'analyse théorique du « monde réel » par la remise en cause de certaines hypothèses, de nouvelles problématiques apparaissent.

A l'instar de Diamond (1984), deux types d'asymétries d'information sont généralement distingués. *Ex ante* (avant la rédaction du contrat), l'émetteur d'un actif financier (emprunteur ou vendeur) dispose d'informations privées le concernant qui ne sont pas nécessairement connues par le marché (non reflétées par le prix de l'actif). Une certaine incertitude pèse donc sur le marché quant au prix futur des actifs. Des mécanismes d'anti-sélection, identiques à ceux décrits par Akerlof dans son célèbre article de 1970¹⁴, portant sur les véhicules d'occasion, peuvent naître de cette incertitude. L'enjeu, pour les intervenants dont les actifs sont de bonne qualité, va être de se signaler au marché : cette pratique a évidemment un coût, celui-ci pouvant se révéler prohibitif pour des opérations de faible envergure. *Ex post* (après la mise en place du contrat), les

¹³ Voir par exemple Benston et Smith (1976).

¹⁴ Akerlof G., 1970, The Market for « Lemons » : Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84, p. 488-500.

contractants peuvent tenter de tirer profit d'avantages informationnels dont ils disposent en jouant la carte de l'opportunisme. La difficulté réside dès lors dans la rédaction de contrats suffisamment complets ou incitatifs, visant à éradiquer ou limiter les risques de hasard-moral.

Le premier modèle introduisant les asymétries d'information *ex ante* est attribué à Leland et Pyle (1977). Selon eux, le phénomène d'anti-sélection qui apparaît sur les marchés pour les porteurs de projet de bonne qualité leur impose d'engager des coûts destinés à envoyer des signaux au marché¹⁵. Le recours à un intermédiaire financier apparaît particulièrement adapté à cette problématique. D'abord, parce que l'intermédiaire financier a une capacité de collecte de l'information privée très supérieure à celle du marché : la nécessaire confidentialité des relations bancaires incite davantage le porteur de projet à dévoiler certaines informations qu'il ne souhaite pas rendre publiques. Ensuite parce que les relations de long terme que construisent les banques et leurs clients permettent à celles-ci de produire de l'information. Enfin parce que l'acceptation par un intermédiaire financier d'un projet constitue un excellent signal envoyé au marché de la qualité supposée de celui-ci (James, 1989).

Dans un tel contexte, des organisations spécifiques peuvent intervenir comme « contrôleurs délégués » auprès de l'emprunteur en lieu et place des créanciers, permettant une mise en commun des coûts de recherche d'informations, comme chez Diamond (1984). La délégation de la surveillance des emprunteurs à un groupe de créanciers permet des gains importants au regard du coût prohibitif d'un contrôle individuel. Elle permet d'éviter par ailleurs des comportements de passager clandestin de certains créanciers¹⁶. Dans une analyse assez proche, Boyd et Prescott (1986) décrivent l'intermédiaire financier comme une coalition d'agents prêteurs : ce type de structure est tout à fait susceptible d'apparaître de façon endogène dans une économie imprégnée d'asymétrie d'informations, ce regroupement de créanciers s'avérant efficace pour générer des économies d'échelle. Comme le soulignent Campbell et Kracaw (1980), le recours à l'intermédiaire financier apparaît dans ce cadre tout à fait efficient, celui-ci disposant d'une capacité supérieure de collecte d'informations privées, grâce à la « production jointe » de services qu'il fournit. Ces deux auteurs donnent par ce biais une explication des activités variées qu'exercent les intermédiaires financiers, au premier rang desquels se trouvent les banques commerciales. Grâce au rôle de gestion des moyens de paiement qui leur est attribué, les banques disposent d'un potentiel considérable de collecte et de traitement d'informations non disponibles publiquement. Certes, la gestion des moyens de paiement est coûteuse pour les banques commerciales, et leur impose une réglementation spécifique stricte et une surveillance étroite¹⁷. Cependant, la tenue de comptes courants, monopole détenu par l'activité bancaire, assure à celles-ci une source considérable

¹⁵ Leland et Pyle suggèrent par exemple que le porteur de projet se signale en acceptant de prendre une part financière importante dans son projet. Cette idée remet en cause l'hypothèse de neutralité de la structure financière de la firme évoquée par le théorème de Modigliani-Miller.

¹⁶ Une des principales critiques de cette approche considère qu'il n'y a que simple déplacement de l'asymétrie d'informations : le risque moral se pose ensuite entre l'intermédiaire financiers et les prêteurs (« qui va contrôler les contrôleurs ? »). Voir par exemple Lobeux (1997).

¹⁷ Voir Descamps et Soichot (2003).

d'informations d'ordre privées. Elle permet en outre aux banques d'entretenir des relations de long terme avec leurs clients, constituant ainsi un système d'informations peu coûteux¹⁸. Ainsi, pour Rivaud-Danset (1996), l'information moyenne de long terme fournie par l'agent honnête est très proche de l'information parfaite. Plusieurs avantages peuvent être mis en avant pour justifier ces relations de long terme : réduction des problèmes de rationnement du crédit, meilleure efficacité du contrat de crédit et du partage des risques, économie de coûts d'information, meilleur soutien aux entreprises en difficulté,...¹⁹

Une autre approche particulièrement fructueuse réside dans l'idée de réputation que véhicule l'intermédiaire financier. Différentes études (celle de James, 1987, est la première d'entre elles) montrent par exemple que l'octroi d'un crédit par une banque est interprété par les marchés financiers comme un signal positif sur la santé financière de l'entreprise. Ainsi les firmes de petite taille ou de faible notoriété auprès de la communauté financière semblent avoir intérêt à recourir dans un premier temps aux financements bancaires avant de tenter la voie des émissions de titres.

1.2.4 Le rôle de fournisseur de liquidités des banques

Les différentes analyses présentées font référence à l'intermédiaire financier en sa qualité de créancier. Mais la dimension de ces structures ne peut être réduite à cette seule fourniture de crédits. L'incontestable originalité des banques réside dans leur capacité à fournir aux déposants une assurance de liquidité « à la demande » (au travers des dépôts à vue) : elles acceptent ainsi une situation qui, sur le plan comptable, peut paraître particulièrement périlleuse :

- le passif du bilan est composé de dépôt à vue constitué par des épargnants, qui peuvent contractuellement retirer leurs fonds instantanément ;
- l'actif du bilan est composé de crédits octroyés à des emprunteurs qui n'effectuent le remboursement de leur dette qu'à échéance fixe.

En acceptant d'assumer les risques liés à cette situation (illiquidité, panique des déposants), l'intermédiaire n'en réalise pas moins une « transformation » qui permet de concilier les besoins diamétralement opposés des agents économiques : alors que les emprunteurs souhaitent accéder à des financements stables (pour des projets d'investissement à moyen ou long terme notamment), les épargnants souhaitent, à l'inverse, pouvoir disposer de fonds relativement liquides. Une difficulté réside dans l'asymétrie d'information qui se manifeste entre les déposants et l'intermédiaire financier, celui-ci ne connaissant pas les dates auxquelles les retraits s'effectueront.

¹⁸ Même si de telles relations de long terme peuvent éventuellement générer des coûts supplémentaires (laxisme des banques envers leurs clients, distorsions de concurrence,...). Pour une revue de littérature sur les relations banque entreprise de long terme, voir Eber (2001).

¹⁹ Eber (2001).

Il revient à Diamond et Dybvig (1983) d'avoir proposé un modèle explicatif de l'existence des banques lié à cette « articulation » entre actif et passif du bilan des banques. Les deux auteurs mettent alors la préférence pour la liquidité au cœur des interrogations concernant l'existence des banques. L'importance des banques est ainsi soulignée puisque le marché n'est pas capable de rendre compatibles l'illiquidité des actifs et la demande de liquidité des déposants.

Particulièrement féconde, cette approche a donné lieu à un débat opposant deux analyses :

- selon certains (dont Diamond et Dybvig), le rôle de la transformation bancaire est essentiel dans le système économique, en contribuant à mettre en relation des agents aux motivations divergentes. Le risque de panique subi par les banques n'est que le corollaire du service qu'elles offrent, risque qui doit être assumé dans l'économie. « *La banque protège les entrepreneurs des besoins de liquidité des déposants, créant de la liquidité des deux côtés du bilan* », disent Diamond et Rajan (2001) qui considèrent que la fragilité des banques est « souhaitable ».
- pour d'autres en revanche, des solutions doivent être trouvées pour limiter ou supprimer le risque d'illiquidité²⁰. D'où la proposition de création de Narrow Banks, structures basées sur la séparation des activités d'actif et de passif des intermédiaires financiers²¹.

2 Les banques, acteurs majeurs des économies contemporaines

2.1 Banques versus marchés : concurrence ou complémentarité ?

2.1.1 Vers la disparition des banques ?

- Il est bien évident que les analyses présentées précédemment peuvent être réexaminées au travers d'un prisme critique. Plusieurs travaux récents rejoignent globalement l'idée, exprimée par Gabillon (1997), selon laquelle « *en dépit d'une recherche active et d'apports théoriques notables, l'existence et la place de l'intermédiation financière demeurent, sans doute, incomplètement justifiées* »²². Sur ce point, les différentes théories explicatives de la « raison d'être » des intermédiaires financiers présentent toutes au moins un point commun : elles postulent que le marché est la structure optimale a priori, l'existence d'intermédiaires ne trouvant sa justification qu'au travers d'imperfections, celles-ci prenant principalement la forme de coûts de transaction ou d'asymétries d'informations.

²⁰ Voir par exemple l'article de Miller (1998)

²¹ D'un côté, les Narrow Banks se verraient confier la gestion des liquidités déposées et des moyens de paiement. Elles conserveraient ces ressources en réserves, ou les placeraient sous la forme d'actifs à court terme du marché monétaire. D'un autre côté, des compagnies financières seraient chargées de l'octroi de prêts, adossés à la collecte de ressources stables par le biais des marchés financiers.

²² Voir par exemple les deux articles d'Allen et Santomero (1998 et 2001).

-
- Ce postulat est à la source d'importantes conséquences. Si la présence d'intermédiaires repose sur les faiblesses des marchés, les deux formes organisationnelles se trouvent placées en position de concurrence. Or, la croissance exponentielle des marchés, accompagnée de multiples innovations et de l'apport des nouvelles technologies de l'information et de la communication, s'accompagne de la diminution progressive des coûts de transaction et des asymétries d'information : la « raison d'être » des intermédiaires financiers s'épuise inexorablement, et ces derniers sont donc condamnés à un déclin structurel inéluctable.
 - « *Les intermédiaires financiers existent par la grâce des imperfections de marché. Tant qu'il y a des imperfections de marché, il y a des intermédiaires ; dès que les marchés deviennent parfaits, les intermédiaires sont redondants. (...) Ainsi, dans un monde où la tendance générale tend vers une plus grande transparence et une plus grande efficacité de marché, les intermédiaires financiers sont une espèce en danger* »²³ écrivent Scholtens et van Wensveen (2000).
 - D'où l'idée, assez couramment répandue dans les années 1990, selon laquelle les banques commerciales sont appelées à disparaître. « *Selon de nombreux observateurs, la banque commerciale - l'institution qui collecte des dépôts exigibles à vue et octroie des prêts - a perdu son utilité et est dans une situation de déclin final* » écrit par exemple Rajan (1998)²⁴. Il résume ainsi (sans toutefois partager ce point de vue) une opinion assez largement partagée depuis une dizaine d'années, tant « *par les dirigeants des banques que par les universitaires et les autorités officielles* »²⁵, notamment aux Etats-Unis²⁶.
 - L'observation empirique semble en effet montrer que, progressivement, des solutions de marché alternatives au financement bancaire apparaissent. Aux Etats-Unis par exemple, les banques se trouvent fortement concurrencées pour la collecte des dépôts, à la fois par des intermédiaires financiers non bancaires tels que les Money Market Mutual Funds (MMMF's), et par des entreprises non financières²⁷. Dans la plupart des pays développés, les frontières traditionnelles entre banques et intermédiaires financiers non monétaires s'estompent ; les bilans bancaires ont marqué par un recours accru à la mobiliérisation des créances et des dettes (titrisation, émission de titres de créances,...), par la marchandisation des conditions bancaires, et par le développement prodigieux des activités de hors bilan²⁸.

²³ p.1245. Voir aussi Allen et Santomero (2001), p.272.

²⁴ p.524.

²⁵ Boyd et Gertler (1994), p.2. Le titre de leur article est également sans détour : « *Are Banks Dead ? Or Are the Reports Greatly Exaggerated ?* »

²⁶ Alan Greenspan, Gouverneur de la Réserve fédérale Américaine semble s'être rattaché à ce point de vue, si l'on en croit notamment un discours prononcé en 1993 (voir Rajan, 1998, ou Miller, 1998)

²⁷ Celles-ci proposant par exemple leurs propres cartes de crédit.

²⁸ Si une partie du hors bilan bancaire renvoie à des activités « traditionnelles » des banques (garanties et cautionnements accompagnant l'octroi de crédits,...), sa croissance est bien davantage liée à des activités de marché (opérations sur dérivés, contrats d'options, *futures*,...). Sur les évolutions des activités bancaires en France, voir notamment les deux études menées par Plihon (1995 et 1998).

2.1.2 L'étroite imbrication des banques et des marchés : « la banque dividende »

Ainsi les travaux théoriques et les études empiriques semblent-ils se rejoindre pour conclure à la fin programmée des banques. Pourtant, il nous semble que le propos doit être nuancé, parce que cette analyse sous-estime à nos yeux deux éléments

- Si l'on accepte l'idée selon laquelle les banques sont des intermédiaires financiers comme les autres (vision présentée jusqu'à présent, héritée de Gurley et Shaw), le fait que les banques délestent une partie de leurs activités sur des intermédiaires financiers non bancaires (par de la titrisation, par le biais des OPCVM,...) ne peut pas être considéré *stricto sensu* comme de la « désintermédiation »: il n'y a dans le cas présent que substitution d'un intermédiaire par un autre, même s'il en résulte un affaiblissement relatif des banques.
- Ce qui frappe également est l'omniprésence des banques (et plus généralement des intermédiaires financiers) sur de nombreux (la plupart) des marchés financiers. Au point que certains d'entre eux sont de véritables marchés interbancaires. Ce point de vue est partagé par exemple par Labye et Renversez (2001)²⁹ ou encore par Augory et Pansard (2000) dans leur étude menée dans 4 pays de la zone euro « *Le poids important des financements de marché n'est pas synonyme d'une désintermédiation du financement des économies européennes, bien au contraire. Les années quatre-vingt-dix ont été marquées par une présence accrue des institutions financières sur les marchés d'actifs* »³⁰.

Ces deux constats nous portent à rejoindre l'avis de Biacabe, qui dès 1988 écrivait : « *l'idée de désintermédiation formalise de manière incorrecte un ensemble cohérent de phénomènes incontestables* »³¹.

Si l'on désigne généralement par désintermédiation le phénomène par lequel les banques sont concurrencées à la fois au niveau de leurs ressources (passif du bilan : collecte d'épargne sous forme de dépôts) et de leurs emplois (actif du bilan : octroi de crédits), il ne faut pas y voir nécessairement le signe du déclin de l'intermédiation financière dans son ensemble. Le fait qu'une partie de l'activité des banques soit transférée à des intermédiaires financiers non bancaires (tels que les OPCVM ou les FCC par exemple) d'une part, que les activités de marché des banques s'accroissent d'autre part, semblent davantage correspondre, à un élargissement de l'offre des intermédiaires financiers qu'à de la désintermédiation, définie comme « *une situation dans laquelle les ressources prêtables ne passent plus par les institutions financières pour satisfaire les besoins de financement des agents emprunteurs* »³².

²⁹ p.3

³⁰ p.2.

³¹ p. 34.

³² Biacabe (1988), p.35.

Si l'on s'intéresse au cas de la France, par exemple, l'analyse du taux d'intermédiation au sens large calculé par le Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT) montre une grande stabilité de celui-ci, l'intermédiation représentant ainsi les $\frac{3}{4}$ du total des financements de l'économie³³. De même, le succès considérable des OPCVM (majoritairement commercialisés par les banques commerciales) illustre bien l'idée qu'il convient d'être prudent avant de conclure à un processus structurel de désintermédiation des systèmes financiers : « *la baisse de la participation des établissements bancaires au financement total sous la forme de crédits est compensée au moins partiellement par des concours sous d'autres formes ; la baisse de la contribution des établissements de crédit au financement total de l'économie est compensée en partie par les apports de nouveaux intermédiaires* » souligne par exemple Koenig (2000)³⁴.

Par ailleurs, il est notable que le constat d'une perte d'influence des banques par rapport aux autres intermédiaires financiers n'est pas le fait des dernières décennies : Goldsmith (1958) notait en effet déjà cette tendance dans son étude de longue période de l'intermédiation financière aux Etats-Unis sur la période 1900-1952³⁵.

Ainsi les différents constats relatifs à l'avenir des banques peuvent sembler contradictoires. Ils le sont assurément si la grille de lecture adoptée reste celle d'une concurrence entre banques et marchés. En réalité, comme le soulignent par exemple Bernou et Saïdane (2000), le véritable événement des dernières années, appelé à notre avis abusivement « désintermédiation », réside dans les mutations considérables qu'ont vécues les banques pour s'adapter à leur nouvel environnement. Ces mutations, essentiellement imposées par différents éléments structurels (progrès des domaines technologiques et informatiques, décloisonnement et déréglementations, innovations financières) se traduisent non par un déclin des banques, mais par l'émergence d'une nouvelle forme d'intermédiation financière, la « banque-marché », qui institutionnalise l'étroite imbrication des banques, des intermédiaires financiers et des marchés. Ainsi l'examen du fonctionnement des systèmes financiers actuels (ou des bilans bancaires) impose de s'écarter du modèle traditionnel basé sur une concurrence entre marchés et intermédiaires financiers : ceux-ci sont placés dorénavant au cœur d'une logique d'interpénétration de leurs activités, dont il est difficile de rendre compte, notamment sur un plan théorique. Il y a, selon les termes de Capelle-Blancard (2000), une « *complémentarité fondamentale* » entre les intermédiaires financiers et les marchés³⁶.

³³ Le CNCT retient un taux « au sens étroit » et un taux « au sens large ». Si le premier ne prend en compte que le montant des crédits distribués, le second inclut « *l'ensemble des financements octroyés aux agents non financiers résidents par les intermédiaires financiers (établissements de crédit, sociétés d'assurance, OPCVM) sous forme de crédits, d'achats de titres de créance ou de propriété, à l'émission et sur le marché secondaire* » (CNCT, 2001)

³⁴ p.49

³⁵ « *Effet majeur (...), le déclin de la part d'actifs détenue par le système bancaire : jusqu'en 1912, les banques commerciales détenaient légèrement plus de 50 % des actifs de l'ensemble des intermédiaires financiers ; puis 2/5 ème jusqu'en 1929 ; à peine plus d'1/3 jusqu'en 1952* ».

³⁶ p. 163.

2.1.3 Systèmes financiers basés sur les marchés versus systèmes financiers basés sur les banques

Plusieurs études assez récentes tendent à démontrer que, bien loin de disparaître, les intermédiaires financiers dans leur ensemble conservent, voire même accroissent, leur influence au sein des systèmes financiers. Ainsi, différents travaux soulignent que l'importance de l'intermédiation financière dans le Produit Intérieur Brut tend à s'accroître, que ce soit en France (Plihon, 1995) ou aux Etats-Unis (Allen et Santomero (2001), Scholtens et Van Wensveen (2000)). De même, Schmidt, Hackethal et Tyrell (1999) notent, sur la base d'une étude empirique menée pour la France, l'Allemagne et la Grande Bretagne sur la période 1982-1995, que le phénomène de désintermédiation ne peut pas être considéré comme une tendance générale de l'ensemble des systèmes financiers.

Enfin, différentes recherches menées ces dernières années nous semblent particulièrement intéressantes dans la mesure où elles s'intéressent à l'efficacité des systèmes financiers. L'objectif des travaux qui ont été mené est d'aboutir à une comparaison des deux « grands » modes de systèmes financiers existants, à savoir le système financier basé sur les banques et le système financier basé sur les marchés. En toute logique, en acceptant l'approche traditionnelle d'une supériorité a priori des marchés, les systèmes marchésés devraient apparaître plus efficaces quant à leur capacité à mobiliser l'épargne et l'investissement, à favoriser la croissance du PIB. Or, même si de telles études empiriques sont parfois sujettes à caution (et affichent parfois des résultats contradictoires) et doivent être traitées avec prudence, il ne semble pas que la supériorité des systèmes basés sur les marchés puisse être démontrée. En effet, les systèmes basés sur les banques semblent, selon ces travaux, donner des résultats sensiblement équivalents. Ainsi apparaît-il que le modèle de système financier adopté par un pays n'influe pas de façon significative sur son potentiel de croissance³⁷.

En fait, certains résultats empiriques obtenus franchissent même un pallier supplémentaire, en concluant que l'existence d'un système bancaire efficace est un préalable nécessaire à la mise en place d'un système déréglementé et marchésé. L'examen des politiques économiques menées dans des pays en développement ou dans des pays « en transition », c'est-à-dire dans lesquels le développement économique est subordonné à la refonte d'un système financier est à ce titre assez révélateur³⁸. Selon bon nombre d'auteurs, il semble que les expériences menées récemment montrent qu'il est illusoire d'implanter un système basé sur des marchés au sein d'économies ne

³⁷ Ainsi, selon le Rapport 2002 de la Banque Mondiale, « *Les enquêtes menées au niveau des pays, des secteurs d'activité et des entreprises montrent qu'à un stade de développement donné la différence des structures financières ne suffit pas à expliquer les écarts constatés au niveau de la croissance du PIB, de la performance industrielle, de la création d'entreprises, de l'utilisation par les entreprises des financements extérieurs à long terme ou de l'expansion de leurs activités* » (p.88)

³⁸ Voir notamment Allegret *et alii* (2003), Levine et Zervos (1998), Bernou et Grondin (2001).

disposant pas préalablement d'un système bancaire éprouvé³⁹. Les différentes tentatives menées ont le plus souvent conduit à des crises plus ou moins graves ces dernières années.

Ainsi les analyses comparatives des différents systèmes de financement ne permettent pas d'appuyer l'idée que le système « basé sur les marchés » constituerait en tout lieu et en tout temps un « idéal » à atteindre. Il apparaît a contrario que chaque système financier possède des avantages et des inconvénients qui lui sont propres : par conséquent l'adoption d'un système basé sur les banques ne constitue pas nécessairement une étape nécessaire demandant à évoluer vers un stade « ultime » basé sur les financements de marché.

Au-delà de ce constat simple, il est nécessaire de dépasser purement et simplement l'idée même d'une concurrence entre banques et marchés, ce qui, nous l'avons vu, n'est pas envisageable par le biais des approches traditionnelles en termes de coûts de transaction et d'asymétries d'informations.

2.2 Risque et incertitude « radicale »

2.2.1 Approche fonctionnelle et gestion du risque

A ce stade, il faut donc reconnaître que les théories traditionnelles de l'intermédiation financière n'offrent pas d'explication satisfaisante à ces différents constats d'une certaine forme de « mainmise » des banques et des intermédiaires financiers sur les marchés. Conscients de ces difficultés majeures, certains auteurs se sont résolument engagés dans la voie de la définition des contours d'un nouveau paradigme des théories de l'intermédiation financière. Parmi eux, Allen et Santomero (1998 et 2001), pour lesquels les raisons de l'existence des intermédiaires financiers ont changé : « *nous pensons que beaucoup des théories actuelles de l'intermédiation sont trop lourdement focalisées sur des fonctions des institutions qui ne sont plus cruciales dans de nombreux systèmes financiers développés...Nous suggérons que l'insistance de la littérature sur le rôle des intermédiaires comme réducteurs des frictions liées aux coûts de transaction et aux asymétries d'information est trop fort. L'évidence que nous présentons suggère qu'alors que ces facteurs peuvent avoir autrefois été centraux pour le rôle de l'intermédiation, ils ont été de façon croissante moins pertinents* »⁴⁰.

Il est donc nécessaire, selon ces auteurs, d'approfondir les réflexions portant sur la « raison d'être » de l'intermédiation financière, tant il semble que les théories « traditionnelles » ne parviennent pas à donner une grille de lecture suffisamment complète de l'activité des banques et des intermédiaires financiers.

Allen et Santomero proposent de recentrer l'analyse des intermédiaires financiers autour de la gestion du risque. Plus précisément, dans cette optique, le rôle des intermédiaires financiers

³⁹ Et plus largement d'un cadre juridique, politique et institutionnel solide. Voir par exemple Kubler (2002) ainsi que l'étude de Allegret *et alii* (2003)

⁴⁰ Allen et Santomero (1998), p. 1461-1462.

consiste à permettre, par une large gamme de produits, le transfert, la transformation et la redistribution du risque. La capacité des intermédiaires à mettre en place des stratégies de diversification des risques sont à l'origine, notamment, de l'accroissement de leurs interventions sur les marchés. Par exemple, « *en proposant des titres représentatifs de portefeuilles fortement diversifiés sous la forme de Fonds Communs de Placements ou de SICAV et en en offrant des parts aux épargnants individuels, les intermédiaires financiers ont fait bénéficier ces derniers de la réduction du risque qui résulte de la diversification des placements* »⁴¹. De même, le fait que les marchés de produits dérivés soient devenus exclusivement des lieux d'intervention des intermédiaires financiers peut s'expliquer en partie par une volonté de couvrir et de répartir le risque.

Cette approche assez récente⁴² nous paraît pouvoir se révéler assez fructueuse. Son intérêt majeur réside dans le fait qu'elle permet à la fois de prendre en compte les activités de marchés des intermédiaires financiers, mais également des activités plus « traditionnelles », liées notamment à la gestion actif-passif : l'assurance de liquidité à la Diamond-Dybvig (1983)⁴³ nous semble rentrer dans cette logique dans la mesure où, grâce à la « loi des grands nombres » (c'est-à-dire la diversification des déposants et des emprunteurs), la banque devient capable de prendre en charge à la fois le risque d'insolvabilité (des emprunteurs) et le risque d'illiquidité lié au mécanisme de « transformation ».

Le développement des marchés financiers apparaît donc davantage analysé comme une opportunité des intermédiaires financiers d'élargir le champ de leur activité traditionnelle (grâce aux contrats à terme, aux marchés dérivés,...). Cette approche fonctionnelle semble donc entrouvrir la porte d'une justification théorique de la complémentarité entre banques et marchés, et va donc dans le sens de notre propre analyse.

Pourtant, l'analyse en termes de gestion des risques nous paraît poser à peu près autant de questions qu'elle n'en résout, notamment parce qu'il semble d'emblée, pour les auteurs eux-mêmes, que la diversification des risques ne permet d'expliquer que partiellement le comportement des banques vis-à-vis de l'ensemble des risques auxquels elles sont confrontées. Ainsi, pour Hellwig (1998) « *comme la plupart des risques supportés par les banques ne sont pas diversifiables, la question est de savoir pourquoi ils sont assumés par les banques plutôt que par quelqu'un d'autre* »⁴⁴.

Il faut donc rechercher des motifs d'explication complémentaires, ce à quoi s'attachent les auteurs tels que Allen et Santomero (2001), qui proposent d'intégrer la notion de coûts de participation. Ces coûts seraient liés à l'existence d'incertitude *ex ante* quant à l'évaluation des

⁴¹ Labye et Renversez, 2001, p. 4 et 5.

⁴² Les auteurs attribuent son origine aux travaux de Merton, au milieu des années 90.

⁴³ Nous avons vu précédemment qu'il s'agit pour les intermédiaires financiers d'articuler une collecte de ressources liquides (dépôts à vue des épargnants) avec des emplois illiquides (crédits).

⁴⁴ p. 330.

contrats. La définition de tels coûts, imputés *in fine* à la difficulté de rédiger des contrats complets *ex ante*, affiche une évidente proximité avec l'approche en termes de coûts de transaction que nous avons présentée supra. Les deux auteurs s'en défendent, mais il nous semble que, en tout état de cause, nous retrouvons au travers de cette approche les limites évoquées lors de l'étude des modèles en termes de coûts de transaction. Ce point de vue est partagé par Longuépée-Guyot (2002).

L'approche en termes de gestion des risques nous paraît tout à fait intéressante, dans la mesure où le rôle des banques en la matière semble tout à fait incontestable et prépondérant. Mais il nous faut constater que ces nouvelles théories, qui partent pourtant initialement d'une vision essentiellement critique des théories traditionnelles en termes de coûts de transaction ou d'asymétries d'information, ne parviennent pas véritablement à s'en écarter suffisamment pour proposer une mise en perspective complètement satisfaisante.

2.2.2 L'utilité « fondamentale » des institutions bancaires

Sans forcément procéder à une remise en cause des différentes analyses qui ont été présentées, il semble donc qu'aucune n'a véritablement réussi à prendre la pleine mesure du rôle et de la place des banques dans les systèmes économiques. Hellwig (1998), lorsqu'il s'interroge sur les raisons qui conduisent les intermédiaires financiers à accepter la prise en charge de risques « non diversifiables », pose cependant une question absolument fondamentale. L'auteur le souligne lui-même lorsqu'il relie directement ce constat à la survenance des crises financières plus ou moins graves qui ont secoué les systèmes financiers depuis plusieurs décennies. Ce lien entre crises financières et prises de risques par les banques nous conduit inévitablement à évoquer la banque, non comme structure autonome, mais comme institution insérée dans un système à la fois hiérarchisé et réglementé.

L'enjeu est tout à fait important : il nous impose de comprendre en quoi la présence d'institutions est liée, non pas à des imperfections de marché, mais à des facteurs que même des marchés complets ne peuvent régler. En cela, il ne s'agit pas tant de remettre en question les analyses en termes de coûts de transaction, d'asymétries d'informations ou de gestion du risque, dont nous avons vu qu'elles permettent toutes de mettre en lumière le rôle des intermédiaires financiers, que de les enrichir d'une dimension supplémentaire. Selon nous, cette dimension réside nécessairement dans la combinaison de deux éléments majeurs dont les analyses précédentes ne perçoivent qu'insuffisamment les enjeux : l'organisation en systèmes bancaires d'une part, l'existence de risques non diversifiables, c'est-à-dire d'une véritable incertitude sur les événements futurs d'autre part. Selon nous, ces deux éléments sont fondamentalement liés dans la mesure où le système bancaire peut être vu dans une certaine mesure comme une réponse efficace (mais nécessairement partielle) aux problèmes posés à des agents économiques confrontés à une incapacité réelle d'établir à tout moment une liste exhaustive des « états du monde » futurs. « *La banque est d'autant plus stable qu'il existe un marché interbancaire ou un marché monétaire qui*

lui permet, contre intérêt, de se procurer de la liquidité et lui permet d'assouplir la contrainte du reflux. La création de monnaie supérieure par la banque supérieure constitue également une remarquable innovation car elle permet une régulation bancaire. En effet, le système bancaire dans son ensemble est d'autant moins vulnérable aux crises et aux paniques bancaires que l'intervention de la banque supérieure comme prêteur en dernier ressort permet de faire face aux ruées de remboursement généralisées, en assouplissant la contrainte du reflux pour l'ensemble des banques touchées par ces ruées »⁴⁵.

Ainsi les banques (et les intermédiaires financiers qui en dépendent) et leur insertion dans le système bancaire permettent donc dans une certaine mesure d'offrir un certain degré de stabilité aux agents économiques : d'une part en créant et gérant la monnaie qui assure aux individus un accès immédiat à la liquidité, d'autre part en prenant en charge une partie des risques « non diversifiables » de l'économie, ce qui est rendu possible par la mutualisation des risques interbancaires et par l'existence d'un prêteur en dernier ressort. Par conséquent, il nous faut considérer les intermédiaires financiers comme des « régularités comportementales », permettant d'apporter aux agents économiques une stabilité que n'offre pas le caractère dynamique du marché. Comme le soulignent Allegret et alii (2003), « la connaissance diffusée par les institutions a pour principale propriété d'être stabilisatrice, dans le sens où elle permet de réaffirmer à intervalle régulier la stabilité de la structure sociale, contrairement à celle diffusée par le système des prix qui est, elle, de nature dynamique, dans le sens où elle conduit les individus à réviser continuellement leurs plans »⁴⁶.

L'existence de l'incertitude semble à l'évidence constituer la source de cette volonté des agents de faire appel à de telles institutions. Ce constat est particulièrement intéressant dans la mesure où la notion d'incertitude des individus est omniprésente dans toutes les approches que nous avons été amenés à étudier. C'est cependant sur ce point, nous semble-t-il, que les théories « traditionnelles » n'ont pas pu franchir un pallier décisif : l'incertitude qui prévaut n'est pas quantifiable, elle est « radicale », au sens de Keynes. « La caractéristique la plus importante de l'incertitude radicale réside dans l'impossibilité inhérente de lister l'ensemble des résultats possibles d'une série d'actions »⁴⁷. Cette hypothèse d'une incertitude « radicale », est partagée par des courants de pensée aussi différents (par ailleurs) que les Post-keynésiens⁴⁸ et l'école autrichienne des héritiers de Hayek, mais pas par les approches fondées sur le modèle d'Equilibre Général. Ainsi, les différents apports sur le caractère fondamental de l'incertitude semblent avoir été altérés par la reformulation du concept dans le modèle d'Equilibre Général Arrow Debreu⁴⁹.

⁴⁵ Le Maux (1998), p. 542.

⁴⁶ P. 222.

⁴⁷ O'Driscoll et Rizzo (1985), p. 71.

⁴⁸ Voir par exemple Davidson (2003).

⁴⁹ « L'incertitude signifie que nous n'avons pas une description complète du monde que nous croyons pleinement être vrai. Nous considérons le monde comme étant l'un ou l'autre d'une série d'états. Chaque état du monde est une description qui est complète pour toutes les possibilités pertinentes. Notre incertitude consiste en une

Dans celui-ci, en effet, la question de l'incertitude peut être résolue par un calcul de probabilités et une diversification de portefeuilles, le recours au marché peut répondre de façon efficiente aux attentes des agents économiques (marchés à termes, d'options,...). Les analyses que nous avons présenté en termes d'asymétries d'informations nous paraissent par exemple parfaitement illustrer cet aspect : un créancier ne disposant pas de toutes les informations concernant son débiteur va essayer de réduire cette asymétrie d'information (collecte d'informations et de signaux, mécanismes de surveillance,...), d'une part, va répartir le risque qu'il encours (comportement opportuniste de l'emprunteur, insolvabilité,...) en diversifiant l'emploi de ses actifs d'autre part. Dans ce cadre, nous avons vu dans quelles conditions il peut être intéressant de recourir à l'intermédiation financière tant que l'information des marchés reste imparfaite ou incomplète. Il est cependant assez évident que la présence d'une incertitude non probabilisable, mais « radicale », modifie substantiellement la portée de l'analyse. Dans ce contexte, en effet, personne (ni le créancier, ni le débiteur, ni la banque) n'est véritablement capable de pleinement mesurer le rendement ou le risque futur d'un investissement.

« Le fait marquant (...) est l'extrême précarité des bases sur lesquelles nous sommes obligés de former nos évaluations de rendements escomptés. Notre connaissance des facteurs qui gouverneront le rendement d'un investissement quelques années plus tard est en général très frêle et souvent négligeable. A parler franc, on doit avouer que, pour estimer dix ans ou même cinq ans à l'avance le rendement d'un chemin de fer, d'une mine de cuivre, d'une fabrique de textile, d'une marque pharmaceutique, d'un transatlantique ou d'un immeuble dans la City à Londres, les données dont on dispose se réduisent à bien peu de choses, parfois à rien »⁵⁰.

Il nous semble que les difficultés que rencontrent les théories « traditionnelles » à expliquer l'existence et l'importance des intermédiaires financiers pourraient avoir pour origine une approche de l'incertitude sous-estimée. La banque, grâce à son insertion dans un système bancaire, est en mesure d'accepter la prise en charge de cette incertitude, et d'en déléster les agents économiques (notamment par l'accès à la liquidité dont ils disposent par le biais des dépôts à vue). Les banques assument donc à la fois des risques « diversifiables » grâce aux atouts dont elles disposent (capacité à diminuer les coûts de transaction et les asymétries d'information notamment), mais aussi des risques « non diversifiables » (imprévisibles, liés à l'incertitude). Elles apparaissent donc, non comme des palliatifs liés à l'incomplétude des marchés, mais comme des structures fondamentales des systèmes financiers, même lorsque ceux-ci sont fortement « marchésés ». En contrepartie, les banques sont particulièrement affectées par les crises que connaissent les économies, justement parce qu'elles acceptent, grâce à l'existence de mécanisme de refinancement et d'un prêteur en dernier ressort, d'assumer les risques et l'incertitude des économies.

méconnaissance de l'état qui est le vrai » dit Arrow en 1974, cité par O'Driscoll et Rizzo (1985), p.132. Voir aussi p.8.

⁵⁰ Keynes (1936 [1969]), p.165.

Conclusion

La première partie de notre travail nous a permis de dresser un « état de l'art » des différentes analyses théoriques s'intéressant à l'existence des intermédiaires financiers. Depuis les premières recherches de Gurley et Shaw (1960), les approches théoriques ont surtout été marquées par des tentatives de s'écarter du modèle de l'Equilibre Général, au sein duquel il n'est pas possible de faire apparaître des intermédiaires financiers viables. En dépit de leur intérêt, ces théories présentent l'inconvénient de ne pas parvenir à expliquer de façon satisfaisante les mutations récentes des marchés et des intermédiaires financiers. En effet, alors que celles-ci se fondent sur l'idée d'une concurrence entre marchés et intermédiaires financiers, l'observation semble montrer qu'il s'agit plutôt de comprendre les systèmes financiers contemporains en termes de complémentarité des banques et des marchés. Prenant conscience de cet écart entre théorie et réalité empirique, certains auteurs ont tenté ces dernières années d'orienter davantage leurs travaux autour de l'apport des banques en termes de gestion des risques. Si cette approche nous paraît intéressante, elle demeure insuffisante selon nous, car elle ne donne aucune explication à la prise en charge par les banques de risques « non diversifiables ». Ces risques sont, selon nous directement liés à l'existence dans les systèmes économiques d'une incertitude dont les conséquences ne sont pas toutes prévisibles et probabilisables. Alors même que l'ensemble des approches que nous avons étudié s'accordent pour reconnaître le rôle de l'incertitude pour les systèmes financiers, elles restent focalisées sur une analyse a minima de l'incertitude, en raison d'une trop grande proximité avec les hypothèses de l'Equilibre Général. Pourtant, il nous semble, au terme de notre travail, que l'existence d'une incertitude « radicale » constitue vraisemblablement la principale cause d'explication des banques, et au-delà des systèmes bancaires et de l'architecture « mixte » des systèmes financiers.



Bibliographie

- Allegret J.P., Courbis B., Dulbecco P., 2003, Intermédiation et stabilité financière dans les économies émergentes, *Revue Française d'Economie*, n°4, vol. XVII, p. 213-242.
- Allen F. et Santomero A., 2001, What do Financial Intermediaries do?, *Journal of Banking and Finance*, n°25, p. 271-294.
- Allen F. et Santomero A., 1998, The Theory of Financial Intermediation, *Journal of Banking and Finance*, n°21, p. 1461-1485.
- Augory C. et Pansard F., 2000, L'intermédiation financière au sein des principaux pays de la zone euro, *Lettre Economique de la Caisse des Dépôts et Consignations*, mai.
- Banque Mondiale, 2002, Des institutions pour les marchés, *Rapport sur le développement dans le monde*, Ed. Eska, janvier, p. 85-111.
- Benston G. et Smith C., 1976, A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, *Journal of Finance*, n°31(2), mai, p. 215-231.
- Bernou N. et Grondin M., 2001, Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque, *Document de Travail*, GATE.
- Bernou N. et Saïdane D., 2001, Vers une nouvelle forme d'intermédiation financière : l'émergence de la banque-marché, *Colloque du GDR « Macroéconomie Monétaire »*, Paris, janvier.
- Biacabe P., 1988, D'une intermédiation financière à une autre : le cas de la désintermédiation, *Revue d'Economie Financière*, n°4, p.34-51.
- Boyd J. et Gertler, 1994, Are Banks Dead ? Or Are the Reports Greatly Exaggerated? *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review*, vol.18, n°3.
- Boyd J. et Prescott E., 1986, Financial Intermediary-Coalitions, *Journal of Economic Theory*, n°38, p. 211-232.
- Campbell T. et Kracaw W., 1980, Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation, *Journal of Finance*, n°35, p. 863-882.
- Capelle-Blancard G., 2000, Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière : l'approche en volume, *Revue d'Economie Financière*, n°59, octobre, p. 163-187.
- Conseil National du Crédit et du Titre, *Rapports annuels*.
- Coase R., 1937 [1988], The Nature of the Firm, *The Firm, the Market and the Law*, University of Chicago Press, p.33-55.
- Davidson P., 2003, Quels sont les éléments essentiels de la théorie monétaire post-keynésienne ?, *Théories monétaires post-keynésiennes*, ed. Piegay P. et Rochon L-P, Economica.
- Demsetz H., 1968, The Cost of Transacting, *Quaterly Journal of Economics*, n°82, février, p.33-53.
- Denizet J., 1967, *Monnaie et financement*, Dunod.

-
- Descamps C. et Soichot J., 2002, *Economie et gestion de la banque*, Editions Management et Société.
- Diamond D., 1984, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, juillet, p.393-414.
- Diamond D. et Dybvig P., 1983, Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, n° 3, p.411-419.
- Diamond D. et Rajan R., 2001, Banks and Liquidity, *American Economic Review*, vol.91, n°2, mai, p.422-425.
- Eber N., 2001, Les relations bancaires de long terme, *Revue d'Economie Politique*, n° 111, mars-avril, p. 195-246.
- Freixas X. et Rochet J.C., 1998, *Microeconomics of Banking*, 3ème ed., MIT Press.
- Gabillon E., 1997, Marchés incomplets et intermédiation financière, *Revue Economique*, vol.48, juillet, p. 805-833.
- Goldsmith R., 1958, *Financial Intermediaries in the American Economy since 1900*, NBER, University Press.
- Gurley J. et Shaw E., 1960 [1974], *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Trad. française, Cujas.
- Keynes J.M., 1936[1969], *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Trad. française, Payot.
- Kubler F., 2002, The Organization of Global Financial Markets, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, n° 158(1), mars.
- Hellwig M., 1998, Banks, Markets and the allocation of Risks in an Economy, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol.154, n° 1, mars, p. 328-345.
- James C., 1987, Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans, *Journal of Financial Economics*, n° 19(2), p.217-235.
- Joffre P., 1987, L'économie des coûts de transaction, *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Ed. Charreaux et alii, Economica.
- Koenig G., 2000, *Analyse monétaire et financière*, Economica.
- Labye A. et Renversez F., 2001, Quelle théorie de l'intermédiation financière pour les économies française et allemande ?, *Colloque AFSE*, juin.
- Leland H. et Pyle D., 1977, Informational Asymetries, Financial Structure, Financial Intermediation, *Journal of Finance*, n° 32, mai, p.371-387.
- Le Maux L., 1998, La banque libre, *Thèse de Doctorat*, Université Paris X, novembre.
- Levine R. et Zervos S., 1998, Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review*, n° 88, p.537-552.
- Lobez F., 1997, *Banques et marchés de crédit*, Presses Universitaires de France.
-

-
- Longuépée-Guyot M., 2002, Les canaux de distribution innovants modifient-ils l'intermédiation financière ?, *Les Cahiers du Gratice*, n°23, 2ème semestre, p. 219-232.
- Miller G., 1998, On the Obsolescence of Commercial Banking, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, n° 154(1), mars, p.61-73.
- O'Driscoll G. et Rizzo M., 1985, *The Economics of Time and Ignorance*, B. Blackwell.
- Plihon D., 1998, Les banques, nouveaux enjeux, nouvelles stratégies, *Notes et Etudes Documentaires*, n° 5078, La Documentation Française.
- Plihon D., 1995, L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993), *Bulletin de la Banque de France*, n°21, septembre, p.131-157.
- Rajan R., 1998, The Past and Future of Commercial Banking Viewed through an Incomplete Contract Lens, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.30, n° 3, p.524-550.
- Rivaud-Danset D., 1996, Les contrats de crédit dans une relation de long terme, *Revue Economique*, n° 4, juillet, p.937-962.
- Schmidt R., Hackethal A. et Tyrell M., 1999, Disintermediation and the Role of Banks in Europe, An International Comparison, *Journal of Financial Intermediation*, n° 8, p.36-67.
- Scholtens B. et van Wensveen D. (2000), A Critique on the Theory of Financial Intermediation, *Journal of Banking and Finance*, n° 24, p. 1243-1251.
- Williamson O, 1985, *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press.

