



# LA CONVERGENCE VERS LE « MARKET BASED SYSTEM » : UNE VUE DE L'ESPRIT ?

DHAFFER SAÏDANE \*

**E**n décembre 2000, M. Christian Noyer, alors vice-président de la Banque centrale européenne, rappelait que « Plusieurs observateurs ont [donc] relevé à juste titre que la zone euro est actuellement engagée dans un processus de mutation structurelle faisant une plus large place aux financements de marché ou, en d'autres termes, fondés sur l'émission de titres »<sup>1</sup>. Ce constat résulte, il est vrai, de la déréglementation financière qui a favorisé les mécanismes de marché dans l'allocation des ressources. Ainsi, dans les termes proposés par Allen et Gale (1995), il est devenu commun d'entendre que les modes de financement des économies semblent de plus en plus dominés par les marchés de capitaux (*Market based system*) par opposition au financement bancaire (*Bank based system*). Ce type d'évolution a suscité un débat en Europe et aux États-Unis entre les partisans et les opposants de la thèse de la convergence des systèmes financiers. Peut-on, en effet, affirmer que l'on assiste à un alignement du modèle de financement européen sur le modèle anglo-saxon centré autour du marché financier avec toutes les conséquences que l'on peut imaginer sur le tissu industriel et la structure de contrôle d'entreprises ? Dans une optique européenne, certains pensent qu'une forme de « convergence financière européenne » est effectivement en marche puisqu'il y a une convergence de l'accès

\* Université Lille 3 - GREMARS.

Ce travail s'inscrit dans le cadre de l'action CMCU N° 04G0605 « Efficacité des mesures de libéralisation financière en matière de financement de l'investissement et de promotion de la croissance » GREMARS - EA 2459, Université Charles-de-Gaulle - Lille 3 et ECOFI, Université du 7 Novembre - IHEC Carthage. L'auteur remercie Jean-Pierre Allégret, Jézabel Couppey, Jean-François Goux et Dominique Plihon pour leurs remarques sur une version antérieure de ce papier.

des entreprises européennes aux fonds propres (Eber, 2001). D'autres, concluent que les évolutions inscrites dans un cadre européen commun témoignent actuellement d'une certaine convergence, notamment entre des systèmes financiers - allemand et français - originaires distincts même si les financements demeurent fortement intermédiés (Labye et Renversez, 2001). D'autres études avancent, enfin, qu'il n'y a ni tendance générale à la désintermédiation, ni un glissement du *Bank based* vers le *Market based system* (Schmidt et al., 1999). Les banques, via les OPCVM qu'elles détiennent, ne sont pas en train de perdre du terrain et les principaux systèmes financiers ne semblent pas pour le moment converger. Les différences entre les systèmes financiers nationaux persisteront. Cependant, en cas de crises systémiques, le système susceptible de devenir mondialement dominant serait le modèle anglo-américain orienté marché, non pas parce qu'il est le plus efficace mais parce qu'il est le plus à même de résister aux crises (Schmidt et al., 2002). Ce débat récurrent<sup>2</sup>, a été récemment relancé par le FMI et la Banque mondiale dans le cadre des stratégies de libéralisation financière. Il a conduit à l'affirmation de la supériorité des systèmes financiers orientés marché (Levine et Demirguc-Kunt, 2001). Cependant, dans un article de 2002, Levine nuance cette position et reconnaît que la typologie *Bank based vs Market based* n'est plus pertinente. Il affirme « Recent research, however, argues that classifying countries as bank-based or market is not a very fruitful way to distinguish financial systems ».

Ainsi, l'idée d'un processus de mutation structurelle faisant une plus large place au *Market based system* est donc à nuancer d'autant que la désintermédiation croissante ne serait pas partagée par tous les observateurs (Boutillier et al., 2001 ; Amable et Paillard, 2002). Des évaluations récentes montrent, au contraire, que l'intermédiation financière s'est maintenue en Europe entre 1994 et 2001, dans une phase d'activité pourtant soutenue des marchés de capitaux (Capelle-Blancard et Couppey-Soubeyran, 2003).

Le débat abordé ici fait aussi référence à deux approches opposées, mais complémentaires, de la banque.

Il y a d'abord l'approche macroéconomique de la banque, celle des responsables de la politique monétaire. Cette lecture sépare l'activité bancaire (intermédiation crédit-dépôt et son corollaire, les intérêts nets) de l'activité non bancaire (OPCVM, assurance et son corollaire les commissions nettes). Elle conclut à une baisse du taux d'intermédiation financière. Ainsi, en France, par exemple, les derniers calculs effectués par le Conseil national du crédit et du titre établissent une baisse du taux d'intermédiation bancaire au sens étroit et au sens large, entre 1978 et 2001, passant respectivement pour le premier de 77,0 % à 40,9 % et de 77,0 % à 65,2 pour le second.



On trouve ensuite une deuxième approche, celle des acteurs de l'industrie bancaire, qui n'oppose pas l'activité bancaire à l'activité non bancaire. Elle s'appuie sur une lecture micro-organisationnelle de la banque. Elle est fondée sur la vision actuelle, qui est une vision élargie de l'organisation des métiers. La concurrence conduit les banques à la recherche de sources de valeurs dans tous les métiers de la finance grâce à la filialisation. La banque de détail, la banque de financement et d'investissement et la banque de gestion d'actifs sont aujourd'hui des activités développées de manière concomitante par les grands groupes bancaires. Des raisons stratégiques, liées aussi aux économies d'envergure incitent les banquiers à être présents sur ces activités, dont une grande partie s'exerce sur les marchés financiers. Juridiquement les banques peuvent détenir des non banques dans des domaines variés de la finance : services financiers spécialisés (*leasing*, crédit à la consommation...), gestion d'actifs (OPCVM), assurance... Si l'on s'appuie sur cette deuxième vision, on peut légitimement penser que les banques dominent le paysage financier et que l'industrie financière mondiale n'est pas en train de converger vers le *Market based system*. Bien au contraire, elle est plus que jamais orientée banque. Curieusement, ce serait même le système bancaire américain, encore très éclaté, qui se rapprocherait de l'organisation universelle de son homologue européen<sup>3</sup>. En effet, en Europe comme aux Etats-Unis, les systèmes financiers nationaux se restructurent, se concentrent. Ils sont de plus en plus régis par quelques grands groupes bancaires multispécialisés, ce qui relativise le concept de désintermédiation. La convergence vers le *Market based system* de type anglo-saxon serait-elle donc une simple vue de l'esprit ? Pour répondre à cette question, on essaye de montrer que cette taxinomie *Market based vs Bank based* est peut-être dépassée. Cette grille de lecture est sans doute brouillée à cause de la très forte hétérogénéité des modes de financement des entreprises non financières (ENF) et à cause du poids croissant exercé, sur le marché des capitaux, par les grands groupes bancaires multispécialisés à l'échelle planétaire.

« *MARKET BASED VS BANK BASED* » :  
*UNE TAXINOMIE RÉCURRENTÉ, MAIS DÉPASSÉE*

Toute économie dispose d'un système financier caractérisé par un enchevêtrement complexe d'*institutions*, de *procédures*, d'*usages* et de *règles* qui lui sont propres. Ces caractéristiques sont le résultat d'un cheminement historique propre à chaque pays. Or, depuis quelques années, les systèmes financiers des pays de l'OCDE, et en particulier européens, semblent partager la même trajectoire historique. Cette nouvelle dynamique du changement s'appuie sur une sorte de détermi-



nisme. Elle peut légitimement laisser penser que les systèmes financiers sont en train d'évoluer vers une plus grande homogénéisation. Dès lors, peut-on imaginer l'adoption par tous les pays des mêmes *procédures, usages et règles* dans le cadre d'un modèle unique de système financier ?

### *Les origines du débat*

Durant la première moitié des années 1970, est apparu le schéma académique traditionnel opposant la finance directe à la finance indirecte<sup>4</sup>. Ce schéma est venu se greffer dans un contexte où les entreprises non financières (ENF) américaines auraient financé leurs investissements en recourant massivement aux marchés financiers. Cette « coïncidence » serait à l'origine de l'émergence d'un système financier anglo-saxon<sup>5</sup>. Avec la déréglementation financière, toute une littérature a essayé de renouer avec la tradition analysant la taxinomie des systèmes financiers (Goux, 1994 ; Allen et Gale, 1995, 1999 ; Schmidt et *al.*, 1999). Deux types de systèmes financiers sont opposés : celui fondé sur le marché (États-Unis, Royaume-Uni) et celui fondé sur les banques (Allemagne, Japon). Dans le premier, les marchés financiers sont supposés jouer un rôle prépondérant dans le rapprochement de l'offre et de la demande de fonds prêtables (*Market based*). La finance de marché (actions et obligations) est considérée comme la source dominante de financement à long terme, alors que les banques se cantonnent aux prêts à court terme. Dans le deuxième système orienté banque (*Bank based*), les banques jouent un rôle central à la fois en tant qu'intermédiaires entre l'offre et la demande de financement et comme acteurs dans la gestion et la surveillance des entreprises.

La tentation devient grande d'imaginer un glissement des systèmes financiers dominés par la banque vers ceux dominés par le marché financier. Le premier système, avec la mémoire qui le caractérise, permet un meilleur partage intertemporel des risques (*Intertemporal risk sharing*). La banque procède à un lissage à travers le temps des risques. Elle étale ainsi les risques associés à un stock d'actifs sur plusieurs générations. Elle les réduit aussi en constituant des réserves d'actifs et en investissant dans des actifs liquides à court terme quand les rendements sont élevés. Elle garantit ainsi des revenus réguliers et réduit les fluctuations de consommation et leurs effets sur le bien-être à travers le temps. Dans ce système, la banque est, en outre, mieux équipée pour réaliser des engagements à long terme, ce qui est essentiel pour effectuer des transferts intergénérationnels de richesses et de risques. On classe généralement le Japon et l'Allemagne parmi les pays dotés d'un système financier « orienté banque » avec un partage intertemporel des risques.

Le système dominé par le marché assure, quant à lui, un meilleur partage et échange des risques entre les individus en coupe instantanée,



c'est-à-dire à un moment précis du temps (*Cross-sectional risk sharing*). Dans ce système, les opérateurs font appel aux produits dérivés comme instruments adéquats de couverture des risques. On classe généralement le Royaume-Uni et les États-Unis parmi les pays dotés d'un système financier « orienté marché financier » avec partage des risques en coupe instantanée.

### *Une approche discutable*

La typologie *Market based vs Bank based* s'appuie en général sur deux arguments essentiels. Le premier porte sur la structure du capital des entreprises et le deuxième sur leur mode de gouvernement. Or, ces deux arguments semblent difficilement vérifiables de manière très claire dans les faits.

*La structure du capital des entreprises.* L'architecture des systèmes financiers nationaux tient aux conditions initiales déterminées par l'histoire réglementaire et institutionnelle. Les différences entre les États-Unis et l'Europe et entre les pays d'Europe eux-mêmes tiennent à la structure du droit privé<sup>6</sup>. Le système juridique anglo-saxon est fondé sur la *Common law*. Il a favorisé l'émergence de systèmes financiers plutôt orientés marché car il offre aux actionnaires minoritaires ou *shareholders* une protection plus large contre la direction d'une entreprise. Il contient des dispositions plus claires concernant le droit de vote et le gouvernement d'entreprise. Le système juridique d'Europe Continentale, qui trouve son origine dans le Code Napoléon, a favorisé le développement de systèmes financiers où les petits actionnaires sont généralement moins bien protégés et où les constructions juridiques favorisent la concentration et le contrôle de l'entreprise par un groupe d'actionnaires de référence ou *stakeholders*. Selon cette approche normative, la différence entre le modèle anglo-saxon et le modèle d'Europe Continentale porte donc sur l'origine de la propriété du capital. Dans le premier modèle, les règles de gouvernance conduisent à ce que le capital appartienne aux épargnants (*shareholders*), directement ou à travers une délégation de gestion (fonds de pension ou *Mutual fund*). Dans le deuxième modèle, les sociétés se présentent comme des détenteurs importants d'actions (*stakeholders*). Or, l'examen de quelques données récentes sur la répartition des actions par détenteurs (tableau n° 1) met en évidence des différences au sein même des pays anglo-saxons. Il est, en effet, difficile de se référer à un véritable modèle anglo-saxon, dans la mesure où le système financier américain présente certaines caractéristiques qui n'ont pas d'équivalent au Royaume-Uni. Au Royaume-Uni, le poids des ménages est l'un des plus faibles avec 8,7 % en moyenne de la détention totale en 2001. Il est de moitié inférieur à celui observé dans les autres pays de la zone euro (Espagne 20,7 %, Italie 15,3 % et Allemagne 15,5 %). Cette situation ne coïncide pas avec l'existence a

*priori* d'une culture actionnariale plus développée dans ce pays que sur le reste du continent européen. En 2001, en France, les ENF et l'État représentaient ensemble 30 % de la détention totale d'actions cotées. On retrouve des proportions similaires pour les autres pays d'Europe, y compris pour le Royaume-Uni. Ce chiffre est négligeable uniquement pour les États-Unis (0,8 %). En outre, la part des investisseurs institutionnels dans la détention d'actions avoisine les 50 % de la détention totale aux États-Unis, mais elle est loin d'être négligeable dans les autres pays puisqu'elle s'étale de 12 % à 30 %. On remarque aussi que dans l'ensemble des pays, les institutions financières monétaires, essentiellement des banques, ne sont que très faiblement détentrices d'actions cotées. C'est uniquement en Allemagne, du fait du modèle de la *Hausbank*<sup>7</sup>, que les banques financent les ENF par crédit mais également en entrant dans leur capital (13 %).

**Tableau n° 1**  
**Structure de la détention d'actions cotées**  
(en %)

	1991 a)	2001		1991 a)	2001
<b>Italie</b>			<b>France</b>		
ENF et administrations publiques	38,1	42,5	ENF et administrations publiques	28,5	29,7
Intermédiaires financiers dont	25,5	34,3	Intermédiaires financiers dont	28	34,4
<i>Institutions financières monétaires</i>	5,2	4,4	<i>Institutions financières monétaires</i>	9,7	8,3
<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	20,3	29,9	<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	18,3	26,1
Ménages	29,1	15,5	Ménages	25,8	7,8
Reste du monde	7,3	7,7	Reste du monde	17,7	28,1
<b>Allemagne</b>			<b>Royaume-Uni</b>		
ENF et administrations publiques	42	33,2	ENF et administrations publiques	16,6	24,1
Intermédiaires financiers	23	36,6	Intermédiaires financiers dont	59,1	47,1
<i>Institutions financières monétaires</i>	12,7	13,0	<i>Institutions financières monétaires</i>	1,6	1,9
<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	10,3	23,7	<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	57,5	45,3
Ménages	22,4	15,3	Ménages	15,6	8,7
Reste du monde	12,7	14,9	Reste du monde	8,7	20,1
<b>Espagne</b>			<b>États-Unis</b>		
ENF et administrations publiques	24,5	31,2	ENF et administrations publiques	0,1	0,8
Intermédiaires financiers dont	14,9	20,0	Intermédiaires financiers dont	41,3	49,6
<i>Institutions financières monétaires</i>	9,4	8,1	<i>Institutions financières monétaires</i>	0,3	0,2
<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	5,5	11,9	<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	41	49,4
Ménages	25,9	20,7	Ménages	52,4	39,5
Reste du monde	34,7	28,0	Reste du monde	6,1	10,1

a) chiffres de 1995 pour l'Espagne et l'Italie.

Source : chiffres traités d'après les données de Augory et Pansard (2003).



*Le mode de gouvernement des entreprises.* Comme le rappellent Amable et Paillard (2002), l'opposition classique entre les structures de financement orientées marché et celles orientées banque est sans doute favorisée par le contraste entre deux modes de gouvernement d'entreprise. On associe souvent le contrôle externe aux systèmes fondés sur le marché et le contrôle interne aux systèmes fondés sur les banques. Le contrôle externe de la gestion des entreprises cotées est à la discrétion des actionnaires. Ces derniers n'exercent pas un contrôle direct sur la gestion, mais font pression sur l'équipe dirigeante par la menace du retrait de leur capital. Il s'agit donc d'un contrôle *ex post*, c'est-à-dire après la communication des résultats de l'entreprise. Le contrôle interne s'effectue par d'importants actionnaires, en particulier par les banques, pouvant supporter les coûts afférents au contrôle direct des projets de la firme. Or, cette opposition classique conduit à une vision simpliste de l'articulation entre la structure de financement et le mode de gouvernement d'entreprise (Amable et Paillard, 2002). En effet, la participation des banques dans le capital des entreprises et leur surveillance de la gestion n'impliquent pas nécessairement un recours plus important aux crédits bancaires pour financer l'investissement. Certaines études s'appuyant sur une série d'indicateurs<sup>8</sup>, tentent d'apporter un éclairage plus convaincant en montrant que la relation entre les deux peut prendre des formes très différentes d'un pays à l'autre. Quelques-uns de leurs résultats méritent d'être rappelés (La Porta et al., 1996, 1997, 1999). Un niveau d'endettement bancaire sélevé ne conduit pas nécessairement à des systèmes financiers dans lesquels les banques exercent un rôle important en matière de contrôle (Italie, France dans les années 1980). Inversement, dans le cas d'un niveau d'endettement bancaire faible, la sanction et le contrôle des projets ne viennent pas nécessairement du marché (Pays-Bas, Allemagne).

L'hétérogénéité des systèmes financiers est telle qu'elle ne peut pas être enfermée dans une simple typologie opposant *Market based* au *Bank based*. Il en résulte que l'idée du glissement ou de la convergence des systèmes financiers, fort séduisante à première vue, doit être relativisée (Plihon et al., 2001). Le processus de convergence des systèmes est bien plus complexe. Il existe de fortes disparités entre les pays. Entre les pays européens eux-mêmes subsistent d'importantes différences structurelles (législation comptable, législation et organisation du travail, fiscalité, contrôle, barrières culturelles et linguistiques...) qui ne disparaîtront pas du jour au lendemain. Ces différences expliquent pourquoi le mouvement de consolidation entre les systèmes financiers nationaux européens est difficile et pourquoi la liquidité du marché européen des capitaux n'égale pas encore celle du marché américain.

Cette hétérogénéité des systèmes financiers, conduit à se demander s'il existe véritablement un modèle anglo-saxon de finance.

*L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DES SYSTÈMES FINANCIERS :  
LE MODÈLE ANGLO-SAXON EST UNE VUE DE L'ESPRIT*

La question traitée ici est celle de savoir si le « modèle anglo-saxon » centré autour du marché financier est un véritable archétype ou un simple stéréotype. Ce modèle de finance de marché caractérise-t-il plus le Royaume-Uni et les États-Unis que le reste des pays de l'OCDE ? Nous allons traiter cette question en examinant la structure du financement des ENF. On s'appuiera d'abord sur des données exprimées en flux (Amable et Paillard, 2002 ; puis en encours, Augory et Pansard, 2003).

*L'hétérogénéité de la structure du financement exprimée en flux*

Ces données portent sur la structure de financement des ENF sur presque un quart de siècle. Elles montrent une diversité des configurations (tableau n° 2) et invitent à deux remarques. D'abord, le mouvement d'harmonisation ou de convergence entre les systèmes financiers est difficile à prouver. Ensuite, le « modèle anglo-saxon » de marché financier semble correspondre plutôt à une idée toute faite. Examinons le flux de ces différents modes de financement par pays.

8

**Tableau n° 2**  
**Structure du financement net des ENF 1970-1994**  
(en % du total)

	États-Unis	Japon	Allemagne	RU	Italie	France <sup>1</sup>	Pays-Bas <sup>2</sup>	Suède <sup>3</sup>
Autofinancement	96,1	69,9	78,9	93,3	59,5	72,8	106,9	77
Actions	-7,6	3,5	0,1	-4,6	11,5	5,4	-6,2	-3
Crédits bancaires <sup>4</sup>	11,1	26,7	11,9	14,6	30,1	25,7	17,5	50,4
Oblig. et titres courts	15,4	4	-1	4,2	-3,4	3,2	0,7	-12,8
Autres	-15	-4,1	10,1	-7,5	2,3	-7,1	-18,9	-11,6

1. 1970-1996

2. 1985-1996

3. 1980-1996

4. Pour la France, les Pays-Bas et la Suède, total des emprunts à court et à long terme.

Sources : Amable et Paillard (2002)

L'*autofinancement* est plus élevé dans les pays habituellement classés dans les systèmes fondés sur le marché : États-Unis de 96 %, Royaume-Uni de 93 %. En outre, le financement de l'investissement par émission d'actions est négatif dans ces pays, car les ENF rachètent leurs propres actions, de façon à augmenter la valeur actionnariale en éliminant une partie de leurs actions et pour se protéger des OPA. Dans les autres pays, l'émission d'actions contribue faiblement au financement des ENF, excepté en Italie.

Le recours aux *crédits bancaires* est à peu près équivalent aux États-Unis (11 %), au Japon (26 %), en France (25 %) et en Italie (30 %). Il est plus fort que les financements de marché (actions, obligations et titres courts). Les appels, au marché sont, non seulement plus faibles que le recours au crédit mais ont une ampleur équivalente aux États-Unis (7,8 %), au Japon (7,5 %), en France (7,6 %) et en Italie (8,1 %). Ils sont négatifs dans tous les autres pays. Enfin, l'Allemagne, archétype du système fondé sur les banques, a le niveau de crédit parmi les plus faibles. Il est équivalent à celui observé aux États-Unis (environ 11 %). Le niveau relativement faible de recours aux crédits bancaires en Allemagne et le niveau relativement élevé du financement interne (environ 80 %) rendent donc ce pays proche des États-Unis et du Royaume-Uni.

S'agissant de l'Allemagne une précision doit être apportée. En fait, seules, les PME sont caractérisées par un faible niveau d'autofinancement et un fort endettement auprès des banques (Sauvé et Scheuer, 1999). Leur mode de financement se rapproche donc du modèle de financement fondé sur la banque. En revanche, les grandes ENF allemandes financent leurs investissements grâce à leurs fonds propres. Leur mode de financement serait plus proche du modèle canonique anglo-saxon.

Ainsi les pays habituellement classés dans les systèmes fondés sur le marché (États-Unis, Royaume-Uni) sont, en réalité, caractérisés par un haut niveau d'autofinancement. Ils n'ont pas nécessairement un niveau global de recours au marché plus important qu'ailleurs. L'appel au marché pour financer leurs investissements demeure sur la période considérée relativement peu élevé aux États-Unis (7,8 %) et négatif au Royaume-Uni (-0,4 %).

L'analyse de la structure du financement net des ENF rend sans doute difficile la classification académique habituellement proposée par la littérature *Bank based vs Market based*. Cette distinction n'est pas évidente d'autant que la baisse du recours aux crédits bancaires est la plupart du temps concomitante d'un ralentissement de l'investissement en capital physique, et non du développement du marché.

L'examen de la structure de financement net des ENF invite donc à revoir la classification habituellement proposée distinguant les systèmes fondés sur les marchés et les systèmes fondés sur les banques. Cette distinction n'est d'ailleurs pas manifeste lorsqu'on s'intéresse également au financement des ENF exprimé en encours.

#### *L'hétérogénéité de la structure du financement exprimée en encours*

L'hétérogénéité de la structure du financement apparaît ici pour quatre aspects : la structure de la dette des ENF, l'encours des obligations par pays, la répartition des obligations par émetteurs, la répartition des obligations par détenteurs<sup>9</sup>.

L'examen de la structure de la dette des ENF suscite deux remarques. On constate d'abord que seuls les États-Unis constituent une véritable exception par rapport au reste des pays (tableau n° 3). Ainsi, l'apparente similitude entre ce pays et le Royaume-Uni dans le cadre d'un modèle de financement de type « anglo-saxon » ne doit pas conduire à une interprétation erronée. Le rôle des titres dans le financement des ENF est sans commune mesure. En 2001, il atteint aux États-Unis 62 %, alors que pour les ENF britanniques et françaises, il est respectivement de 25 % et 20 %. On observe ensuite pour tous les pays, hors États-Unis, une robustesse de la relation de long terme banque-entreprise notamment pour des ENF n'ayant pas un bon *rating* sur le marché. En effet, en Allemagne et dans les deux pays du Sud, les prêts bancaires sont le mode d'endettement privilégié des ENF (95 %). La dette de marché est négligeable dans le bilan des ENF de ces trois pays. Les emprunts obligataires y représentent 3 à 4 % du total de l'endettement et les titres de créances négociables sont quasiment absents. En France et au Royaume-Uni, la dette de marché est significative (respectivement 14 % et 22 %). Pour les deux pays, la place du financement par crédit demeure prédominante entre 75 % et 80 %).

10

**Tableau n° 3**  
**Composition de la dette des ENF**  
(en % hors crédits commerciaux)

	Titres du marché monétaire		Obligations		Crédits des institutions financières	
	1995	2001	1995	2001	1995	2001
Italie	0,4	0,4	3,5	4,0	96,1	95,6
Allemagne	0,3	1,4	6,1	3,1	93,6	95,5
Espagne	2,9	0,9	7,8	3,9	89,3	95,2
France	3,3	5,0	13,7	14,6	83,0	80,4
Royaume-Uni	3,0	2,6	17,5	22,4	79,5	75,0
États-Unis	6,1	4,3	51,4	57,6	42,5	38,1

Source : Augory et Pansard (2003).

Les encours d'obligations par pays expriment une hétérogénéité des situations (tableau n° 4). La prise en compte des encours pour les six pays ne permet pas d'aboutir à la distinction habituellement retenue opposant les pays anglo-saxons à ceux d'Europe Continentale. La situation de pays comme l'Italie et l'Allemagne se trouve assez proche de celle des États-Unis. À l'inverse la position du Royaume-Uni n'est pas éloignée de celle de la France et de l'Espagne. L'Italie est même plus proche des États-Unis que de l'Espagne ou de la France. Il est vrai qu'en Europe Continentale, les appels au marché obligataire ont connu un

essor important au cours de la dernière décennie. Ce mouvement résulte cependant davantage de phénomènes conjoncturels que d'une véritable convergence structurelle. En effet, il y a eu une valorisation des titres du fait de la baisse des taux d'intérêt dans de nombreux pays durant cette période.

**Tableau n° 4**  
**Encours d'obligations par pays**  
(en % du PIB)

	1991	1995	2001
États-Unis	130,3	143,2	166,9
Italie	78,5	104,4	150,1
Royaume-Uni	63,3	104,8	133,5
Allemagne	64,6	94,3	139,8
France	53,9	73,0	89,3
Espagne	23,6	49,5	90,0
Moyenne 6 pays	70,0	95,0	128,0

Source : chiffres traités d'après les données de Augory et Pansard (2003).

L'examen de la répartition des obligations par émetteurs met en évidence une forte hétérogénéité entre les pays (tableau n° 5). Nous analysons successivement la situation de deux groupes d'émetteurs ; d'une part, les administrations publiques et les institutions financières, et, d'autre part, les ENF à travers le marché *corporate*.

**Tableau n° 5**  
**Répartition des obligations par émetteurs résidents**  
(en % du stock)

	1991 a)	2001		1991 a)	2001
<b>Allemagne</b>			<b>Royaume-Uni</b>		
Institutions financières	61,8	64,0	Administrations publiques	53,1	35,6
Administrations publiques	34,2	34,1	Institutions financières	22,9	38,9
ENF	4,0	1,9	ENF	24,1	25,5
<b>États-Unis</b>			<b>Espagne</b>		
Institutions financières	33,9	53,8	Administrations publiques	80,3	75,1
Administrations publiques	50,4	29,3	Institutions financières	11,2	20,4
ENF	15,6	17,0	ENF	8,5	4,5
<b>France</b>			<b>Italie</b>		
Administrations publiques	29,7	51,6	Administrations publiques	88,8	71,9
Institutions financières	54,3	30,4	Institutions financières	9,1	26,2
ENF	16,0	18,0	ENF	2,1	1,9

a) chiffres de 1995 pour l'Espagne et l'Italie.

Source : chiffres traités d'après les données de Augory et Pansard (2003).

On constate d'abord que le marché obligataire repose sur deux principaux émetteurs : les administrations publiques et les institutions financières. On remarque ensuite que la hiérarchie entre émetteurs publics et institutions financières est différente d'un pays à l'autre. Deux groupes de pays ne correspondant pas à la classification usuelle - orientés banque vs orientés marché - peuvent être mis en évidence. Le premier groupe est composé de l'Allemagne et des États-Unis. Les institutions financières tiennent la première place dans la hiérarchie des émissions. En Allemagne, les institutions financières ont à leur passif un stock de dettes d'environ 60 % du stock d'obligations émis par les agents résidents. En effet, les crédits hypothécaires sont financés à hauteur de 22 % par des obligations foncières - *Pfandbriefe*, Augory et Pansard (2003). Le marché des obligations foncières allemand est l'un des plus grands marchés hypothécaires de l'Union. Aux États-Unis, il existe aussi des modes de financement du logement où les banques émettent des obligations gagées sur des actifs physiques - *Government-sponsored enterprises* et *Federally Related Mortgage pools*.

Le deuxième groupe comprend tous les autres pays. Il se caractérise par une domination très marquée des émetteurs publics visant à assurer un financement non monétaire de leurs dettes. En France, dans les années 1980, l'accent a été mis sur la promotion d'un marché des titres publics capable d'accueillir et de fidéliser une épargne domestique et étrangère de plus en plus mobile. En Espagne et en Italie, le poids de l'État a été favorisé par l'importance des déséquilibres passés des finances publiques. De plus, les banques tirent encore l'essentiel de leurs ressources des dépôts effectués par les ménages. Elles n'ont pas eu besoin d'aller s'alimenter massivement sur les marchés de dettes. Les banques françaises, quant à elles, ont profité du marché des certificats de dépôts, ce qui explique leur recul sur le compartiment obligataire. La réduction généralisée des déficits publics dans certains pays tend à provoquer une substitution progressive des émissions des administrations publiques par celles des institutions financières (Royaume-Uni, Espagne, Italie).

On remarque enfin que les émissions des ENF (marché *corporate*) varient d'un pays à l'autre. Deux groupes de pays peuvent être mis en évidence. Le premier est composé de la France, du Royaume-Uni et des États-Unis. Ces pays se distinguent par la présence d'un marché *corporate* significatif se situant en moyenne entre 16 % et 23 %. Le marché des titres publics ou bancaires n'a pas induit d'effet d'éviction. Le deuxième groupe comprend les deux pays du Sud et l'Allemagne. Pour ces pays, le poids des ENF est de plus en plus faible depuis 10 ans. Il se situe moyenne entre 1,8 % et 6 %.

L'examen de la répartition des obligations par détenteurs (tableau n° 6) montre que les intermédiaires financiers détiennent dans tous les

pays plus de la moitié du stock d'obligations en circulation. Mais, là encore, la situation diffère d'un pays à l'autre.

**Tableau n° 6**  
**Détention d'obligations**  
(structure en %)

	1991a)	2001		1991a)	2001
<b>Allemagne</b>			<b>Italie</b>		
Intermédiaires financiers	53,9	52,3	Intermédiaires financiers	42	41,5
Reste du monde	13,7	27,1	Ménages	37,7	30,2
Ménages	27,8	13,1	Reste du monde	15,9	24,4
ENF et administrations publiques	4,6	7,5	ENF et administrations publiques	4,8	3,9
<b>Espagne</b>			<b>Royaume-Uni</b>		
Intermédiaires financiers	65	61,6	Intermédiaires financiers	65,3	72,8
Reste du monde	27,7	32,5	Reste du monde	20,2	21,5
Ménages	5,7	2,6	ENF et administrations publiques	8,9	2,5
ENF et administrations publiques	1,8	3,1	Ménages	5,7	3
<b>France</b>					
Intermédiaires financiers	57	66,7			
Reste du monde	23,7	24,6			
Ménages	13	4,4			
ENF et administrations publiques	6,3	4,4			

a) chiffres de 1995 pour l'Espagne et l'Italie.

Source : chiffres traités d'après les données de Augory et Pansard (2003).

Deux groupes de pays peuvent être mis en évidence. Dans le premier groupe, comprenant l'Allemagne et l'Espagne, le marché obligataire est fortement interbancaire. Au sein des intermédiaires financiers, ce sont les banques qui assurent l'essentiel de la détention d'obligations. En 2001, leur portefeuille obligataire était respectivement pour ces deux pays de 37 % et 34 % de l'ensemble des obligations détenues, contre respectivement 15 % et 27 % pour les autres intermédiaires (assurances, fonds de pension et autres institutions).

Dans le deuxième groupe, comprenant les États-Unis, la France, le Royaume-Uni, et récemment l'Italie, l'intermédiation financière transite essentiellement par les investisseurs institutionnels. En France, par exemple, les compagnies d'assurance (et autres investisseurs institutionnels) détenaient environ 36 % du marché en 1991 ; 10 années plus tard, c'est près de la moitié des obligations en circulation qui sont dans leur portefeuille.



Pour tous les pays, à quelques exceptions près, on constate donc trois tendances importantes.

Hormis l'Italie, les ménages jouent un rôle de plus en plus modeste sur le marché obligataire. Cette érosion du poids de la finance directe a eu comme contrepartie le développement d'une détention indirecte par les ménages, *via* une forme de gestion collective (assurance en France, OPCVM principalement en Espagne et en Italie).

On constate aussi une détention croissante de titres par les agents non résidents. Dans tous les pays, les marchés de dette publique sont désormais des marchés d'institutionnels (résidents ou étrangers). Par exemple, en France, les OAT sont détenues à presque 60 % par les intermédiaires financiers résidents, et pour environ 30 % par les agents non résidents, les ménages représentant environ 2 % de la détention. En Italie, alors que les ménages italiens détenaient en 1995 plus 30 % de la dette publique, cette proportion est tombée à 17 % en 2001, avec, comme contrepartie, une hausse de la part des non résidents à 40 % de la détention. Ce mouvement s'explique en grande partie par la recomposition des portefeuilles à la suite du passage à la monnaie unique.

Enfin, l'examen de la répartition des obligations par émetteurs et par détenteurs montre que, pour l'ensemble des pays, les marchés obligataires sont des marchés interbancaires où l'intermédiation financière est forte, aussi bien du côté demande que du côté offre.

14

### *DES SYSTÈMES FINANCIERS DOMINÉS*

#### *PAR LES GRANDS GROUPES BANCAIRES MULTISPÉCIALISÉS*

Les systèmes bancaires se restructurent et se concentrent. Ils sont de plus en plus dominés par quelques grands groupes bancaires multi-spécialisés à l'échelle planétaire. Excepté les États-Unis et l'Allemagne, en 2003, dans quasiment tous les pays de l'OCDE, l'actif des cinq premières banques représente plus de la moitié de l'actif de l'ensemble des banques. La distinction *Market based vs Bank based* devient quelque peu dépassée dans la mesure où les grandes banques interviennent de plus en plus sur les marchés. Ainsi, l'émergence de ces grands groupes bancaires, plutôt que de conduire à une baisse de l'intermédiation financière, l'a, au contraire, maintenue en Europe, alors que les marchés de capitaux étaient dans une phase d'activité soutenue. Cette évolution conforte l'idée que le développement des marchés financiers ne se fait pas au détriment de celui des intermédiaires financiers (Capelle-Blancard et Couppey-Soubeyran, 2003). Au contraire, les banquiers sont les animateurs d'un marché de capitaux de plus en plus interbancaire.

### Encadré

L'Allemagne, la Suisse et l'Autriche appliquent le modèle de la banque universelle depuis le XIX<sup>ème</sup> siècle. Chaque établissement est habilité à couvrir l'intégralité des opérations de banque.

En Espagne, le système bancaire a été libéralisé à partir de 1962. La séparation fonctionnelle au sein des banques a été abolie en 1974. Conformément aux exigences européennes, ce mouvement a été complété en 1994 par la suppression de l'obligation pour les banques de financer le déficit budgétaire de l'État.

En France, le principe de la banque universelle est introduit par la loi bancaire du 24 janvier 1984, qui supprime la distinction traditionnelle entre banque d'affaires et banque de dépôts. La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières transpose en droit français la directive européenne de 1993. Elle instaure le statut d'intermédiaires financiers autorisés à exercer les métiers du titre.

En Italie, la loi Amato-Carli, votée en 1990, libéralise le secteur bancaire. Elle autorise notamment la transformation d'institutions publiques en sociétés par actions. La part des capitaux publics atteignait alors 90 %. La loi bancaire du 27 août 1993 a ensuite transposé en droit italien la deuxième directive européenne de coordination bancaire et a favorisé ainsi l'émergence de la banque universelle.

Le secteur bancaire britannique avait adopté la séparation calquée sur l'ancien modèle américain entre *Clearing* et *Merchant banks*. La loi bancaire de 1987 a introduit la déspecialisation. En 1986, le *Building Societies Act* avait déjà commencé à élargir le champ d'activités des institutions mutualistes, incitant certaines d'entre elles, dont *Abbey National*, à renoncer à leur statut de banque.

Aux États-Unis, le *Glass-Steagall Act* de 1933 imposait une « muraille de Chine » entre les activités des banques commerciales et les activités des banques d'affaires. La loi *Gramm-Leach-Bliley* ou *Financial Services Modernisation Act* promulguée le 12 novembre 1999 (entrée en vigueur le 13 novembre 2000) réforme la législation bancaire américaine. En discussion durant 10 ans, elle remplace le *Glass Steagall Act* et autorise les banques à intervenir dans les secteurs de l'investissement et de l'assurance. Une première déréglementation en 1994, résultant de la loi *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*, avait déjà autorisé les banques à s'implanter dans plusieurs États, mettant fin au *Mc Fadden Act* de 1927.

Source : d'après Quignon (2002) et données de presse.

*Un environnement économique et juridique favorable aux grands groupes bancaires multispécialisés*

Quatre forces majeures poussent à la constitution de grands groupes bancaires multispécialisés.

La recherche d'économies d'envergure et une meilleure fidélisation de la clientèle.

La mobilité des capitaux entre les grandes Places financières et la concurrence bancaire favorisant un alignement des comportements des banques.

Le renforcement des normes prudentielles avec Bâle I et II, visant le renforcement de la stabilité financière des systèmes bancaires.

Les cadres législatifs qui régissent le fonctionnement des banques dans plusieurs pays encouragent de plus en plus le « principe d'universalité ». Ainsi, la plupart des pays ont opté pour un système de « banque à tout faire » ouvrant la possibilité aux banques de réaliser tous les métiers de la finance.

Aujourd'hui, les législations nationales semblent avoir unanimement consacré le modèle de la banque multispécialisée. Cette option est toutefois plus ancienne dans certains pays que dans d'autres. Certains systèmes bancaires européens se sont ralliés à ce schéma sous l'impulsion de la seconde directive bancaire de 1993 sur les services d'investissement. Elle a offert aux banques la possibilité d'étendre leur gamme d'activités (voir encadré).

*La BFI et l'Asset management : des métiers bancaires développés grâce au marché financier*

Outre les petites et moyennes banques régionales ou spécialisées dont l'actif total est inférieur à 100 Md€, deux grandes catégories de banques semblent se dessiner à travers le monde<sup>10</sup>. La première est animée par une logique de concentration et de spécialisation (tableau n° 7). Elle correspond à la banque de gros (*Wholesale bank*) ou *Bulge Bracket investment banks* (Mélone et Contamin, 2002). Il s'agit de banques d'investissement globales dont le cœur de métier est la banque d'affaires. Elles sont très concentrées à l'échelle mondiale. On trouve principalement les *Big four* américaines : Goldman Sachs, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Merrill Lynch. Leur Produit net bancaire est partagé entre deux activités spécialisées : la banque de financement et d'investissement (BFI) et la gestion d'actifs (GA) pour les clients institutionnels. Elles sont totalement absentes de la banque de détail (D).

Il n'y a pas véritablement d'équivalent en Europe, car les grandes banques européennes sont encore à la recherche de leur taille optimale

(tableau n° 8). De ce fait, elles poursuivent en même temps le développement de leur activité de détail qui représente moins du sixième de leur produit net bancaire. On peut citer les trois principales : le Groupe Crédit Suisse, la Deutsche Bank Group et UBS Group.

**Tableau n° 7**  
**Les « Big four » américaines**

2003	Bilan Md€	PNB Md€	Effectifs	PNB par métier en %	
				BFI	GA
Goldman Sachs	335	19	19476	82	18
Lehman Brothers	312	17	16200	10	90
Morgan Stanley	501	28	13300	52	48
Merrill Lynch	411	23	48000	50	50

Sources : traitement par l'auteur de données de rapports d'activité.

**Tableau n° 8**  
**Les « Big three » européennes**

2003	Bilan Md€	PNB Md€	Effectifs	PNB par métier en %		
				BFI	GA	D
Deutsche Bank Group	803	21	67682	62	19	19
Groupe Crédit Suisse	641	31	60837	47	42	11
UBS Group	662	39	65929	44	42	14

Sources : traitement par l'auteur de données de rapports d'activité.

La deuxième catégorie recherche la diversification et la filialisation. Il s'agit de « Grandes banques multispecialisées de proximité ». Qualifiées souvent de *One stop Shopping*, elles sont dotées d'un réseau d'agences tourné vers les particuliers, les PME et, dans une moindre mesure, les grandes ENF (tableau n° 9). Leur produit net bancaire résulte, pour l'essentiel de leur activité de détail. La logique de ces « supermarchés de la finance » consiste à associer des filiales spécialisées. Ces filiales exercent dans l'assurance, la gestion d'actifs, le crédit à la consommation et les services financiers spécialisés et, dans une moindre mesure, dans d'autres métiers comme la banque privée. Le modèle de la bancassurance qui en est résulté semble se confirmer. Parmi ces banques, on trouve Citigroup, Dresdner Bank Group, Groupe Crédit agricole, Sumitomo Mitsui Financial Group, Groupe BNP Paribas...

C'est principalement dans cette deuxième catégorie que se trouve le gisement de banques concerné par le mouvement de concentration. Il s'inscrit dans le cadre d'opérations de réorganisation et de restructuration. Il vise l'amélioration de la compétitivité et de la rentabilité des

**Tableau n° 9**  
**Quelques exemples de « One stop Shopping »**

2003	Bilan Md€	PNB Md€	Agences	Effectifs	PNB par métier n %		
					BFI	GA	D
Citigroup	1 100	64	3 200	275 000	30	15	55
HSBC	835	34	9 500	232 000	31	5	64
Groupe Crédit Agricole	785	12	9 100	64 191	36	20	44
Sumitomo Mitsui Financial Group	785	26	590	24 000	30		70
BNP Paribas	783	17	2 200	89 100	32	14	54
Mitsubishi Tokyo Financial Group	689	12	335	20 000	40		60
Barclays	665	22	3 500	74 800	22	16	62
Société générale	639	15	2 700	9 000	32	9	59
Bank of America	613	30	5 800	133 500	24	8	68
ABN Amro	560	34	3 700	110 000	20	15	65
United Financial of Japan	554	5,8	567	21 000	50		50
HypoVereinsBank	536	1	2 062	60 214	24	76	
Dresdner Bank Group	477	7	1 035	42 060	60	40	
Banco Santander Central Hispano	460	6	9 200	103 000	13		87
Rabobank	403	9	2 200	58 000	55		45
Commerzbank	381	0,5	726	32 898	55	9	36
Groupe Caisse d'épargne	380	7	4 700	44 700		13	87
Lloyds TSB Group	367	10	2 200	71 500	33	20	45
Crédit Mutuel-CIC	355	9	4 760	55 690	12	15	73
Bayerische Landesbank	331	0,5	2 062	9 061	75	25	
Crédit Lyonnais	256	7	1 800	30 400	40	22	38
Groupe Banque populaire	237	7	2 605	43 200		30	60
UniCredit	236	10	4 563	69 062	30	26	44
Bancaintesa	154	10	3 730	60 040	50		50

Sources : traitement par l'auteur de données de rapports d'activité.

banques nationales par leur intégration à une échelle européenne et mondiale. Ces opérations de fusions et acquisitions sont en train de donner naissance à des « champions nationaux » : Crédit Agricole et BNP Paribas (France), SCH et BBVA (Espagne), Intesa Comit (Italie), Natwest Royal bank of Scotland (Royaume-Uni). Il est vrai qu'en 2001 la dégradation de l'environnement économique a freiné la concentration bancaire, aussi bien en nombre d'opérations qu'en valeur totale des transactions réalisées. Cependant, la plupart des opérations poursuivies s'inscrivent dans une dimension nationale plus que transnationale. Ce processus d'unification est cependant inégalement avancé selon le type d'activité considéré. Il est, par exemple, très avancé pour les activités de marché (GA) et les services bancaires aux grandes entreprises (BFI). En revanche, les marchés de clientèle de petites et moyennes entreprises



et de particuliers (D) restent davantage marqués par des spécificités nationales. Aux États-Unis, le mouvement de concentration du secteur bancaire est en retard par rapport à l'Europe. Hormis le trio de tête - Citigroup, Bank of America et JP Morgan - le paysage reste encore très émietté.

*Les consolidations bancaires en Europe sont en train de conforter l'intermédiation financière*

Ces évolutions montrent que l'intermédiation financière est loin de fléchir en Europe. Elle prend, cependant, d'autres voies, mais s'appuie toujours sur les banques. Les travaux de Allen et Santomero (1997) ont eu le mérite d'attirer l'attention sur les mutations en cours, même si certaines de leurs conclusions ne sont pas partagées. Ces travaux défendant l'idée d'une forte désintermédiation financière, sont sujets à caution. L'épargne intermédiée demeure prépondérante par rapport à l'épargne placée directement sur le marché. Elle est d'environ 77 % en Europe et de 66 % aux États-Unis (Boutillier et al., 2002). En outre, on se réfère souvent à un taux d'intermédiation qui ne tient pas compte de la valorisation boursière. Or, il semble, d'une manière générale, que ce processus de désintermédiation soit, selon les pays, inexistant ou de faible intensité (Capelle-Blancard et Couppey-Soubeyran, 2003). En outre, le recul de l'activité des banques au profit de l'intermédiation de marché (OPCVM, fonds de pension et assurances) n'est pas dénué d'ambiguïté puisque c'est souvent par le canal bancaire que sont distribués les OPCVM et autres produits d'assurance vie.

Les banques demeurent donc des intermédiaires à la croisée des chemins. Elles offrent des crédits et souscrivent aussi des titres. C'est donc le mode de calcul des taux d'intermédiation qui est en cause. Or, pour parvenir à une mesure du taux d'intermédiation en volume et non en valeur, les encours de titres doivent être corrigés de la valorisation boursière. L'idée est de capter uniquement, dans l'augmentation de la capitalisation boursière, l'aspect « nouveau financement ». L'écart obtenu entre l'évaluation en valeur et celle en volume montre l'importance du biais induit par les effets de valorisation boursière. Les écarts entre les différents pays, ne se situent donc pas au niveau des financements externes (financements de marché/financements intermédiés), mais entre les modalités même de l'intermédiation, selon que l'activité des institutions financières consiste davantage dans le crédit ou dans l'achat de titres. Les évaluations de Capelle-Blancard et Couppey-Soubeyran (2003), résultant du raisonnement précédent, montrent que le degré d'intermédiation financière s'est maintenu en Europe entre 1994 et 2001, dans une phase d'activité soutenue des marchés de capitaux. Cette évolution conforte l'idée que le développement des



marchés financiers ne saurait se faire au détriment de celui des intermédiaires financiers.

Les tendances en cours confirment ainsi que l'intermédiation financière perdure même si elle change de forme. Au schéma bilantiel crédits-dépôts vient simplement se greffer un schéma marchéisé obligations-obligations. La conséquence en est le développement des marchés d'actifs en Europe, évoluant de plus en plus vers des marchés d'intermédiaires financiers. Sur les compartiments obligataires, cette présence accrue apparaît de chaque côté du marché : du côté de l'offre à travers les émissions des banques, et du côté de la demande à travers le comportement des investisseurs institutionnels. Ces mêmes investisseurs animent d'ailleurs la demande sur le marché des actions. En effet, les OPCVM constituent l'un des moyens privilégiés de la détention d'actifs risqués, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis.

Comme le rappellent Amable et Paillard (2002), « l'opposition entre les systèmes financiers fondés sur la banque et les systèmes financiers fondés sur le marché financier peut être satisfaisante en première approximation mais ne suffit pas à rendre compte des véritables différences entre les systèmes des grands pays développés. Malgré les nombreuses pressions à la convergence au sein des pays européens entre eux, les systèmes nationaux restent encore largement spécifiques ».

Notre travail montre donc qu'il existe des freins à une conception évolutionniste unilinéaire des systèmes financiers. Cela signifie que les systèmes financiers européens n'évolueront pas nécessairement vers un pseudo-modèle anglo-saxon. Ils suivront leurs propres trajectoires tracées par la présence de grands groupes bancaires multispécialisés. La vision bipolaire fondée sur une trajectoire unique apparaît donc réductrice. Il existe une réalité institutionnelle et sociale des systèmes financiers qui invite au renouvellement des typologies des systèmes financiers en abordant plutôt la question de la place de l'industrie bancaire dans les systèmes financiers. À défaut d'une convergence des systèmes financiers vers un modèle unique de type « anglo-saxon », n'existerait-il pas plutôt des systèmes dont les caractéristiques dépendent du niveau des restructurations, de la taille et du degré de concentration de l'appareil bancaire ? L'idée serait d'admettre l'hétérogénéité des systèmes financiers en fonction de leurs spécificités et de leur histoire, mais aussi de l'état de leur appareil bancaire. Au total, les conceptions évolutionnistes favorables à la convergence des systèmes financiers vers le *Market based system* doivent être nuancées car, au fond, « tous les pays [systèmes financiers] sont orientés vers la banque d'une manière plus ou moins importante »<sup>11</sup>.

## NOTES

1. Discours de M. Christian Noyer, vice-président de la Banque centrale européenne, prononcé à Sophia Antipolis, le 15 décembre 2000.
2. Voir Goux (1994) et Plihon *et al.* (2001).
3. L'actif des cinq premières banques américaines est de 24 % de l'actif de l'ensemble des banques en 2003 contre plus de 50 % en moyenne pour les cinq premières banques européennes.
4. John Hicks en 1974 (*The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell, p. 51) a été le premier à opposer *auto-economy* ou économie de marché de capitaux à *overdraft economy* ou économie d'endettement ou de découvert. De ce concept est né le clivage entre finance directe et finance indirecte.
5. Voir Couppey-Soubeyran J. et Saïdane D. (2004).
6. Voir Plihon *et al.* (2001).
7. Banque principale ou banque attitrée
8. Ces indicateurs sont, pour l'essentiel, ceux construits par La Porta *et al.* (1996, 1997, 1999) portant sur la période 1995-1996 et analysées en composantes principales pour huit pays États-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni, Italie, France, Pays-Bas, Suède.
9. On s'appuie sur le travail de Augory et Pansard (2003).
10. Sur ce point, voir aussi Méloné et Contamin (2002).
11. Christensen (1992), cité par Goux (1994).

## BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN F. et GALE D. (1995), « A welfare comparison of the German and U.S. financial system », *European Economic Review*, n° 39, pp.179-209.
- ALLEN F. et GALE D. (1999), *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA : MIT Press.
- AMABLE B. et PAILLARD S. (2002), « Intégration européenne et systèmes financiers : y a-t-il convergence vers un modèle anglo-saxon ? » in *Intégration européenne et institutions économiques*, S. Ngo-Maï, D. Torre et E. Tosi (eds.), de Boeck.
- AUGORY C. et PANSARD F. (2003), « Un panorama des marchés de capitaux dans les années quatre-vingt-dix en Europe et aux États-Unis », *Lettre économique de la CDC*, février, n° 148.
- BOUTILLIER M., LABYE A., LAGOUTTE Ch., LEVY N., MPACKO PRISO A., OHEIX V., JUSTEAU S. (2002), « Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforme en profondeur », *Économie et Statistique* n° 354.
- BOUTILLIER M., LABYE A., LAGOUTTE C., LEVY N. ET OHEIX V. (2001), « Peut-on parler d'une convergence des structures de la propriété et du contrôle des entreprises européennes ? » in *Stratégies de développement pour l'Europe*, Presses Universitaires François-Rabelais.
- CAPELLE-BLANCARD G. et COUPPEY-SOUBEYRAN J. (2003) « Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prépondérant », *Économie et statistique* n° 366, p. 63-95.
- CHRISTENSEN L.J., (1992), « The Role of Finance in National Systems of Innovation », in B.A. Lundvall (ed.), *National system of innovation, toward a theory of innovation and interactive learning*, Printer publishers, Londres, 1992, pp. 146-168.
- CONTAMIN R. et MÉLONE H-P., (2002), « Les fusions et acquisitions bancaires en Europe : un enjeu de taille », *Crédit Agricole Flash Eco* n° 15.
- COUPPEY-SOUBEYRAN J. et SAÏDANE D. (2004), « Ce qu'une économie de marchés de capitaux n'est pas », *Techniques financières et développement*, n° 74, mars.

- EBER N. (2001), « La convergence financière en Europe », *Communication aux journées de l'AFSE*, 17 et 18 mai 2001, Orléans.
- GOUX J. F. (1994), « La taxinomie des systèmes financiers : le renouvellement des typologies fondées sur le financement des entreprises », *Revue d'économie financière*, n° 29, été, p. 13-24.
- HICKS J. (1974), *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell.
- JEFFERS E. et V. OHEIX (2001), « De la convergence des comportements à la convergence des systèmes de gouvernement d'entreprise », document de travail, CEPN, Paris 13.
- KBC BANK (2001), « Le rôle des établissements de crédit dans un marché des capitaux en mutation », *Courrier économique et financier*, n° 5, mai.
- LABYE A. et RENVERSEZ F. (2001), « Ya-t-il convergence entre les systèmes bancaires allemand et français ? », in *Stratégies de développement pour l'Europe*, Presses Universitaires François-Rabelais.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., et VISHNY R.W., (1996), « Law and Finance », *NBER Working Paper* 5661.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., et VISHNY R.W., (1997), « Legal Determinant of External Finance », *The Journal of Finance*, Vol 52, n° 3, juillet.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., et VISHNY R.W., (1999), « Corporate Ownership around the World », *The Journal of Finance*, Vol 54, n° 2, Avril.
- LEVINE R. et DEMIRGUC-KUNT A. (2001), « Bank-Based and Market-Based Financial System: International Comparisons » in *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Bank, Markets, and Development*, Cambridge MIT Press.
- LEVINE R. (2002), « Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? », *Journal of Financial Intermediation*, Volume 11, Issue 4, October, p. 398-428.
- PLIHON D., PONSSARD J-P. et ZARLOWSKI Ph. (2001), « Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise ? Une hypothèse de double convergence », *Revue d'économie financière*, n° 63, p. 35-51.
- QUIGNON L., (2002), « Quelle convergence pour les banques européennes ? », BNP Paribas, *Conjoncture*, octobre.
- SAUVE A. et SCHEUR M. (1999), « Modes de financement des entreprises allemandes et françaises », *Projet de recherche commun de la Deutsche Bundesbank et de la Banque de France*, novembre.
- SCHMIDT R.H., HACKETHAL A., TYRELL M. (1999), « Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison », *Journal of Financial Intermediation* 8, p. 36-67.
- SCHMIDT R.H., HACKETHAL A., TYRELL M. (2002), *The Convergence of Financial Systems in Europe*, Working Paper Series n° 75, Goethe-University Frankfurt.