

La bourse ou la banque ?

Pour une histoire européenne comparée des systèmes financiers

Pierre-Cyrille Hautcoeur^a

Ce texte est la version française de l'article "Isn't your money American ? A plea for a european comparative history of financial systems", à paraître dans *Contemporary European History*. Il présente l'histoire financière contemporaine à partir de l'analyse des ouvrages suivants :

- Franklin Allen et Douglas Gale, *Comparing financial systems* (Cambridge : MIT Press, 2000), 507 p., ISBN 0-262-01177-8, hardback.
- George P. Baker et George D. Smith, *The New Financial Capitalists : Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value* (Cambridge: Cambridge University Press, 1998), 257 p., ISBN 0-521-64260-4, hardback.
- Jonathan Barron Baskin & Paul J. Miranti Jr, *A history of corporate finance* (Cambridge: Cambridge University Press, 1997), 350 p. ISBN 0-521-55514-0 hardback.
- Stanley W. Black et Mathias Moersch, *Competition and Convergence in Financial Markets, the German and Anglo-American Models* (Amsterdam : Elsevier, 1998), 406 p. ISBN 0 444 82776 5 hardback.
- Douglas J. Forsyth & Ton Notermans, *Regime Changes, Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s to the 1990s* (Providence : Berghahn Books, 1997).
- Philip T. Hoffman, Gilles Postel-Vinay et Jean-Laurent Rosenthal, *Des marchés sans prix, une économie politique du crédit à Paris, 1660-1870* (Paris : EHESS, 2001) ; 446 p., ISBN 0069-4290. Version anglaise : *Priceless Markets : a Political Economy of Credit in Paris, 1660-1870* (Chicago : University of Chicago Press, 2000).
- Joost Jonker, *Merchants, Bankers, Middlemen, The Amsterdam Money Market during the First Half of the 19th Century* (Amsterdam : NIHA, 1996), 383 p., ISBN 90.5742.001.5.
- Philippe Marguerat, Laurent Tissot & Yves. Froidevaux (eds), *Banques et entreprises industrielles en Europe de l'ouest, XIXe-XXe siècles : aspects nationaux et régionaux* (Droz et U. de Neuchâtel, 2000), 279 p., ISBN2-940237-01-8, paperback.
- Edwin J. Perkins, *Wall Street to Main Street, Charles Merrill and Middle-Class Investors* (Cambridge: Cambridge University Press, 1999), 283 p., ISBN 0-521-63029-0 hardback.

^a Professeur à l'université de Paris I Panthéon-Sorbonne et chercheur au Delta (joint research unit CNRS-EHESS-ENS).

Introduction

Nombre d'événements récents montrent que la finance continue de jouer un rôle important dans les économies modernes : les banques peuvent prendre des risques excessifs, les systèmes comptables et de surveillance prudentielle se montrer insuffisants, les cours de bourse s'effondrer en exposant les entreprises imprudentes à des surendettements périlleux ; la stagnation de l'économie japonaise depuis 1990 témoigne de l'impact réel de tels phénomènes. L'histoire financière permet-elle de mieux les comprendre ? Son développement florissant au cours des dernières années laisse espérer en tout cas une meilleure capacité à prendre du recul par rapport aux transformations rapides actuelles. Cet essai tentera de présenter une vue d'ensemble de cette historiographie en s'appuyant particulièrement sur les ouvrages récents mentionnés ci-dessus. Tout d'abord il montrera comment s'est élaborée, par une articulation croissante entre les travaux des économistes et ceux des historiens, la notion de systèmes financiers comme ensembles cohérents et stables de relations et d'organisations financières. Une des difficultés de l'analyse de ces systèmes est que leur durée de vie importante (fréquemment de l'ordre d'une quarantaine d'années) rend leurs transformations peu fréquentes et complexes à analyser. De ce fait, nombre d'historiens tendent à négliger les différences majeures entre pays tandis que les économistes privilégient la comparaison en coupe des systèmes de différents pays à un instant donné sur l'analyse longitudinale de leur dynamique.¹ L'objet de cet article est de mettre en garde contre le risque qu'il y a de voir l'avance prise dans l'analyse de l'histoire du système financier américain se transformer en un obstacle à l'étude de modèles européens originaux. On verra qu'à rebours, certaines directions de l'historiographie de l'Europe des 18e ou 19e siècles peuvent fournir les éléments d'un renouvellement à la fois de la compréhension des systèmes financiers européens contemporains, et des angles morts de l'historiographie des Etats-Unis.

1. Théorie

Le rapprochement entre les travaux d'économistes et d'historiens s'est fait principalement autour de l'analyse du financement de l'investissement, de l'innovation et donc de la croissance économique.²

Le principal point de convergence de ces travaux consiste à remettre en cause la notion de progrès en ce qui concerne l'organisation financière, ou au moins à la qualifier fortement. Nombre d'ouvrages ont longtemps implicitement supposé que cette organisation suivait un progrès rectiligne. Les marchands-banquiers italiens ouvraient la voie, suivis avec le début des Etats modernes par l'unification, la titrisation et la cotation de la dette publique sur des marchés organisés. Ensuite venaient la création des banques centrales puis des banques de dépôt, et l'ouverture large des marchés boursiers aux entreprises privées, avant que l'Etat ne vienne mettre de l'ordre (ou du désordre) dans le fonctionnement de ces institutions trop libres.

¹ Un des meilleurs exemples dans une littérature foisonnante est Ross Levine et Sara Zervos, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, vol. LXXXVIII n°3 (1998), 537-58.

² Une autre préoccupation majeure de l'histoire financière est l'étude des crises. Le lien entre systèmes financiers et crises est bien sûr important (ainsi R. Glenn Hubbard, *Financial Markets and Financial Crises* (Chicago : NBER and University of Chicago Press, 1991). Il ne fait cependant pas l'objet des travaux dont nous traitons ici.

Aujourd'hui point au contraire l'idée qu'à chaque époque et dans chaque pays peut exister une organisation financière qui soit à la fois originale et efficace pour l'économie, tandis que le passage de l'une à l'autre, s'il peut passer par des progrès techniques, n'implique pas nécessairement un progrès rectiligne de leur fonctionnement global. Cette idée a commencé à apparaître dans les années 1970 mais n'a fait son chemin que lentement, grâce à un premier débat entre historiens sur les mérites respectifs des banques universelles (Crédit mobilier, Société générale de Belgique, grandes banques allemandes et italiennes) et les banques spécialisées (typiques, disait-on, de l'Angleterre).³ Les historiens ont été précurseurs en ce domaine, car la théorie économique a longtemps considéré le financement comme neutre, et en particulier rechigné à accorder une véritable place aux banques dans la dynamique économique, les reléguant à un rôle obscur de création des moyens de paiement et de crédit à court terme sans effet moteur possible. Seuls quelques keynésiens endurcis et hétérodoxes tentaient alors de créer une théorie des systèmes financiers.⁴ Face à eux, la finance moderne se développait à partir d'un théorème d'indifférence affirmant que les formes du financement n'ont pas d'impact sur l'activité 'réelle' d'une entreprise, de sorte que peu importent les financements disponibles. Certes, on peut lire ce théorème comme un point fixe à partir duquel éclairer la question plus que comme l'affirmation de la possibilité empirique de la neutralité.⁵ Et le fait est que la remise en cause de ses hypothèses (fiscalité neutre, information parfaite, absence de coûts de restructuration) a permis de préciser les conditions dans lesquelles tel ou tel instrument de financement s'avère préférable. Il reste que la mise en évidence précise d'un grand nombre d'éléments influençant les choix financiers des entreprises s'est étalée sur près de vingt années au cours desquelles l'idée d'une structure financière optimale (et, en découlant, d'une organisation financière optimale) restait dominante.

Ce n'est donc finalement que récemment que la science économique a rejoint l'histoire, et est parvenue à justifier théoriquement l'existence de systèmes financiers différents qui peuvent chacun répondre adéquatement aux conditions particulières de leur environnement. Plus profondément encore, l'idée que les organisations financières forment de véritables systèmes au sein desquels les différentes institutions (banques de différents types, marchés boursiers, investisseurs institutionnels) interagissent au lieu d'être simplement juxtaposées, commence seulement d'être réellement défendue théoriquement. L'ouvrage récent de Franklin Allen et Douglas Gale, *Comparing financial systems*, s'y consacre brillamment.⁶ On notera d'ailleurs qu'il s'appuie explicitement sur l'histoire pour défendre l'idée d'une diversité des systèmes financiers. Et même si les quelques chapitres qu'il consacre à l'histoire (vingt pages) et à la présentation des systèmes financiers actuels (une centaine) sont lacunaires et parfois erronés, la largeur d'esprit qui habite ses parties théoriques en font une lecture spécialement riche. Dans la lignée d'un paradigme important de la théorie économique récente, il met au cœur de la théorie du financement les questions d'information : la relation de crédit étant intertemporelle, le prêteur n'achète qu'une promesse de paiements futurs.⁷ L'information qu'il peut réunir sur la capacité et

³ Alexander Gershenkron, *Economic backwardness in historical perspective*, (Cambridge (Ma.) : Harvard University Press, 1962); Rondo E. Cameron, ed., *Banking in the Early Stages of Industrialisation* (New-York : Oxford University Press, 1967).

⁴ John Hicks (*The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford: Basil Blackwell, 1975) prêcha dans le désert sur ce sujet. En France, "l'école de la Banque de France" se développa sur ce sujet. Cf. Vivien Lévy-Garboua & Gérard Maarek, *La dette, le boom, la crise* (Paris : Economica, 1985).

⁵ Franco Modigliani & Merton H. Miller, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American economic review*, vol. XLVIII, n°3 (1958), 261-97.

⁶ Voir aussi : Xavier Freixas et Jean-Charles Rochet, *Microeconomics of banking* (Cambridge : MIT Press, 1997).

⁷ Cette intuition trouve son origine dans les travaux des récents prix Nobel G. Akerlof, M. Spence et surtout J.

la volonté de son débiteur de la rembourser est donc cruciale. Les institutions financières diffèrent alors par les contrats qu'elles proposent et par les mécanismes qui permettent de s'assurer du remboursement. L'imbrication de multiples relations présentant cette caractéristique fait que les solutions optimales, si elles peuvent exister localement, n'existent pas au niveau du système financier pris globalement et que chaque système doit privilégier certaines dimensions. Un examen détaillé montre que sont déterminantes dans le résultat obtenu les organisations aussi bien de l'entreprise emprunteuse (actionnaires, dirigeants, salariés éventuellement), que des créanciers et des institutions financières, ainsi que le système juridique (qui définit et met en oeuvre les recours légaux contre les débiteurs défaillants). Ce qui rend une place essentielle aux analyses empiriques des divers systèmes financiers, qu'ils soient passés ou contemporains.

2. Diachronie

Les ouvrages d'histoire financière, qui, pris dans leur ensemble, ont conduit les théoriciens à plus de relativisme, restent paradoxalement souvent tentés, quand on les considère individuellement, par un évolutionnisme finaliste assez daté et localisé. Le récent livre de synthèse de Baskin et Miranti (*A History of Corporate Finance*) en est un exemple.⁸ Cet ouvrage présente une vue cavalière de la finance privée en Occident depuis le 13e siècle italien jusqu'aux Etats-Unis au 20e siècle en passant (exclusivement) par l'Angleterre du 17e au début du 19e siècles. Hormis ces lacunes et des maladresses (redondances nombreuses, lourds chapeaux d'histoire générale en tête des chapitres, prétentions théoriques mal étayées), l'ouvrage est bien informé et présente une succession de systèmes financiers cohérents qui introduit correctement au sujet, à condition d'en accepter une conception restreinte : les banques sont largement absentes de cette série de tableaux centrés sur les marchés ; le développement financier conduit naturellement au système fonctionnant aux Etats-Unis dans les années 1990.

Six systèmes sont distingués. Les auteurs présentent d'abord (ch. 1) quelques traits du financement du commerce maritime italien aux 13e-15e siècles, montrant comment un certain nombre de solutions originales avaient été trouvées aux conflits potentiels entre le marchand navigant et son bailleur de fond comme entre pouvoirs politiques et marchands. Ils examinent la manière dont des capacités d'organisation renouvelées sont mises en oeuvre par les grandes compagnies commerciales des 16e-17e siècles (ch. 2), puis l'émergence d'un marché financier dans l'Angleterre des 17e-18e siècles, retraçant les histoires bien connues de la fondation de la Banque d'Angleterre, de la Compagnie des mers du sud et de la dette publique consolidée (ch. 3). Le chapitre 4 analyse la multiplication des sociétés de très grande taille due aux canaux et aux chemins de fer, et les nouvelles techniques financières qui en résultent (à la fois produits, formes d'information, organisations de marché et intermédiaires nouveaux). Les développements sur ce domaine comme sur l'émergence des marchés d'actions suite aux chemins de fer puis à la seconde révolution industrielle (ch. 5) sont satisfaisants mais peu originaux. Les deux derniers chapitres sont consacrés à l'Amérique contemporaine.

Au long de l'ouvrage, les auteurs tentent de montrer comment des innovations institutionnelles ou de nouveaux produits, mais aussi occasionnellement les changements politiques permettent le développement des entreprises grâce à des économies d'échelle ou d'envergure (selon la terminologie chandlerienne explicitement revendiquée) ou à la diminution

Stiglitz.

⁸ On précisera que J. Baskin, spécialiste renommé de l'histoire financière, ne put porter la dernière main à l'ouvrage du fait de son décès prématuré, et que l'ouvrage fut achevé par P. Miranti.

des coûts de transaction (dans la perspective de North ou Greif⁹). La théorie financière, qui avait autrefois fourni à Baskin le fil conducteur d'un article de synthèse très cité,¹⁰ est critiquée de manière assez superficielle et sans que la critique débouche sur une perspective plus vaste. Plus profondément, nombre de chapitres manquent d'une perspective fraîche qui incorpore réellement les travaux récents et remet vraiment en cause l'idée d'une 'one best way' dans le développement financier, ce qui serait pourtant dans l'esprit que l'ouvrage revendique. Le simple plan de ce dernier, qui se concentre à chaque époque exclusivement sur le pays le plus avancé suggère qu'il existait bien un "meilleur modèle" qui s'est imposé peu à peu et trouve son achèvement dans les Etats-Unis actuels.¹¹

On en prendra pour exemple la perspective très convenue qui gouverne le chapitre 3 sur l'émergence des marchés boursiers. La thèse de la "révolution financière anglaise"¹² fille de la 'glorieuse révolution' de 1688 est reprise sans guère de critique alors qu'une analyse approfondie de la comparaison France-Angleterre impose au moins une discussion. L'ouvrage de Ph. Hoffman, G. Postel-Vinay et J.-L. Rosenthal, *Des marchés sans prix*, permet exactement cela (entre autres). Que ce soit concernant le début ou la fin de cette période, il montre que la France a suivi un chemin original mais pas nécessairement inférieur en terme d'organisation financière. Alors que les tentatives de consolidation des dettes issues des guerres de la fin du règne de Louis XIV avaient suivi des chemins similaires en Angleterre et en France, les crises largement concomitantes de 1720 débouchent sur des solutions très différentes. *Des marchés sans prix* montre que la crise de 1720 débouche en France sur la mise en place d'un système financier original centré non sur des banques ou des marchés publics mais sur l'intermédiation des notaires dans le crédit à moyen et long terme¹³.

Cet ouvrage oblige à repenser l'articulation entre les origines financières et politiques de la révolution française¹⁴ en insistant sur les limites des interprétations en terme de groupes d'intérêt¹⁵ ou de de régimes monétaires¹⁶. Ce faisant il remet en cause nombre d'éléments de

⁹ Douglas North, *Institutions, institutional change and economic performance* (Cambridge: Cambridge University Press, 1991). Avner Greif, Paul Milgrom & Barry Weingast, "Coordination, commitment and enforcement: the case of the merchant guild", *Journal of Political Economy*, vol. CIV n°2 (1994), 745-76.

¹⁰ J.B.Baskin, "The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information", *Business history review*, vol. LXII, (1988), 199-237.

¹¹ Il néglige d'ailleurs la Hollande puisque le chapitre sur la finance à l'âge de l'exploration globale porte presque exclusivement sur la Compagnie des Indes orientales anglaise.

¹² P.G.M. Dickson, *The Financial Revolution in England: a Study in the Development of Public Credit, 1688-1756* (New-York: St Martin's Press, 1967); Larry Neal *The rise of Financial Capitalism, International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge: Cambridge University Press, 1990). Cette thèse est discutée de l'intérieur par Bruce Carruthers qui montre que la vision rétrospective selon laquelle émerge rapidement après la glorieuse révolution un marché financier anonyme et impersonnel est largement contredite par la forte dimension politique du marché à ses débuts (*City of capital, politics and markets in the English Financial Revolution*, Princeton: Princeton University Press, 1996).

¹³ S'appuyant sur un dépouillement des archives notariales, l'ouvrage analyse l'organisation qui permit une croissance considérable du crédit entre 1720 et 1789. A partir de la théorie financière contemporaine, il montre que c'est par une coopération à laquelle chacun avait intérêt que les notaires ont pu élargir leur activité de crédit en partageant entre eux l'information privée qu'ils détenaient chacun sur leurs clients. Ce faisant ils facilitèrent le financement des guerres (en plaçant la dette publique) et le cycle de vie des individus (dots, héritages, installation professionnelle, etc), donc l'investissement.

¹⁴ Dans un sens complémentaire, voir David Weir, "Tontines, Public Finance, and Revolution in France and England, 1688-1789", *Journal of Economic History*, 49 (1989), 95-124.

¹⁵ Par exemple Eugene White, "The French Revolution and the Politics of Government Finance, 1770-1815", *Journal of Economic History*, LV (1995), 227-55.

¹⁶ Thomas Sargent & François Velde, "Macroeconomic Features of the French Revolution", *Journal of Political Economy*, CIII (1995), 474-518.

l'historiographie classique : si l'organisation financière française était efficace pour soutenir la croissance économique du 18^e siècle, c'est que les institutions politiques britanniques n'y étaient pas nécessaires. S'il fallut le choc d'une autre révolution (celle de 1789) pour mettre à bas cette organisation et si les efforts d'imitation du 'modèle' britannique tardèrent à porter des fruits, n'est-ce pas parce que ce système était fondamentalement stable ? Et si la France perdit finalement la guerre face à l'Angleterre, n'est-ce pas davantage du fait de sa disparition que de son existence ? On voit que cet ouvrage d'apparence plus spécialisé fournit des pistes pour la compréhension profonde de la dynamique des systèmes financiers, y compris actuels, qui manquent à un ouvrage de synthèse comme celui de Baskin et Miranti.

Si, malgré ces quelques limites, ces derniers savent bien mettre en évidence la cohérence des systèmes financiers de l'époque moderne, ils sont à leur meilleur dans les deux derniers chapitres, consacrés aux transformations du capitalisme américain¹⁷ des années 1930 aux années 1990. Ceux-ci montrent la richesse d'une historiographie récente qui n'a pas d'équivalente en Europe pour le caractère global et systématique de son approche. Une brève analyse de ces chapitres fournit des éléments d'agenda pour la recherche européenne.

Le chapitre 6 montre comment la montée du capitalisme des gestionnaires et le développement du marché des actions (analysés au chapitre 5) débouchent dans les années 1930 sur la construction d' 'entreprises-centres' qui peuvent grâce à un environnement réglementaire et à une organisation appropriés soumettre la logique financière à celle de la technologie et de l'organisation, et que cette priorité au long terme permet une croissance rapide.

Le dernier chapitre enfin analyse la remise en cause du capitalisme des 'entreprises centres' à partir des années 1970. Lucidement, il réunit les deux mouvements contradictoires mais à bien des égards complémentaires qu'elle engendre : d'abord de constitution de conglomerats par le réinvestissement de profits considérables au delà de leurs activités habituelles désormais saturées par des grandes entreprises oligopolistes. C'est déjà une logique financière - de diversification et d'optimisation fiscale - qui conduit à la constitution de ces conglomerats. Ensuite, à partir des années 1980, la remise en cause de ces conglomerats se fait au nom de la priorité également financière à la valeur pour l'actionnaire (qui doit reprendre le contrôle aux dirigeants) et à la concentration sur le coeur de compétence de l'entreprise¹⁸.

A History of Corporate Finance est centrée sur les entreprises, dont la finance affecte l'organisation et réciproquement. Les dominations successives des 'entreprises centres' puis des conglomerats aux Etats-Unis n'ont cependant pas d'équivalents aussi systématiques en Europe, où l'on sait le rôle durable des entreprises moyennes (jusqu'à la deuxième guerre mondiale au moins en France ou en Angleterre), tandis que l'organisation semble affectée davantage par des logiques bureaucratiques (pour les services publics) ou techniques (en France ou en Allemagne en particulier), comme l'ont montré nombre de travaux spécialisés ou comparatifs où la dimension financière reste néanmoins secondaire.¹⁹

Complémentaires des approches centrées sur les *entreprises*, et également sans équivalent pour l'Europe quant à la cohérence globale qui en ressort, les travaux portant sur les

¹⁷ Les comparaisons internationales sont reléguées dans un appendice de huit pages passablement caricatural.

¹⁸ Par une sorte de bouclage paradoxal, la théorie financière contemporaine semble avoir joué un rôle dans ce mouvement, le premier temps résultant de la diffusion de la théorie du portefeuille de Markovitz, tandis que le second peut être symbolisé par M. Jensen, pape de cette théorie, fondateur du *Journal of Financial Economics* en 1976 et auteur d'un article symbolique "Eclipse of the public corporation" (*Harvard Business Review*, sept-oct 1989, 61-74). C'est la thèse que soutient Peter Berstein dans son ouvrage brillamment intitulé *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street* (New-York: Free Press, 1991).

¹⁹ Alfred D. Chandler, Jr., Franco Amatori, Takashi Hikino, eds, *Big business and the wealth of nations* (Cambridge: Cambridge University Press, 1997).

transformations de *l'offre de services financiers* américaine s'enrichissent régulièrement. Deux ouvrages récents permettent ainsi de confirmer pour l'essentiel mais aussi d'amender dans ses détails cette vision des transformations récentes du système financier américain. L'étude récente d'Edwin Perkins consacrée à Charles Merrill, fondateur de Merrill Lynch, montre un pan du système financier américain des années 1950 à 1970 qui, sans contredire la vision d'ensemble de Baskin et Miranti oblige à la modifier. Perkins consacre une véritable biographie à P. Merrill, qu'il considère comme le plus important financier de l'histoire américaine avec, sinon devant, J.P. Morgan. La jeunesse en Floride, l'éducation dans le Massachussets, les premières expériences d'investment banking et la semi-retraite meublée par la surveillance des grands magasins Safeway sont donc précisément décrits (ch. 1-7).

Le coeur de l'ouvrage est cependant consacré à la 'troisième carrière' de P. Merrill, la refondation de Merrill Lynch à partir de 1939 autour de l'intuition que l'application des principes du marketing moderne à l'activité de broker pouvait faire des actions un instrument d'épargne de masse. C'était un véritable pari pour un homme de 54 ans, qui avait réussi dans les années 1920 à faire partie de *l'establishment* des *investment bankers*, que de se relancer dans le métier infiniment moins prestigieux de vendeur de titres (*broker*). Pire, c'était un pari fait au plus bas des transactions boursières, au moment où la Securities Exchange Commission multipliait les efforts pour rendre confiance dans le marché des titres déconsidéré par la grande dépression. L'auteur montre comment des innovations d'organisation permirent en particulier d'aligner les intérêts des brokers (désormais salariés) et de leur clientèle, ce qui conduisit peu à peu à supprimer l'image de spéculation associée aux actions dans l'esprit des épargnants et à attirer une nouvelle clientèle de classes moyennes supérieures.²⁰ Le succès immense de Merrill Lynch, aujourd'hui encore le premier *broker* au monde, vint de ces choix stratégiques faits très largement en avance de ses concurrents et qui lui donnèrent une domination sans partage et une profitabilité exceptionnelle.

Le choix de placements à long terme en actions judicieusement choisies que Ch. Merrill proposait à ses clients est cohérent avec la priorité aux stratégies réelles sur les tactiques financières que choisissaient les 'entreprises centres'. Le succès de la stratégie de Ch. Merrill confirme en outre que le pouvoir des *managers* n'avait pas un effet aussi négatif sur le rendement de tels placements que ce que suggéra la critique de la nouvelle finance des années 1970. Cet ouvrage complète donc sans la contredire la vision centrée sur les entreprises présentée précédemment. En revanche, une perspective plus macroéconomique et quantifiée aurait permis de mieux mesurer de quelle manière s'articulent l'épargne individuelle et l'épargne collective des fonds de pension qui vont jouer un tel rôle dans la révolution des années postérieures à 1975.

L'ouvrage de G. Baker et G. Smith s'inscrit bien par son titre (*The new financial capitalists*) dans la perspective d'un renouvellement des modes de fonctionnement du capitalisme américain à partir de la fin des années soixante-dix ²¹. Comme le précédent, il précise les mécanismes proprement financiers qui ont présidé aux changements du financement et de la gouvernance des entreprises décrits plus haut. Il met en leur centre le phénomène quantitativement mineur que sont les *leveraged buyouts* (LBO), rachats d'entreprises (pas nécessairement en difficultés) par des cadres spécialisés (parfois leurs propres dirigeants)

²⁰ Par exemple, leur nouveau statut de salariés évite qu'ils multiplient les opérations pour encaisser des commissions sans que ce soit vraiment nécessaire à une bonne gestion.

²¹ La dimension très globale et profonde de ce phénomène est soulignée dans *Le Nouvel esprit du capitalisme* par L. Boltanski et E. Chiapello (Paris : Gallimard,1999) à partir de la lecture d'une série d'ouvrages de *management* antérieurs et postérieurs à la transformation.

s'appuyant sur une ingénierie financière consistant principalement en l'émission d'une dette massive destinée à racheter les actions et à créer un effet de levier puissant. Plus précisément, l'ouvrage se concentre sur les financiers qui ont joué le rôle central dans leur développement : J. Kohlberg, H. Kravis et G. Roberts, fondateurs de l'entreprise portant leurs noms (KKR), laquelle se fit mondialement connaître en 1986 par le rachat de Beatrice Food et plus encore en 1989 par celui de RJR Nabisco.

La thèse des auteurs, parfaitement dans la ligne de la théorie financière des coûts de mandat, est que cette nouvelle manière d'organiser les droits respectifs des actionnaires et des dirigeants a non seulement permis une meilleure utilisation d'actifs sous-utilisés dans les entreprises concernées, mais a aussi conduit l'ensemble des entreprises, sur lesquelles pesait cette nouvelle épée de Damoclès, à des restructurations plus favorables aux intérêts des actionnaires comme à la valeur ajoutée globale.

On ne discutera pas ici des limites d'affirmations aussi radicales. S'il est peu critique, l'ouvrage de Baker et Smith est remarquablement documenté, les succès et les échecs de KKR y sont précisément expliqués, et le mythe de ses profits surhumains ramené à de justes proportions et bien relié à des risques élevés. De nouveau, ce sont les innovations dans l'organisation de la société (en particulier la formation de fonds fermés successifs à liquidation prédéterminée), autant que dans ses opérations financières, qui permirent le succès en parvenant simultanément à introduire un sens des perspectives à long terme dans des choix particulièrement exposés au risque de la spéculation et à éviter la transformation de KKR en un conglomérat similaire à ceux qu'elle s'est donnée pour mission de remettre en cause (ch. 5). Au total, le livre convainc de l'importance du phénomène étudié et de son rôle dans les transformations récentes du système financier américain.

L'effet inévitable de cette accumulation de travaux de qualité poursuivis dans des perspectives proches et débouchant sur une vraie rationalisation des transformations du système financier américain est que cette rationalisation apparaît comme ayant une validité universelle. Or il est clair qu'il n'en est rien. Comme pour l'organisation des entreprises, celle des institutions financières est très variable d'un pays à l'autre, sans que l'on puisse qualifier l'absence (fréquente) de *brokers* comme Merrill Lynch ou de *LBO* comme de simples retards. Leur étude peut certes s'appuyer sur les modèles théoriques mis en place pour les Etats-Unis, mais elle doit aussi en faire ressortir les points aveugles. L'un d'eux au moins invite à une approche assez profondément différente : l'interdépendance réelle quoique souvent niée entre système politique et système financier. La nécessité d'une prise en compte de l'interaction entre financement privé et finances publiques à la fois dans sa dimension quantitative (les effets d'éviction) et organisationnelle est certes parfois reconnue²² ; au delà, cette interaction implique de s'interroger sur les articulations entre approche microéconomique et approche macroéconomique du système financier. On ne peut en effet négliger les liens forts qui ont existé à maintes reprises en Europe entre politique, politique économique (politique industrielle, mais aussi politique monétaire et politique des revenus) et organisation financière. Si ces interactions ont été étudiées pour les périodes anciennes (avant - est-ce un hasard ? - l'avènement de la théorie macroéconomique), elles sont négligées pour la période contemporaine sous l'impulsion de paradigmes qui postulent

²² L'histoire financière a longtemps été centrée sur les finances publiques (l'exemple classique sur la France est : Marcel Marion, *Histoire financière de la France* Paris : Rousseau, 1914-1928). Actuellement, cet élément ne reste essentiel que dans l'historiographie de l'époque moderne, cf. Richard Bonney, ed., *Economic Systems and State Finance* (Oxford : Clarendon Press, 1995), et davantage centré sur l'organisation des marchés, comme dans *Priceless Markets* que nous avons analysé ci-dessus.

qu'elles ne sauraient exister durablement et ne peuvent donc mériter une place que dans l'analyse des crises. Or il est probable que ces interactions ont pu aussi perdurer de manière stable et former le cœur de systèmes financiers originaux²³.

Cette perspective rend l'analyse des systèmes financiers européens sans doute plus complexe, mais aussi potentiellement source de nouvelles perspectives, perspectives qui pourront éventuellement être étendues à une historiographie des Etats-Unis qui tend parfois à négliger les conflits redistributifs et plus généralement à supposer réglée la question du politique.

3. Synchronie

On a vu que l'une des limites majeures de la synthèse présentée par Baskin et Miranti était la faible attention accordée à tout système financier qui sortait de la 'best way' qu'ils définissaient par leur plan. Un certain nombre de travaux tentent au contraire, contre l'idée qu'un seul type de système financier peut satisfaire tous les besoins partout à la fois, de préciser empiriquement les éléments précis des systèmes financiers existant ou ayant existé et les articulations qui donnent à ses éléments leur cohérence globale.

Deux approches sont poursuivies parallèlement : des monographies portant sur des systèmes financiers particuliers parviennent à montrer leur cohérence et leur originalité, fournissant les briques d'une comparaison à venir ; des ouvrages collectifs tentent d'ébaucher cette comparaison.

Parmi les monographies, outre *Des marchés sans prix* dont on a déjà dit l'importance, une autre mérite l'attention : l'ouvrage consacré par J. Jonker au système financier d'Amsterdam durant la première moitié du 19e siècle (*Merchants, Bankers, Middlemen*)²⁴. Celui-ci montre l'impasse dans laquelle s'est enfoncée une grande partie de l'historiographie pénétrée du modèle 'allemand' en cherchant les raisons de l'absence en Hollande des banques universelles qui auraient permis un développement industriel du pays, puisque ces banques sont supposées suppléer à une absence de capitaux à long terme qui ont toujours été surabondants en Hollande. Symétriquement, rechercher des intermédiaires financiers spécialisés 'à l'anglaise' à cette époque est une vision rétrospective, les principaux acteurs intervenant à la fois dans le commerce, le crédit à court terme, les paiements et le crédit à long terme.

²³ Pour des tentatives encore sommaires : Pierre-Cyrille Hautcoeur, "Le marché financier français de 1945 à nos jours", *Risques*, n°25 (1996), 135-151 ; "Environnement macro-économique, transformations du système financier et financement des entreprises durant l'entre-deux-guerres en France", *Économies et Sociétés*, série A.F., n°22, 4-5 (1996), 293-315.

²⁴ Parmi d'autres monographies marquantes on mentionnera celle de Naomi Lamoreaux qui met les questions d'information en son centre (*Insider Lending: Banks, Personal Connections and Economic Development in Industrial New England*, Cambridge : NBER et CUP, 1994) ; sur la régulation des marchés boursiers en Angleterre et aux Etats-Unis : Stuart Banner, *Anglo-American Securities Regulation. Cultural and Political Roots, 1690-1860*, (Cambridge: Cambridge University Press, 1998) ; la Bourse de New-York donne lieu à des synthèses régulières : Walter Werner & Steven T. Smith, *Wall Street*, (New-York : Columbia University Press, 1991) ; George D. Smith & Richard Sylla, *A Concise History of Wall Street : the Transformation of Financial Capitalism* (Cambridge: Cambridge University Press, 1999). Plus ambitieux car à l'échelle de l'ensemble de l'activité de la City : Ranald C. Michie, *The City of London, continuity and change 1850-1990* (Londres : Macmillan, 1993) ; sur le marché boursier milanais, souvent méconnu : Stefano Baia Curioni, *Modernizzazione e Mercato : la Borsa di Milano nella "nuova economia" del'età giolittiana (1888-1914)* (Milano: EGEA, 2000). Sur le français : Georges Gallais-Hamonno & Pierre-Cyrille Hautcoeur, eds., *Le marché financier français* (Paris : Comité pour l'histoire économique et financière, à paraître).

Jonker propose donc de remettre à plat l'histoire du système financier Hollandais et d'abord d'Amsterdam. Une analyse détaillée montre le caractère central méconnu du crédit par *prolongatie* (crédit sur titre), directement lié au développement des opérations à terme sur le marché boursier. Celui-ci, ouvert et dynamique ne cote officiellement que les titres publics, principalement étrangers, sur lesquels la liquidité est considérable et qui servent de support principal aux *prolongatie*. Mais les entreprises ne sont pas pour autant privées de crédit, car les réseaux de placement privé sont très profonds, et le marché secondaire s'organise aisément. L'activité de ces marchés fait que malgré son capital et son monopole sur l'émission des billets (qui ne circulent guère qu'à Amsterdam), la Banque des Pays-Bas n'est pas en mesure d'imposer sa loi. La cohérence de ce système est telle que l'unification accrue du territoire par des réformes fiscales et par l'amélioration des communications accentuent encore l'emprise d'Amsterdam sur le système financier national, sans qu'émergent avant tard dans le 19^e siècle les institutions typiques des autres pays riches. Au total, les Pays-Bas restent, passé l'âge d'or, dotés d'un système financier original et efficace au plan national comme international.

A côté des monographies, un grand nombre d'ouvrages collectifs, généralement des actes de colloques, permettent des comparaisons entre systèmes financiers contemporains²⁵. Celui que dirigeant Ph. Marguerat, L. Tissot et Y. Froidevaux (*Banques et entreprises industrielles en Europe de l'ouest*) porte principalement sur la période 1870-1945. Comme son titre l'indique, il se concentre sur les banques (pour lesquelles la réflexion comparative est déjà ancienne), mais avec un effort pour les replacer dans leurs contextes. En particulier, les quatre synthèses initiales portant respectivement sur l'Angleterre (Y. Cassis), l'Allemagne (Ph. Marguerat), l'Italie (G. Conti) et la France (M. Lescure) fournissent un état actuel des réflexions sur les rapports entre banques et industrie remettant en cause, souvent avec pertinence, les idées reçues sur ce sujet. Conjointement, elles suggèrent que l'opposition classique entre système spécialisé à l'anglaise et système de banque universelle à l'allemande est sans doute simpliste, les formes d'intervention des banques universelles variant par exemple entre l'Italie, l'Allemagne et la Belgique, tandis que des banques régionales jouent un rôle majeur de financement industriel dans nombre de pays (spécialement en France et en Italie). Partant des besoins de financement de secteurs particuliers (spécialement l'électricité, problème majeur de la période étudiée), la deuxième partie fournit également des synthèses de travaux antérieurs, par D. Barjot (les travaux publics français), H. Morsel (l'hydroélectricité française), S. Paquier (l'industrie électrique suisse) et A. Broder (les

²⁵ Par exemple, Michael Bordo et Richard Sylla, *Anglo-american financial systems* (New-York : Irwin, 1995) ; Kostas P. Kostis *Modern Banking in the Balkans and West-European Capital in the XIXth and XXth Centuries*, (Aldershot: Ashgate, 1999); Cassis, Y., G. D. Feldman & U. Olsson, eds., *The Evolution of Financial Institutions and Markets in Twentieth-Century Europe* (Aldershot : EABA and Scholar Press, 1995) ; P.L. Cottrell, Alice Teichova & Takeshi Yuzawa, eds., *Finance in the Age of the Corporate Economy* (Aldershot: Ashgate, 1997) sur le Royaume-Uni et le Japon. Dans une perspective un assez différente, l'ouvrage collectif *Des personnes aux institutions* présente une approche originale et suggestive par les réseaux de crédit qu'il met en oeuvre à des échelles très variées : depuis les monts de piété de Barcelone jusqu'au marché immobilier crétois en passant par les actes après décès normands. La structure en 21 articles originaux et 4 (excellentes) synthèses (par R. Savelli, J.M. Servet, U. Pfister et J.-P. Hirsch) permet à chacun d'y construire son cheminement. La réflexion sur les systèmes financiers en ressort ébranlée et stimulée à la fois : ébranlée parce qu'en affirmant le maintien tardif de marchés et de réseaux cloisonné et d'opérations interindividuelles, cet ouvrage conduit à s'interroger sur la pertinence et la délimitation (spatiale, sociale, temporelle) des systèmes financiers ; stimulée parce qu'en insistant sur l'ancrage social des relations financières il impose une réflexion sur l'articulation entre système financier et système sociopolitique trop souvent négligée (Laurence Fontaine, Gilles Postel-Vinay, Jean-Laurent Rosenthal et Paul Servais, eds., *Des personnes aux institutions: réseaux et cultures du crédit du XVIe au XXe siècle en Europe*, Louvain : Academia Bruylant, 1997).

investissements extérieurs français). Enfin, une dernière partie portant sur les investissements industriels de banques particulières comporte davantage d'éléments originaux mais évidemment moins d'éléments permettant de repenser l'ensemble des systèmes financiers concernés (à l'exception peut-être de G. Kurkan-van Henteryck sur la Société générale de Belgique).

Même si ses termes sont discutés, le cœur du débat sur la pluralité des systèmes financiers reste celui opposant le modèle allemand et un modèle anglo-saxon, britannique au 19^e siècle, américain désormais²⁶. L'ouvrage collectif dirigé par S. Black et M. Moersch (un théoricien américain et un banquier allemand), *Competition and Convergence in Financial Markets*, est consacré à une comparaison approfondie de ces modèles allemand et anglo-américain. Les contributions, d'une excellente qualité en général, sont le fait principalement d'économistes. La formalisation mathématique est absente ou reléguée en annexes, tandis que l'information empirique (statistique pour une part importante) est considérable. Les 14 chapitres sont chacun suivis par (au moins) un discutant qui remet parfois sévèrement en cause la méthodologie ou les résultats. Les 5 parties portent respectivement sur la gouvernance des entreprises, les liens entre formes de financement et investissement, la comparaison des systèmes bancaires et des régulations, les liens entre l'union monétaire européenne et la diversité des systèmes financiers en Europe, et la structure financière la plus adéquate pour les économies en transition. La qualité de la description des caractéristiques du système financier allemand (clairement dans la position de l'accusé) est généralement bonne, le débat mettant en évidence l'importance de traits parfois négligés (ainsi de la propriété familiale des entreprises et de la représentation des salariés au conseil de surveillance).

Plusieurs articles (Black et Moersch, Elston) soutiennent empiriquement l'efficacité du système financier allemand pour soutenir l'investissement, voire suggèrent son extension aux pays en transition (Buch). D'autres dénoncent son opacité et la protection qu'il offre aux dirigeants incompetents (Wenger et Kaserer, Frankel et Palmer²⁷), les freins qu'il met au développement d'un marché boursier satisfaisant (Dziobek et Garrett), ou son incapacité à survivre à l'union monétaire européenne (Steinherr). Les contraintes que la diversité des systèmes financiers fait porter sur l'union monétaire européenne sont soulignées (Demertzis, Hughes Hallett et Rummel), ainsi que la convergence en cours entre ces systèmes (et entre eux et le système américain) (Dziobek et Garrett, Collignon). L'histoire antérieure aux années 1970 ni le contexte socio-politique ne sont évoqués, à l'exception du rôle social et politique de la mise en place de la participation des salariés au gouvernement des entreprises, mentionné en passant. Néanmoins, la tonalité générale du livre diagnostique la bizarrerie mais aussi l'adéquation et la

²⁶ Ce débat est très vivant aux Etats-Unis (encore récemment voir les travaux de Charles Calomiris, e.g. "The cost of rejecting universal banking: american banking in the german mirror", in N. Lamoreaux & D. Raff, eds., *Coordination and Information : Historical Perspectives on the Organization of Enterprise* (Chicago : University of Chicago Press, 1995), 257-315 ; à l'inverse, voir contre le « capitalisme rhénan » les travaux de Caroline Fohlin, e.g. "Capital mobilisation and utilisation in latecomer economies: Germany and Italy compared", *European Review of Economic History*, vol.III, n°2 (1999), 139-74). Il a même donné lieu en France à un ouvrage grand public (Michel Albert, *Capitalisme contre capitalisme*, Paris : Seuil, 1991). On observera avec inquiétude que l'opinion académique dominante, censée échapper au déterminisme économique, pencha pour la banque universelle lorsque l'économie allemande se portait mieux que l'américaine (dans les années 1980), puis changea quand les succès relatifs s'inversèrent !

²⁷ Un article souhaitant réfuter l'argument en faveur des banques universelles – argument selon lequel leur engagement financier important résulterait d'une capacité à réunir une information privée sur les sociétés auxquelles elles sont liées – étudie de manière détaillée la crise que rencontra Metalgesellschaft quand sa filiale américaine spécula massivement sur le marché des dérivés pétroliers, et incrimine la société allemande en comparant défavorablement sa filiale à... Enron !

stabilité globales du système allemand, que seule l'union européenne remettra sans doute profondément en cause.

On ne sera pas surpris de constater que les systèmes financiers réels ne se conforment ainsi pas facilement aux simplifications des modèles. Est-il possible néanmoins de tirer une compréhension générale des transformations d'un grand nombre de systèmes financiers ? C'est le pari que font, sous un angle bien particulier il est vrai, les co-auteurs de *Regime changes*. Cet ouvrage collectif est un modèle du genre. En premier lieu par la diversité profonde de ses six auteurs, qui relèvent de quatre disciplines (histoire, économie, sciences politiques, sciences sociales), sont de cinq nationalités, travaillent dans quatre pays souvent différents de leurs pays d'origine, et consacrent en général leur recherche à des comparaisons internationales. Mais surtout, cette diversité n'a pas conduit à une juxtaposition d'analyses mais à un ouvrage assez fortement intégré, dont la thèse d'ensemble, exposée dans le premier chapitre des deux directeurs (D. Forsyth et T. Notermans) propose une articulation entre les transformations des systèmes financiers et celles de ce qu'ils appellent les régimes de politique économique dans les principaux pays occidentaux au 20^e siècle.

Le point fort de l'ouvrage est de mettre l'accent sur les changements de régime plus que sur les régimes eux-mêmes. Ceci les conduit à éviter de se focaliser sur les différences entre pays à un moment donné, et donc à mieux percevoir le caractère général des deux changements majeurs observés dans les années 1930 et 1980, deux changements en sens inverse même s'ils ne sont pas entièrement symétriques et n'amènent certainement pas à un retour au point de départ (et dont on ne s'étonnera pas qu'ils coïncident largement avec ceux proposés par plusieurs ouvrages cités précédemment). Les deux régimes macropolitiques qui se succèdent lors du premier grand changement se caractérisent par des articulations opposées des politiques macroéconomiques et microéconomiques. Ainsi, dans les 'Trente Glorieuses' (auxquelles les auteurs se réfèrent explicitement), les politiques monétaires et accessoirement budgétaires ont une fonction de stimulation de la demande et donc de la croissance et de l'emploi, tandis que des politiques microéconomiques tentent d'éviter l'inflation et la surchauffe sur le marché de l'emploi. A l'opposé, dans le régime d'étalon-or (et dans le régime auquel nous ramène le second grand changement des années 1980), des politiques monétaires macroéconomiques évitent l'inflation et les déséquilibres externes, tandis que des politiques microéconomiques sont responsables des incitations à l'investissement et au travail, pour soutenir croissance et emploi.

Les auteurs nient que les grands changements aient pour cause des chocs comme la crise de 1929 (même si le flottement de la livre en septembre 1931 serait bien à l'origine du premier changement) ou la globalisation des marchés internationaux des biens et des facteurs, même s'ils reconnaissent que les politiques suivies par les pays-centres de réserves internationales peuvent contraindre celles des autres. Le coeur de ces changements est selon eux la transformation du régime de politique monétaire : d'abord (dans les années 1930) par disparition de l'étalon-or et soumission de la politique monétaire à un objectif de croissance, puis par renaissance (après 1980) de la priorité à la lutte contre l'inflation. A partir de ce coeur, les autres domaines de la politique économique et sociale s'organisent naturellement²⁸. Parmi eux, les systèmes financiers se réforment pour se mettre en cohérence avec ces choix fondamentaux de régime monétaire.

²⁸ Cette vision très globale de systèmes macropolitiques dépassant le cadre d'un domaine spécifique comme le financement a déjà été proposée par divers auteurs. On notera sans malice qu'une tentative similaire lancée dans les années 1970 par l'école française de la régulation considérait au contraire le régime salarial comme étant le coeur à partir duquel le reste suivait, en particulier le régime monétaire (cf. Robert Boyer, *La théorie de la régulation : l'état des savoirs*, Paris : La Découverte, 2002 ; en anglais : *Regulation Theory, the State of the Art*, Londres : Routledge, 2001). Plus que contradiction il y a là sans doute un changement de focalisation qui caractérise bien la dernière

Une telle vision d'ensemble présente naturellement les qualités opposées des monographies. Elle court le risque de l'accumulation d'approximations de détail qui rendent la thèse improbable. Néanmoins, les efforts des *political economists* pour recréer des perspectives globales à la recherche historique ne doivent pas être dédaignés quand, et c'est le cas de l'ouvrage dirigé par Forsyth et Notermans, il use avec éclectisme des recherches les meilleures du moment.

Conclusion

Au terme de ce survol de la littérature récente sur les systèmes financiers, on espère avoir convaincu le lecteur de l'utilité de ce concept. En montrant les liens entre l'organisation financière et celle des autres domaines de l'économie (et au delà potentiellement, du système politique et social), ce concept permet d'éviter d'aborder la finance dans une pure optique de marché. Il reste que ce concept a aussi ses limites. Les limites spatiales des systèmes financiers sont trop facilement assimilées à celles des Etats qui contribuent (juridiquement) à leur structuration. Ils ont pourtant longtemps laissé dans leur ombre des activités de financement qui, pour être locales, n'étaient pas toujours négligeables, ou qui avaient contribué de manière cruciale à la mise en place des systèmes financiers nationaux²⁹. A l'heure de la mondialisation, le débordement des systèmes financiers nationaux est plus probable encore. Les influences réciproques entre systèmes financiers sont négligées, alors qu'elles sont spécialement importantes en termes de flux dans les périodes d'économie ouverte, et non négligeables en termes d'organisation à toute époque. S'il est une lacune grave de la littérature actuelle, c'est donc bien l'insuffisante étude des conséquences de l'interaction entre systèmes financiers sur leur fonctionnement et leur efficacité, et l'absence de réflexion véritable sur les interactions entre échelles spatiales de l'organisation financière. Gershenkron avait suggéré que l'organisation financière la mieux adaptée à un pays n'était pas nécessairement celle des pays les plus avancés, ni même celle qui convenaient à ces pays lorsqu'ils étaient au même stade de développement, mais qu'il fallait tenir compte de la position relative de ce pays par rapport aux autres. Cette idée d'une adéquation relative des systèmes financiers doit être approfondie.³⁰ Au delà même, l'ensemble des relations internationales doit être envisagé. Des premiers efforts en ce sens apparaissent dans la lignée des historiens et des *political scientists* du système mondial. Les premiers résultats peuvent décevoir par la difficulté à proposer des perspectives originales, que ce soit par rapport à l'histoire universelle à la Braudel-Wallerstein³¹ ou par rapport à une histoire économique assez unicausale.³² Sans doute est-il nécessaire de multiplier d'abord les approches plus précises, les méthodes, objets et échelles d'analyse. Le dynamisme de l'historiographie et sa diversification progressive par rapport à une approche exclusivement economiciste ouvrent déjà

génération.

²⁹ Là encore des exemples récents montrent que beaucoup est à retirer méthodologiquement de périodes anciennes : ainsi Mark Potter et Jean-Laurent Rosenthal mettent-ils en place au niveau d'une région des instruments utiles pour l'étude des interactions entre région et Etat ("The development of Intermediation in the French Credit Markets : Evidence from the Estates of Burgundy", *Journal of Economic History*, 62 n°4, décembre 2002, 1024-49).

³⁰ Peter A. Hall and David Soskice, eds, *Varieties of Capitalism : the Institutional Foundations of Comparative Advantage* (Oxford : Oxford University Press, 2001).

³¹ Randall Germain, *The International Organization of Credit, States and Global Finance in the World-Economy*, (Cambridge : Cambridge University Press, 1997).

³² Cf. par exemple Barry Eichengreen, *Globalizing Capital, A History of the International Monetary System* (Princeton : Princeton University Press, 1996).

des perspectives. Beaucoup reste à faire, et les convulsions du monde contemporain invitent à continuer d'y travailler sans délai.