

## INTRODUCTION

### **L'institutionnalisation de l'économie financière : perspectives historiques**

Franck JOVANOVIĆ <sup>1</sup>

#### **Économie financière et marchés financiers : quelques évolutions récentes**

Depuis une trentaine d'années, les marchés financiers ont acquis une place de plus en plus importante dans les économies : de nouveaux produits financiers et de nouvelles stratégies de gestion sont apparus ; les marchés de dérivés et d'options ont connu un essor fulgurant. En même temps, des crises et des scandales financiers dont l'origine est liée à ces nouveaux produits se sont succédés (la faillite de la Barings en 1995, la quasi-faillite du fonds LTCM en 1998, l'affaire Jérôme Kerviel en 2007, et plus récemment la crise des *subprimes*).

Derrière ces évolutions se cache l'économie financière – également appelée théorie financière moderne – : le fonctionnement quotidien des marchés financiers repose de plus en plus sur des concepts, théories ou modèles issus de cette discipline <sup>2</sup>. Ce que font aujourd'hui les opérateurs sur les marchés financiers est pensé en termes de calcul stochastique, de *benchmark*, d'efficacité informationnelle ou d'absence d'opportunité d'arbitrage.

Les théories et les modèles issus de l'économie financière sont ainsi devenus des outils indispensables à la pratique des activités professionnelles (gestion de portefeuille, mesure des risques, évaluation d'instruments dérivés...), initiant également de nouvelles pratiques. Tout en devenant des outils indispensables, ces modèles semblent parfois échapper au contrôle de leurs utilisateurs. La crise actuelle des *subprimes* en est la parfaite illustration : la sophistication des techniques d'ingénierie financière et des produits financiers utilisés, reposant en particulier sur des dérivés de crédits ou des dérivés de dérivés de crédits, a pu laisser croire, à tort, que les modèles financiers étaient parvenus à éliminer tous les risques.

Parallèlement à ce développement de l'économie financière et à son influence sur les marchés financiers, certaines institutions financières ou cabinets conseil, comme *JP Morgan* ou *Price Waterhouse Coopers*, se saisissent aujourd'hui de recherches en histoire, en sociologie ou en épistémologie pour tenter de mieux appréhender les marchés financiers et créer de nouvelles stratégies d'investissement plus adaptées à la réalité des marchés financiers. On peut citer ici l'exemple de la finance comportementale qui ne souhaite pas restreindre ses outils d'analyse à la seule

---

<sup>1</sup> Je remercie vivement Philippe Le Gall pour son support et son aide dans la réalisation de ce dossier.

<sup>2</sup> Cf., en particulier, l'idée de performativité de l'économie financière défendue par CALLON (1998) ou MACKENZIE, *et al.* (2007).

économie financière et tente d'incorporer des résultats issus de l'ensemble des sciences sociales.

Ainsi, l'histoire, la sociologie et l'épistémologie sont devenues depuis quelques années des approches complémentaires à l'économie financière pour étudier et appréhender le développement et l'influence de l'économie financière sur les marchés financiers et les nouvelles pratiques en finance. Sont ainsi apparues la sociologie des marchés financiers<sup>3</sup>, l'histoire des institutions financières<sup>4</sup>, la cliométrie financière<sup>5</sup>, l'histoire et l'épistémologie de l'économie financière<sup>6</sup>.

Ce dossier s'inscrit dans ces nouvelles voies de recherche. Il apporte un éclairage sur les débats actuels en privilégiant l'histoire de l'économie financière, et plus particulièrement la finance de marché<sup>7</sup>. Cet accent mis sur l'histoire n'est pas pour autant exclusif, car l'approche défendue ici se veut multidisciplinaire ; les contributions de ce dossier mêlent analyses historiques, épistémologiques et sociologiques.

Les travaux sur l'histoire de l'économie financière sont relativement récents et datent de la fin des années 1990. Certes, il existait au préalable des présentations historiques, citons par exemple le travail pionnier de Bernstein<sup>8</sup>, mais ces travaux étaient pour l'essentiel hérités d'une histoire canonique élaborée pendant les années 1960 au moment où l'économie financière fut reconnue comme scientifique<sup>9</sup>. Les dernières années ont ainsi été marquées par un renouvellement de l'histoire de l'économie financière qui a suscité un intérêt croissant : *l'American Finance Association* a par exemple entrepris de collecter des récits des principaux acteurs de cette histoire ; les colloques internationaux d'histoire de la pensée économique qui consacrent des sessions à l'histoire de cette discipline se multiplient depuis quelques années ; et pour la première fois en 2008, le colloque de l'ASSA-AEA (*Allied Social Science Association-American Economic Association*) a également consacré une session à ce thème. Le principal apport de ces nouvelles analyses sur l'histoire de l'économie financière est l'abandon d'un récit linéaire qui faisait implicitement remonter l'émergence de l'économie financière à la publication de la thèse de Louis Bachelier en 1900. Cet abandon a laissé la place à la reconnaissance de travaux théoriques antérieurs à ceux de Bachelier, à une meilleure étude des travaux avant les années 1960, et enfin à une analyse de l'institutionnalisation de l'économie financière en tant que discipline scientifique et universitaire.

---

<sup>3</sup> GODECHOT, 2001 ; KNORR, PREDI, 2004 ; MACKENZIE, 2006 ; MACKENZIE, *et al.*, 2007.

<sup>4</sup> KHURANA, 2007 ; FOURCADE, 2009 ; FOURCADE, KHURANA, 2009.

<sup>5</sup> CHIKHI, DIEBOLT, 2006 ; GALLAIS-HAMONNO, 2007.

<sup>6</sup> BERNSTEIN, 1992 ; BOULEAU, 1998 ; COURTAULT, KABANOV, 2002 ; DAVIS, ETHERIDGE, 2006 ; FRANKFURTER, MCGOUN, 1996 et 1999 ; JOVANOVIĆ, 2002 et 2008 ; JOVANOVIĆ, POITRAS, 2007 ; MEHRLING, 2005 ; POITRAS, 2006 ; SCHINCKUS, 2009 ; STABILE, 2005 ; WALTER, 2005.

<sup>7</sup> L'économie financière recouvre deux axes d'étude, la finance d'entreprise et la finance de marché.

<sup>8</sup> BERNSTEIN, 1992.

<sup>9</sup> Cf. JOVANOVIĆ, 2008.

## **Économie financière et marchés financiers : perspectives historiques sur l'institutionnalisation de la discipline**

Un des principaux objectifs de ce dossier est précisément de mettre en contexte la construction de l'économie financière en éclairant, entre autres, son institutionnalisation. La rupture des années 1960 qui correspond à la création de l'économie financière en tant que discipline scientifique et universitaire ne peut s'expliquer sans un éclairage institutionnel. L'analyse institutionnelle de l'économie financière ainsi que l'étude des liens que cette discipline entretient avec les marchés financiers sont présentes dans chacune des quatre contributions de ce dossier.

Dans son article, Geoffrey Poitras retrace l'évolution des marchés financiers consacrés aux produits dérivés, à savoir les options et les contrats à terme, depuis l'émergence des premiers marchés organisés au XVI<sup>e</sup> siècle jusqu'aux années 1970 avec la création du plus gros marché organisé actuel pour ce type d'actifs financiers, le *Chicago Board of Trade*.

Cet article souligne l'importance du développement de l'activité économique et commerciale pour le développement de ce type de marché. Ce lien, que l'article analyse particulièrement bien, permet de mettre en perspective les débats qui ont accompagné le développement des marchés financiers, et qui ressurgissent avec la crise financière actuelle, à savoir la possible déconnexion entre la sphère des biens et des services et la sphère financière. Cette interrogation s'est généralement accompagnée d'une grande suspicion à l'égard des marchés financiers, et tout particulièrement des marchés de produits dérivés. Comme on le voit dans cet article, cette suspicion s'observe dans tous les pays et à toutes les époques. Notons qu'une telle suspicion a accompagné les tentatives de créer une « science de la Bourse » en France à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, avec en particulier Jules Regnault, comme Franck Jovanovic l'analyse dans sa contribution.

Cette mise en perspective de Geoffrey Poitras apporte ainsi un éclairage sur l'émergence des travaux en économie financière qui répondent très souvent à des changements pratiques ou à des questionnements directement issus des marchés financiers réels. Comme on le voit dans les articles de Robert Dimand et de Christophe Schinckus, de tels questionnements sont étroitement liés au développement des outils théoriques développés en économie financière.

L'institutionnalisation de l'économie financière à proprement parler est étudiée dans la contribution de Franck Jovanovic. Cet article permet de mettre en perspective l'émergence de l'économie financière en tant que discipline scientifique et universitaire dans les années 1960. En re-contextualisant l'histoire de l'économie financière, il permet d'expliquer pourquoi cette discipline a émergé à ce moment précis.

Dans son article, Franck Jovanovic rend compte de la construction de l'économie financière à travers l'analyse de l'utilisation du modèle de marche aléatoire pour étudier les marchés financiers. Ce modèle occupe une place spécifique dans cette histoire puisqu'il a directement contribué à la naissance de l'économie financière en tant que discipline scientifique ; cette naissance a en effet été permise en liant un modèle mathématique, le modèle de marche aléatoire, des résultats empiriques (économétrie financière) accumulés depuis le début des années 1930, et l'équilibre économique. Cet article montre ainsi que l'accès à la fin des années 1950 par les

économistes à de nouvelles mathématiques et à de nouveaux outils théoriques a permis l'émergence de l'économie financière en tant que discipline scientifique pendant les années 1960.

Cet article identifie trois grandes étapes dans la construction de l'économie financière : première étape, les premières tentatives de créer une « science de la Bourse » dans la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle ; deuxième étape, l'émergence et le développement de l'économétrie financière entre les années 1930 et la fin des années 1950, qui se caractérise par une absence de développement d'un contenu théorique ; troisième étape, à partir des années 1960, la reconnaissance de l'économie financière comme discipline scientifique et universitaire. L'institutionnalisation réussie de l'économie financière pendant les années 1960 est analysée dans cet article à partir d'une question théorique, particulièrement importante dans l'histoire de l'économie financière : le lien entre marche aléatoire et efficience informationnelle. Comme le montre l'article, ce lien eut un rôle constitutif crucial pour la discipline alors qu'au niveau théorique sa robustesse n'est pas établie de manière satisfaisante. Pourtant, considérant à quel point, parmi les théoriciens, ce lien est répandu, admis de fait ou conservé malgré sa faiblesse théorique, on comprend son importance dans l'institutionnalisation de la discipline. Et, comme on le voit également dans la contribution de Christophe Schinckus, il est également en partie à l'origine de la littérature sur les anomalies à partir de laquelle la finance comportementale, courant alternatif dominant, s'est constituée.

Robert Dimand, dans le troisième article, s'intéresse à une période et à des auteurs trop souvent délaissés par la littérature sur l'histoire de l'économie financière : l'émergence des premiers travaux aux États-Unis du début des années 1930 aux années 1960. Dimand étudie plus particulièrement les auteurs de la Cowles Commission qui ont travaillé à l'étude des marchés financiers, en particulier, Alfred Cowles, Harry Markowitz et James Tobin. À cette époque, l'économie financière en tant que discipline scientifique n'existe pas encore ; cependant certains économistes ont commencé à utiliser des méthodes employées en économie pour analyser les marchés financiers. On pense ici à l'économétrie qui naquit en tant que discipline scientifique à cette époque et pour laquelle la Cowles Commission a joué un rôle de premier plan.

La Cowles Commission, rappelons-le, fut fondée le 9 septembre 1932 sur l'initiative d'Alfred Cowles. « Victime » du krach boursier de 1929, celui-ci « réalisa qu'il ne comprenait pas le fonctionnement de l'économie, et par conséquent en 1931, il cessa de publier sa lettre de conseils en bourse et commença des recherches sur les anticipations des cours des actions »<sup>10</sup>. Il s'interrogea alors sur les capacités prédictives des sociétés de gestion de portefeuilles boursiers et des services financiers qui conseillent les investisseurs. Cette recherche le conduisit à entrer en contact avec la toute jeune Société Internationale d'Économétrie qui fut fondée le 29 décembre 1930 sur l'initiative de Ragnar Frisch et Irving Fisher. En 1932, il proposa de lui apporter son soutien financier – sans lequel celle-ci n'aurait probablement pas pu se développer – en échange d'un traitement théorique de ses problèmes de prévision des variations boursières et du cycle des affaires. La même année, il constitua « un groupe de recherche de pointe » : la Cowles Commission<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> CHRIST, 1994, 30.

<sup>11</sup> ARMATTE, 2000, 4.

Cette dernière a joué un rôle déterminant dans l'étude des marchés financiers. Elle « *a entrepris la première collecte importante de données statistiques relatives au marché américain des actions (...) publiée en 1938 dans l'ouvrage Common Stock Indexes* »<sup>12</sup>. Elle a également construit des indices de cours boursiers, d'épargne ou encore de dividendes pour les États-Unis. L'article de Robert Dimand est particulièrement intéressant pour mieux comprendre cette période et certains débats qui animaient les recherches théoriques relatives aux marchés financiers.

Christophe Schinckus ouvre d'intéressantes pistes de réflexion sur le devenir de l'économie financière en tant que discipline scientifique et universitaire. Comme cet auteur l'explique par ailleurs<sup>13</sup>, on observe depuis la deuxième partie des années 1980 une diversification des approches théoriques dans cette discipline. Ces approches questionnent la pertinence du paradigme standard de l'économie financière, élaboré au moment de la reconnaissance de cette discipline pendant les années 1960. Plusieurs courants récents, tels que l'éconophysique ou la finance comportementale, ambitionnent d'offrir un cadre plus général qui, en répondant à certaines anomalies théoriques non encore expliquées par le cadre standard, renverraient ce dernier à un cas particulier.

Cet article revient sur l'un de ces principaux courants, et sans doute le plus prometteur quant au renouvellement de la discipline : la finance comportementale. Cette dernière ambitionne de devenir le paradigme dominant dans les prochaines années. Christophe Schinckus analyse cette ambition en explorant les contraintes qu'elle impose à la finance comportementale.

L'analyse de la finance comportementale effectuée par Christophe Schinckus met en perspective la manière dont l'économie financière s'est constituée et certains des débats qui l'animent aujourd'hui. L'émergence de cette discipline dans les années 1960 s'est faite, quant à son volet dédié à la finance de marché, en grande partie grâce à un véritable tour de force que fut la création de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers, mais ce tour de force montre certaines limites que l'on découvre entre autres à travers la littérature sur les anomalies.

Enfin, ce dossier s'accompagne de trois revues de livre et d'une note critique sur des ouvrages récemment publiés qui analysent l'économie financière dans une perspective historique et épistémologique.

**Franck JOVANOVIC**

TELUQ - UQAM (Université du Québec à Montréal), Montréal, Canada  
jovanovic.franck@teluq.uqam.ca

## Bibliographie

- ARMATTE M., 2000, *Naissance, vie et mort de l'économétrie de la Cowles Commission*, Paris, Miméo.
- BERNSTEIN P.L., 1992, *Capital Ideas : the Improbable Origins of Modern Wall Street*, New York-Toronto, Free Press-Maxwell Macmillan Canada-Maxwell Macmillan International.

---

<sup>12</sup> COOTNER, 1964, 79.

<sup>13</sup> SCHINCKUS, 2009.

- BOULEAU N., 1998, *Martingales et marchés financiers*, Paris, Odile Jacob.
- CALLON M., (ed.), 1998, *The Laws of the Markets*, Oxford, Blackwell.
- CHIKHI M., DIEBOLT C., 2006, L'efficacité du marché boursier parisien : une analyse cliométrique et non paramétrique du temps présent, *Économies et Sociétés*, 34, 171-192.
- CHRIST C.F., 1994, The Cowles Commission's Contributions to Econometrics at Chicago, 1939-1955, *Journal of Economic Literature*, xxxii, 30-59.
- COOTNER P.A., 1964, *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge (Massachusetts), MIT Press.
- COURTAULT J.M., KABANOV Y., (eds.), 2002, *Louis Bachelier. Aux origines de la finance mathématique*, Besançon, Presses Universitaires Franc-Comtoises.
- DAVIS M., ETHERIDGE A., 2006, *Louis Bachelier's Theory of Speculation : the Origins of Modern Finance*, Princeton, Princeton University Press.
- FOURCADE M., KHURANA R., 2009, From Social Control to Financial Economics : the Linked Ecologies of Economics and Business in Twentieth-Century America, in CAMIC C., GROSS N., LAMONT M., (eds.), *Making, Evaluating, and Using Social Science Knowledge : The Underground of Practice*, New York, Russell Sage Foundation (à paraître).
- FRANKFURTER G., MCGOUN E., 1996, *The Methodology of Finance : what it is and what it can be*, Londres, JAI Press.
- FRANKFURTER G., MCGOUN E., 1999, Ideology and the Theory of Financial Economics, *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 39, 159-177.
- GALLAIS-HAMONNO G., (ed.), 2007, *Le marché financier français au XIX<sup>e</sup> siècle*, Paris, Les Publications de la Sorbonne, volume II.
- GODECHOT O., 2001, *Les traders. Essai de sociologie des marchés financiers*, Paris, La Découverte.
- JOVANOVIC F., 2002, *Le modèle de marche aléatoire dans la théorie financière quantitative*, Thèse de doctorat, Paris, Université Paris I-Panthéon-Sorbonne.
- JOVANOVIC F., 2008, The Construction of the Canonical History of Financial Economics, *History of Political Economy*, 40, 2, 213-242.
- JOVANOVIC F., POITRAS G., (eds.), 2007, *Pioneers of Financial Economics : Twentieth Century Contributions*, Cheltenham, Edward Elgar, volume II.
- KHURANA R., 2007, *From High Aims to Hired Hands. The Social Transformation of American Business Schools and the Unfulfilled Promise of Management as a Profession*, Princeton, Princeton University Press.
- KNORR C.K., PREDA A., (eds.), 2004, *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press.
- MACKENZIE D., 2006, *An Engine, not a Camera : how Financial Models shape Markets*, Cambridge (Massachusetts), MIT Press.
- MACKENZIE D., MUNIESA F., SIU L., (eds.), 2007, *Do Economists Make Markets : on the Performativity of Economics*, Princeton, Princeton University Press.
- MEHLING P.G., 2005, *Fischer Black and the Revolutionary Idea of Finance*, Hoboken, Wiley.
- POITRAS G., (ed.), 2006, *Pioneers of Financial Economics : Contributions Prior to Irving Fisher*, Cheltenham, Edward Elgar, volume I.
- SCHINCKUS C., 2009, *La diversification théorique en finance de marché : vers de nouvelles perspectives de l'incertitude*, Thèse de doctorat, Paris, Université Paris I-Panthéon-Sorbonne.

STABILE D.R., 2005, *Forerunners of Modern Financial Economics : a Random Walk in the History of Economic Thought, 1900-1950*, Cheltenham, Edward Elgar.

WALTER C., 2005, 1900-2000 : un siècle de processus de Lévy en finance, in BENSIMON G., (ed.), *Histoire des représentations du marché*, Paris, Éditions Michel Houdiard, 553-588.

