



3. Les origines et défis des marchés de dette publique : bénédiction ou malédiction ?

Juan H. Flores Zendejas

DANS **REGARDS CROISÉS SUR L'ÉCONOMIE 2015/2 n° 17**, PAGES 52 À 66
ÉDITIONS **LA DÉCOUVERTE**

ISSN 1956-7413

ISBN 9782707188069

DOI 10.3917/rce.017.0052

Date de mise en ligne : 21/03/2016

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-regards-croises-sur-l-economie-2015-2-page-52?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour La Découverte.

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur [Cairn.info/copyright](http:// Cairn.info/copyright).

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

Les origines et défis des marchés de dette publique : bénédiction ou malédiction ?

JUAN H. FLORES ZENDEJAS
professeur associé, Institut Paul Bairoch d'Histoire
Économique, Université de Genève

Résumé

Qu'est-ce qu'un marché de dette publique ? Comment se forme-t-il ? Comment ces marchés ont-ils évolué dans l'histoire ? Dans cet article nous passons en revue les concepts, théories et épisodes historiques saillants de ce marché. Nous montrons ainsi comment, en dépit des difficultés initiales de son développement, ce marché a réussi à devenir un élément-clé des marchés financiers.

Abstract

What is a public debt market? How is it generated? How has it evolved throughout history? This paper reviews the concepts, theories and prominent historical episodes of this market. We show how, despite initial difficulties, this market has managed to become a key element of financial markets.

Introduction

Qu'est-ce qu'un marché de dette publique ? Comment se forme-t-il ? Comment ces marchés ont-ils évolué dans l'histoire ? Dans cet article nous passons en revue les concepts, théories et épisodes historiques saillants de ce marché. L'objectif est de montrer comment, en dépit des difficultés initiales de son développement, ce marché a réussi à devenir un élément-clé des marchés financiers. Cette histoire est faite de succès et d'échecs. D'une part, la capacité d'intervention des États et en conséquence, leur présence dans la société et dans l'économie, ne peuvent pas être comprises sans tenir compte des possibilités offertes par le recours à l'endettement. C'est ainsi que la plupart des pays ont pu se doter d'infrastructures et de services publics. Pour les pays développés, ceci leur a permis également de mettre en place l'État-providence après la Seconde Guerre mondiale. D'autre part, les crises de la dette et périodes d'incertitude nous rappellent que certaines fragilités de ces marchés n'ont jamais disparu. Plusieurs pays, indépendamment de leur niveau de développement, maintiennent des niveaux d'endettement très élevés. Alors que la croissance économique mondiale ne parvient pas à redémarrer, le risque d'une nouvelle vague de crises de la dette continue.

Définition et origines

Le marché de dette publique, défini comme l'achat et la vente d'obligations d'État, a fourni aux gouvernements un instrument puissant de soutien pour augmenter leur capacité fiscale. En effet, le volume croissant de capital investi a permis aux gouvernements d'accéder aux fonds locaux et internationaux pour mener des investissements à

moyen terme ou pour faire face à des dépenses extraordinaires. À l'origine, la formation des États-Nations fut accompagnée par le développement de ce marché. Fréquemment, les États ont financé leurs guerres en faisant recours à l'endettement, évitant ainsi l'émission monétaire ou des augmentations d'impôts arbitraires, ce qui aurait pu fragiliser la cohésion territoriale et sociale émergente des pays. Dans les États qui pouvaient compter sur des marchés financiers relativement performants, les créanciers pouvaient revendre des titres assortis de promesses de remboursement par l'État. Ceci a rendu ces obligations plus attractives, grâce notamment à la liquidité générée. Plusieurs gouvernements ont par conséquent créé les conditions nécessaires pour encourager le développement de ce marché, en introduisant de nouveaux cadres légaux et en construisant un contexte macroéconomique stable, ce qui comprenait l'introduction d'un système monétaire uniforme et un renforcement du système fiscal (Gelderblom et Jonker, 2011 ; Dincecco, 2013). Historiquement, l'expansion des plus grands marchés de dette publique a accompagné la montée des puissances militaires et politiques telles que le Royaume-Uni ou les États-Unis. Pour certains historiens de l'économie, le gouvernement anglais a été le premier à développer ce marché à grande échelle grâce aux innovations institutionnelles de la Glorieuse Révolution en 1688, y compris la capacité du Parlement à garantir le respect par la couronne des engagements envers ses créanciers. L'avantage qui en résulta a permis aux monarques anglais d'obtenir un avantage militaire sur ses rivaux.¹

1 C'est le cas par exemple du prix Nobel Douglas North (North et Weingast, 1989). Pour une perspective différente, Epstein (2000). En ce qui concerne le cas des réformes monétaires et fiscales aux États-Unis qui ont précédé l'expansion du marché de dette publique, voir Bordo et Vegh (2002).

Bien que cette lecture des effets de la Révolution Glorieuse ne soit pas exempte de controverse, il est certain que l'existence d'un marché « secondaire » majeur d'obligations d'État a entraîné un nombre non négligeable d'effets secondaires sur d'autres activités de crédit.² Cet actif financier a commencé à être utilisé comme instrument de paiement, comme dépôt de valeur, ou comme gage pour des crédits privés. Son marché a donc constitué un des principaux moteurs du développement des marchés financiers depuis leur conception. Par ailleurs, et de manière directe ou indirecte, il a favorisé le développement des entreprises privées, mais aussi celui des intermédiaires financiers, que ce soit les banques, les notaires ou les négociants aux XVII^e et XVIII^e siècles.³ Les révolutions financières qui surviennent dans de nombreux pays d'Europe et aux États-Unis ont été encouragées par la formation de banques centrales (ou de leurs précurseurs, les banques d'État), par une stabilisation monétaire et par le renforcement institutionnel. Ces éléments sont autant de facteurs de l'accumulation de capital ayant pu être mobilisés lors de la révolution industrielle et de l'essor du commerce international. Dans tous les cas, les États ont participé et profité de ces événements, ce qui leur a permis de gouverner et de faire face aux besoins politiques et sociaux de leurs pays. (Rousseau et Sylla, 2003)

Enfin, ce marché a fréquemment fait l'objet de polémiques, et a dû faire face à de nombreux défis. La crise de la dette frappant aujourd'hui plusieurs pays de l'Europe du Sud en est un exemple récent. L'histoire nous montre que les marchés de dette publique peuvent aussi générer des effets divers sur l'économie en général et sur les marchés financiers

2 En principe, la fiabilité d'un Etat est corrélée avec son développement institutionnel et organisationnel (Guscina, 2008).

3 Les notaires en France, Hoffman et al. (2001) ou Chapman (2003) pour les banques commerciales anglaises.

en particulier. Ainsi, le recours excessif à l'endettement peut, par exemple, agir négativement sur d'autres secteurs de l'économie qui sont demandeurs de capitaux (effet d'éviction). De plus, lorsque les États ont tenté de réguler les taux d'intérêts du marché pour diminuer artificiellement le coût des nouveaux prêts (répression financière), les résultats ont souvent mené à la pénurie de capital disponible et à la diminution du crédit pour le secteur privé.

Le principal défi des marchés de dette concerne probablement les problèmes de non-paiement par les États ou de défauts. Alors que ce problème peut être réglé dans le cadre du droit des faillites pour les entités privées, lorsqu'il s'agit d'un gouvernement la procédure n'a pas encore été établie. La difficulté est encore accrue lorsqu'il s'agit de créanciers étrangers. Quel est le cadre légal légitime pour régler un tel conflit ? Comment protéger les intérêts d'un prêteur vis-à-vis d'un emprunteur qui possède la capacité de modifier les termes initiaux du contrat ? Que faire avec un souverain qui a le pouvoir de dévaluer une monnaie, et donc la valeur réelle de sa dette ? Le problème de défaut est à l'origine d'un volume important de travaux qui cherchent à identifier les causes et conséquences d'un tel événement.⁴ Parmi les causes, la littérature s'est concentrée sur les incitations des gouvernements pour honorer (ou non) leurs dettes, ainsi que les types de politiques monétaires et budgétaires expansionnistes qui peuvent affaiblir la capacité de remboursement des États. D'autre part, plusieurs travaux analysent les problèmes d'information, conflits d'intérêt et autres distorsions dans les marchés de capitaux qui pourraient induire les investisseurs

4 Pour un aperçu de la littérature en économie et droit de la dette souveraine voir Panizza et al. (2009). Pour une perspective historique, voir Flores Zendejas(2015).

à mal évaluer le risque dit souverain.⁵ Mais avant de passer à la discussion de ces travaux, il faut comprendre comment le marché de dette publique est structuré et quels sont les acteurs qui y participent.

Structure et acteurs

Le processus d'endettement des gouvernements peut prendre plusieurs formes. Dans sa conception la plus simple, un créancier peut accorder un prêt dans des termes qui vont dépendre du caractère du gouvernement (stabilité institutionnelle et capacité fiscale), et des conditions de marché. Un gouvernement dont la capacité ou volonté de remboursement est très incertaine bénéficiera de conditions moins favorables : des taux d'intérêt plus élevés et une échéance raccourcie. Le contraire serait applicable pour un gouvernement établi et jouissant d'une bonne réputation. De la même manière, si les conditions de marché sont défavorables (par exemple lors d'une crise économique), les taux d'intérêt tendront à augmenter et les échéances à diminuer.⁶ Les fluctuations des conditions de marché peuvent, en outre, devenir un problème pour un créancier s'il est obligé de garder cette obligation dans son portefeuille jusqu'à échéance. Ce manque de liquidité tendra à faire augmenter le coût de ce type de prêts.

Qu'observe-t-on quant à l'évolution des taux d'intérêt des emprunts publics dans le long terme ? Elle montre une tendance à la baisse, depuis au moins le XVII^e siècle, avec des

5 Sur une histoire du risque souverain, voir Gaillard (2012).

6 Évidemment, ceci n'est vrai que partiellement : avec la crise économique qui a suivi 2008, les taux d'intérêt des prêts de certains gouvernements ont diminué considérablement, en grande partie parce que l'investissement dans cette rubrique est considéré comme une sorte de refuge vis-à-vis la volatilité des marchés.

pics occasionnels lors des guerres internationales majeures et des épisodes inflationnistes, en particulier dans les années 1970 (Homer et Sylla, 1991). Par ailleurs, des obligations dites perpétuelles (sans date d'échéance mais sans l'assurance du remboursement du capital prêté) ont pu être vendues aux investisseurs depuis au moins le XIII^e siècle. Certes, la formation des États et la croissance économique qui ont accompagné les XIX^e et XX^e siècles ont contribué à cette baisse des coûts d'endettement, mais le développement des marchés financiers est un facteur tout aussi important. Nous avons mentionné l'existence d'un marché secondaire pour ce type d'obligations, qui rend ces actifs liquides.⁷ D'autres innovations ont également contribué à favoriser l'accès des États aux marchés financiers, comme le fait de libeller les obligations dans la monnaie nationale de l'emprunteur ou de payer les intérêts sur les places financières étrangères (début du XIX^e siècle). Les autorités gouvernant les marchés financiers ont également introduit des règles et régulations pour permettre le placement et la transaction des obligations des États étrangers, comme la *Stock Exchange* de Londres ou la Bourse de Paris.⁸

Depuis le XIX^e siècle, le marché de dette publique est constitué de nombreux acteurs ayant des fonctions diverses. Il va donc au-delà de la simple dichotomie créancier-débitteur.⁹ Dans l'ensemble, il est divisé en deux. Le marché primaire, dans lequel le gouvernement « vend » (ou place)

7 Homer et Sylla (1991, p.134) situent cette innovation à Venise au XIII^e siècle.

8 Pour une évolution des règles et régulation du marché financier de Londres, voir Neal et Davis (2006). Pour le cas de Paris, Hautcoeur et Riva (2012).

9 L'exception depuis le XIX^e siècle étant la période post-Seconde Guerre Mondiale, où des syndicats bancaires prêtaient directement aux gouvernements sans passer par d'autres intermédiaires financiers ou investisseurs. Une sous-périodisation de l'histoire des marchés de dette publique est présentée dans Eichengreen (2003).

les obligations aux investisseurs et le marché secondaire, où les investisseurs vendent et achètent ces titres avant la date d'échéance. La figure-clé de ce marché est l'intermédiaire financier, et son rôle est le même que dans d'autres marchés de crédit. Il est censé attirer le capital demandé par le gouvernement ayant besoin de fonds. D'autre part, il agit comme conseiller auprès des investisseurs, quant au niveau de risque des obligations notamment. Il a ainsi une fonction de producteur d'information. En principe, un intermédiaire financier choisi les emprunteurs qui ont les projets les plus rentables (et les moins risqués). Il surveille ensuite les emprunteurs qui ont eu accès au capital pour garantir qu'à tout moment, le gouvernement maintient une solvabilité financière.

Supposons un gouvernement cherchant un prêt pour financer un projet d'infrastructure (dépense extraordinaire qui ne peut être financée que par les revenus de plusieurs années).¹⁰ En fonction de ses préférences et de ses besoins, le gouvernement fixe le montant nominal du prêt et détermine les caractéristiques de l'instrument financier : les modes et dates de remboursement, les options et conditions de « roll over » (renouvellement du prêt) et le taux d'intérêt. Il devra également décider, selon les conditions dites « du marché » si l'émission sera locale (domestique) ou internationale, ainsi que la ou les monnaies du prêt. Une émission d'obligations peut ainsi avoir des échéances courtes (trois mois) ou longues (à partir de 10 ans).

Le gouvernement cherche ensuite un intermédiaire financier. Habituellement, ce sont les banques d'investissement qui s'occupent du « placement » des obligations auprès des investisseurs finaux.¹¹ Les fonctions liées au placement

10 Pour une explication approfondie de l'évolution des marchés de la dette publique depuis le début du XIX^e siècle, voir Flandreau et al. (2013).

11 Dans le passé, c'étaient surtout des banques commerciales et de dépôt.

sont multiples. Tout d'abord, la banque doit se faire une idée de la demande des titres. À cet effet, elle recueille des « manifestations d'intérêt » de la part des acheteurs potentiels. Elle peut ainsi connaître le montant susceptible d'être placé à différents prix. Les banques, pour ce service, perçoivent une commission. Une fois que les conditions du marché sont connues, la banque décide avec le gouvernement de la date et du prix de l'émission. Le mécanisme de cette émission peut ensuite prendre deux formes. Dans la première, appelée « prise ferme » de l'emprunt, la banque assume le risque de l'émission car elle achète puis revend les obligations (les bénéfices de la banque proviennent de la différence du prix d'achat et du prix de placement). Dans le second cas, appelé « vente à commission » (*best-effort* en anglais) la banque se limite à ses activités d'intermédiation et place les titres parmi les investisseurs sans les acheter. Dans tous les cas, une banque qui participe à l'émission des obligations s'engage à réaliser plusieurs activités pour placer les titres, parmi lequel, une série de réunions avec des investisseurs (*road shows*) dans lesquelles les banques fournissent des informations relatives à la qualité des obligations.

Mondialisation et crises

Pourquoi certains gouvernements décident-ils de s'endetter à l'étranger, en acceptant de rembourser la dette dans des monnaies différentes de la leur ? Cette question est d'autant plus importante que la notion de « souveraineté » a été définie légalement pour plusieurs marchés financiers. En réalité, la distinction entre le marché de dette publique domestique et de la dette publique étrangère est importante sous plusieurs aspects. Pour un gouvernement, il s'avère plus attractif de s'endetter là où le coût du capital est au plus bas.

Ces places financières qui deviennent « mondiales » ont été incarnées par différentes villes et pays : dans les XVI^e ou XVII^e siècles par exemple, les banques italiennes ont prêté aux monarques européens. Ces banques marchandes étaient à la base du commerce méditerranéen, qui était le plus dynamique de l'époque. Avec l'ascension des Provinces-Unies comme principal centre commercial du monde, des gouvernements allaient à Amsterdam pour émettre des obligations dans ce centre financier. À partir du début du XIX^e siècle et avec la fin des guerres napoléoniennes, Londres a assumé ce rôle, rejoint plus tardivement par d'autres places comme Hambourg, Paris et Bruxelles. Enfin, depuis le début du XX^e siècle et principalement à partir des années 1920, New York est devenu le grand centre financier du monde. Par ailleurs, à partir du XIX^e siècle, une émission peut avoir lieu dans plusieurs centres simultanément.

Cette intégration des marchés financiers a généré des nouveaux défis de gouvernance. Comme nous l'avons mentionné plus haut, le cadre légal dans lequel les différends doivent être traités n'a pas toujours été clairement défini. Lorsqu'un gouvernement fait défaut, un investisseur ne peut pas, en principe, forcer le débiteur à s'acquitter du paiement de sa dette. Des épisodes de « diplomatie du canon » ont pu être observés dans le passé, mais dans la majorité des cas il ne s'est agi que de prétextes faisant écran à des intérêts géopolitiques indépendants du problème de la dette (Flores, 2012). Historiquement, ce qui a induit les gouvernements à honorer le service de leur dette provient de la capacité des créanciers à les exclure des marchés de capitaux, que ce soit par le biais d'associations des détenteurs des titres ou via l'adoption de règles précises d'action collective reconnues par les autorités régulatrices des marchés financiers. Mais l'incertitude provoquée par l'absence d'une procédure standard de résolution des

conflits, dans le cadre par exemple d'un tribunal international, continue à provoquer des réactions violentes de la part des investisseurs, et contribue à augmenter les coûts d'endettement en cas de crise. Cependant, pour certains économistes, ce vide juridique possède d'autres avantages, comme la flexibilité de pouvoir négocier selon les circonstances individuelles de chaque emprunteur ou le fait que, pour un gouvernement, la décision de faire défaut reste un choix peu avantageux.

Enfin, un deuxième défi lié à la prévention des défauts (et donc de l'effondrement des marchés de dette publique) est celui du manque d'information. Jusqu'à quel point un investisseur peut-il connaître l'état d'un débiteur potentiel ? En principe, le rôle d'un agent financier serait seulement de permettre aux « bons » emprunteurs d'accéder au marché. Cependant, lors de la crise européenne récente, le gouvernement grec a été accusé d'avoir faussé l'information concernant le montant de son déficit public. Mais ce n'est pas le seul exemple : l'information sur l'inflation en Argentine était contradictoire, et le gouvernement a été mis sous pression pour améliorer cette statistique. Dans plusieurs entités sous-souveraines, l'information sur l'état des finances publiques est indisponible ou non-crédible, comme c'était le cas dans plusieurs États du Mexique. Historiquement, ce problème est récurrent. Eichengreen (2015) nous rappelle récemment que dans les années 1920, la Banque de France n'avait pas fourni d'information sur la quantité réelle de monnaie en circulation (et donc, sur la possible dépréciation de la monnaie qui allait en résulter). Un cas extrême, peut être observé au début du XIX^e siècle, lorsque le représentant d'un gouvernement provenant d'un pays fictif a pu vendre des obligations aux investisseurs anglais.

Malgré ces épisodes, le marché s'est développé. Cette expansion, en vertu des difficultés que nous avons évoquées,

peut paraître mystérieuse à premier vue. La prise en compte du rôle des intermédiaires financiers permet toutefois de l'expliquer. Dans le système libéral du XIX^e siècle et dans l'entre-deux-guerres, certains intermédiaires financiers dominaient le marché et étaient incités à garder leur réputation de « gardiens » des marchés des capitaux pour maintenir leur part de marché et leurs profits, ceux-ci provenant des placements des obligations émis par les gouvernements du monde entier. Le besoin de maintien de réputation obligeait ces banques à agir comme prêteurs en dernier ressort en cas de crise, et comme gestionnaire des défauts dans certains cas. Cependant, dans les années 1930, le gouvernement états-unien a considéré que les banques commerciales vendant des titres sur le marché de New York étaient soumises à des conflits d'intérêt. Le rôle de « gardien » prévu dans la nouvelle réglementation après 1933 a été attribué aux agences de notation, qui étaient considérées comme libres de tout conflit d'intérêt.

Avec la fin de la période de Bretton Woods en 1971, la réglementation financière qui avait dominé les marchés financiers prit fin et avec elle une nouvelle ère de libéralisation financière s'ouvrit. Plusieurs gouvernements, notamment dans des pays en voie de développement, ont fait appel aux capitaux internationaux pour renforcer l'industrialisation de leurs pays. Cependant, la structure financière internationale n'était pas celle des années précédentes : une organisation internationale a commencé à agir comme prêteur en dernier ressort et comme gestionnaire des crises de dette, ce qui pour certains est cause de problèmes d'aléa moral. Les agences de notation sont réapparues sous une nouvelle forme « emprunteur noté – emprunteur qui paie », ce qui crée des nouveaux conflits d'intérêt. Lors de la crise de la dette touchant l'Amérique Latine et l'Europe de l'Est en 1982, lors des crises des années 1990 (Mexique, Russie, Brésil, Turquie, parmi d'autres) et dans les

épisodes actuels, les problèmes de fragilité de la gouvernance et de distorsions des marchés financiers se révèlent n'être pas encore réglés.

Conclusion

Il n'y a pas de doute sur les bénéfices portés par le marché de dette publique. Le rôle d'un État redistributeur de la richesse, fournisseur des biens et services publics, a été facilité par la capacité d'endettement que les gouvernements ont acquise dans le passé. Par ailleurs, l'expansion de ce marché au niveau mondial démontre qu'il a certainement contribué à la croissance économique, que ça soit par ses effets sur d'autres secteurs de l'économie ou par l'augmentation de l'investissement public. Cependant, les crises de dette nous rappellent que les maux potentiels générés par un usage erroné de ce marché sont bien présents encore aujourd'hui. La prévention des disruptions, des instabilités des marchés impliquent une utilisation soutenable des fonds disponibles, mais également des incitations des acteurs impliqués et plus généralement de la structure des marchés des capitaux. La crise actuelle n'est qu'une nouvelle opportunité pour introduire des solutions définitives aux problèmes anciens.

Références

- EICHENGREEN, Barry J. *Capital flows and crises*. Cambridge MA: The MIT Press, 2004.
- . *Hall of Mirrors : The Great Depression, the Great Recession, and the Uses—and Misuses—of History*. New York, NY: Oxford University Press, 2015, 2015.
- EPSTEIN, Stephan R. *Freedom and growth: the rise of states and markets in Europe, 1300-1750*. Routledge explorations in economic history 17. London ; New York: Routledge : LSE, 2000.

- FLANDREAU, Marc, et Juan H. FLORES. « Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830 ». *The Journal of Economic History* 69, n° 03 (septembre 2009): 646-84. doi:10.1017/S0022050709001089.
- FLANDREAU, Marc, Norbert GAILLARD, et Frank PACKER. « To err is human: US rating agencies and the interwar foreign government debt crisis ». *European Review of Economic History* 15, n° 03 (décembre 2011): 495-538. doi:10.1017/S1361491611000153.
- FLANDREAU, M., J. H. FLORES, N. GAILLARD, et S. NIETO-PARRA. « Chapter 27 – Global Financial Brands and the Underwriting of Foreign Government Debt since 1815 ». In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, édité par Gerard Caprio Douglas W. Arner Thorsten Beck Charles W. Calomiris Larry Neal Nicolas Veron, 281-300. San Diego: Academic Press, 2013. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780123978738000232>.
- FLORES, Juan H. « Crying on Lombard Street: fixing sovereign defaults in the 1890s ». *European Review of History: Revue européenne d'histoire* 19, n° 6 (2012): 979-97. doi:10.1080/13507486.2012.739144.
- FLORES ZENDEJAS, Juan. « Capital Markets and Sovereign Defaults: A Historical Perspective », 2015. <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:73325>.
- GAILLARD, Norbert. *A century of sovereign ratings*. New York: Springer, 2012.
- . *When Sovereigns Go Bankrupt: A Study on Sovereign Risk*. Springer Briefs in Economics. Springer International Publishing, Cham, 2014.
- GELDERBLOM, Oscar, et Joost JONKER. « Public Finance and Economic Growth: The Case of Holland in the Seventeenth Century ». *The Journal of Economic History* 71, n° 1 (2011): 1-39. doi:10.1017/S0022050711000015.
- GUSCINA, Anastasia. (2008). IMF Working Paper: Impact of Macroeconomic, Political, and Institutional Factors on the Structure of Government Debt in

Emerging Market Countries. USA: INTERNATIONAL MONETARY FUND.

HAUTCOEUR, Pierre-Cyrille, et Angelo RIVA. « The Paris financial market in the nineteenth century: complementarities and competition in microstructures 1 ». *Economic History Review* 65, n° 4 (2012): 1326-53. doi:10.1111/j.1468-0289.2011.00632.x.

HOFFMAN, Philip T., Gilles POSTEL-VINAY, et Jean-Laurent ROSENTHAL. *Des marchés sans prix: une économie politique du crédit à Paris, 1660-1870*. Civilisations et sociétés 105. Paris: Ed. de l'Ecole des hautes études en sciences sociales, 2001.

HOMER, Sidney, et Richard Eugene SYLLA. *A history of interest rates*. 4th ed. Wiley finance. Hoboken, N.J: Wiley, 2005.

NEAL, Larry, et Lance DAVIS. « The Evolution of the Structure and Performance of the London Stock Exchange in the First Global Financial Market, 1812-1914 ». *European Review of Economic History* 10, n° 03 (2006): 279-300. doi:10.1017/S1361491606001766.

NORTH, Douglass C., et Barry R. WEINGAST. « Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutional Governing Public Choice in Seventeenth-Century England ». *The Journal of Economic History* 49, n° 4 (décembre 1989): 803-32.