

Le système financier français depuis 1945

Pierre-Cyrille Hautœur^a

^a École normale supérieure et DELTA (unité mixte de recherche CNRS-EHESS-ENS).

Pierre-Cyrille Hautcoeur

Le système financier français depuis 1945

The french financial system since 1945

mots clefs : système financier, convergence, bourse, économie d'endettement, rôle de l'Etat.

keywords : financial system, market finance, bank finance, State involvement in finance, market vs hierarchies.

Résumé : Les années 1980 ont vu une transformation complète du système financier français. Alors qu'il était jusque là essentiellement administré, ce qui visait à assurer un investissement élevé mais conduisait souvent à l'inflation et nécessitait une fermeture sur l'extérieur, il s'aligne sur le modèle anglo-saxon à partir de 1983 : désengagement de l'État, liberté des prix, rôle essentiel du marché boursier dans la détermination des taux d'intérêt et des prix des actifs, déclin des banques. Ce changement est lié à l'inefficacité croissante du fonctionnement de l'économie dite d'endettement antérieure et de son incompatibilité avec l'ouverture extérieure.

Abstract: The french financial system was completely transformed during the 1980s, when it evolved from being State- and bank-centered to allow a bigger role to financial markets. This paper presents the origins of that transformation, describing as well the coherence and the limits of the former hierarchical system.

Le système financier français depuis 1945

Pierre-Cyrille Hautcœur

En 1996, le système financier français est apparemment proche de ceux d'autres grands pays industriels : l'investissement des entreprises est largement financé par leur excédent brut d'exploitation, le prix des ressources financières à long terme est déterminé par un marché boursier développé et ouvert sur le monde extérieur, tandis que les banques fournissent des crédits aux PME et aux ménages ainsi que des services financiers à tous les agents économiques. Enfin, l'État intervient massivement comme emprunteur sur le marché financier, mais n'y a guère d'autre rôle, tandis que la Banque de France a un rôle monétaire mais ne participe pas au financement à long terme de l'économie. Toutes ces caractéristiques constituent un ensemble cohérent dont l'expérience de maints pays a montré la stabilité.

Ce système pourtant n'est pas sans présenter quelques faiblesses ni quelques particularités dont la compréhension requiert une connaissance de l'évolution historique qui l'a fait naître. Ainsi, les difficultés que connaissent actuellement les banques consistent largement dans les coûts du changement de leur rôle dans l'économie depuis la seconde moitié des années 1980. Le marché boursier lui-même souffre d'une insuffisante profondeur résultant de l'absence d'investisseurs institutionnels suffisamment puissants. Enfin, le choc que constitue au milieu des années 1990 la prise de conscience du poids de la dette publique résulte en partie de sa nouveauté radicale après une quasi-disparition d'un demi-siècle.

Quelques traits dont la permanence caractérise l'après-guerre jusqu'à nos jours permettent de saisir en quoi le système financier français a pu affecter les conditions sous lesquelles ont opéré les sociétés d'assurance, et pourquoi ce système n'est, aujourd'hui encore, qu'en cours de "normalisation". Le premier est l'importance du secteur public ; celle-ci réduit la profondeur du marché des actions ; elle accoutume

également les porteurs d'obligations à des titres semi-publics, ce qui modifie donc profondément leurs comportements (par exemple en matière de choix de portefeuille). Le second est le système de sécurité sociale par répartition, qui diminue fortement l'épargne de précaution en vue de la retraite et empêche l'apparition d'investisseurs puissants, en particulier des sociétés d'assurance dont le rôle est si important sur les marchés anglo-saxons. Le troisième est la segmentation du système bancaire, qui rend la concurrence en son sein imparfaite et entre en contradiction avec la logique d'homogénéité d'un marché financier unifié et internationalisé.

Ces traits ont en commun l'importance de l'intervention de l'État. Celle-ci, pour plus discrète qu'elle soit devenue récemment, n'en est pas moins permanente, qu'il s'agisse de l'organisation des pouvoirs au sein des sociétés privatisées, de la création (loin d'être spontanée) des nouveaux marchés à terme ou optionnels, du sauvetage des banques en difficultés ou du contrôle des institutions de surveillance des marchés. Significativement, en 1993 encore, un ouvrage publié sous le titre "le système financier français"¹ s'ouvre par quinze pages de présentation du Trésor public, traite du financement des entreprises privées en vingt pages (sur près de trois cents) pour la plupart consacrées à l'appui que leur accorde l'État.

Depuis 1945, ce sont donc la place centrale de l'Etat et les modalités délicates de son désengagement qui constituent les caractéristiques les plus originales du système financier français. Cette place résulte d'une construction progressive par accumulation de choix essentiellement politiques et non d'un choix fondé sur une théorie économique constituée. Nous nous intéresserons pourtant ici surtout à la logique économique de cette construction et de ses remises en cause, qui furent multiples dès l'immédiat après-guerre².

¹ D. Zerah, *Le système financier français, dix ans de mutations*, La documentation française, 1993.

² La place essentielle de l'État dans le système financier français, et le rôle longtemps mineur des marchés ne relèvent pas à notre sens d'une spécificité française "éternelle". Une connaissance même élémentaire de l'histoire financière française permet en effet de répondre aux affirmations culturalistes sommaires selon lesquelles la faiblesse du rôle des marchés dans le système financier français relèverait du vieux fonds catholique et paysan qui serait demeuré jusque récemment un trait essentiel du tempérament français. Il n'est pour s'en convaincre que de rappeler le développement spectaculaire du marché financier parisien à la fin du XIXe siècle et dans les années 1920, développement que les commentateurs de l'époque (Leroy-Beaulieu, Théry, ...) expliquaient précisément par le profond goût pour l'épargne des populations rurales françaises !

I. L'économie d'endettement

1. Une idée récurrente

Depuis fort longtemps, les économistes s'interrogent sur la possibilité de systèmes financiers permettant une stimulation de la croissance économique : banking school contre currency school en Angleterre, Saint-simoniens contre libéraux en France, keynésiens contre néo-classiques, ces débats trouveraient selon certains historiens leur reflet dans l'opposition d'expériences historiques différentes : ainsi selon Gerschenkron³, l'Angleterre aurait longtemps donné l'exemple de la séparation entre un financement de court terme bancaire et un financement de long terme sur le marché boursier, selon la tradition néoclassique, tandis que l'Allemagne aurait accéléré sa croissance par une tradition de banques mixtes capables de stimuler l'investissement dans des secteurs encore incapables de recourir au marché. Dans les années 1950, une tradition planificatrice soulignait l'efficacité de la gestion de l'économie par l'État (qui économisait les ressources rares, en particulier en recherche d'information, gâchées dans la concurrence), mais elle n'a pas conduit à une école théorique. Cette tradition régulièrement revisitée a conduit plusieurs auteurs⁴ à construire dans les années 1970 sur une base keynésienne le concept d'économie d'endettement comme système financier stable alternatif à l'économie de marchés financiers qui fonctionnerait en particulier aux États-Unis.

La notion d'économie d'endettement se veut cohérente théoriquement (et donc décrivant une situation potentiellement stable), et intermédiaire entre celle de financement administré et celle de financement libre de marché. Elle accorde une place prédominante aux banques comme agents privés assurant l'efficacité de l'allocation des capitaux, tandis que l'État les incite au dynamisme et assure leur stabilité macro-économique. Nous examinons ci-dessous comment on peut relire l'histoire financière de l'après-guerre comme la construction progressive d'une

³ *Economic backwardness in historical perspective*, Cambridge (Ma.) : Harvard U.P., 1962.

économie d'endettement avant d'examiner ses limites et les raisons de sa réforme dans les années 1980.

2. Mise en place et justification de l'intervention de l'État

Au lendemain de la guerre, la plupart des décideurs politiques voire économiques s'accordent à donner à l'État un rôle de premier plan dans la reconstruction : En premier lieu, l'"ardente obligation" prônée par le Plan consiste d'abord à obtenir un accord politique sur un taux d'investissement élevé (qui impose de différer la consommation), accord pour lequel il semble nécessaire d'éviter que ce soit une hausse des profits des entreprises qui finance l'investissement. L'État sera donc responsable de trouver les moyens financiers compensant durablement un taux d'autofinancement faible. Par ailleurs, la crise des années 1930, encore dans toutes les têtes, est attribuée à un libéralisme excessif, et pour la gauche, 1945 est le moment de compléter les initiatives trop bridées du Front populaire.

C'est dans ces deux logiques que l'État se met à la tête de tous les secteurs considérés comme vitaux, par des nationalisations qui touchent (après les chemins de fer et la Banque de France, nationalisés avant guerre, et le pétrole, en partie sous domination étatique dès les années 1920) d'une part le secteur financier (avec les principales banques et compagnies d'assurances), d'autre part l'essentiel du secteur de l'énergie (production et distribution d'électricité et de gaz, production houillère), sans parler de la nationalisation de Renault pour collaboration.

Ces nationalisations ont des effets considérables sur le système financier. En premier lieu, elles ôtent de la cote de la Bourse la plupart de ses valeurs phares et réduisent de moitié environ la capitalisation boursière des actions françaises. D'autre part, elles instaurent la primauté de l'État dans le financement de l'économie par son contrôle sur les principales sociétés du secteur financier. Enfin, elles imposent à l'État de créer des procédures de financement en faveur du secteur nationalisé.

⁴ Leur inspiration se trouve surtout chez J. Denizet, *Monnaie et financement*, 1967 et chez J. Hicks, *La crise de l'économie keynésienne*, 1974. Les principaux membres de ce courant sont V. Lévy-Garboua, G. Maarek, F. Renversez.

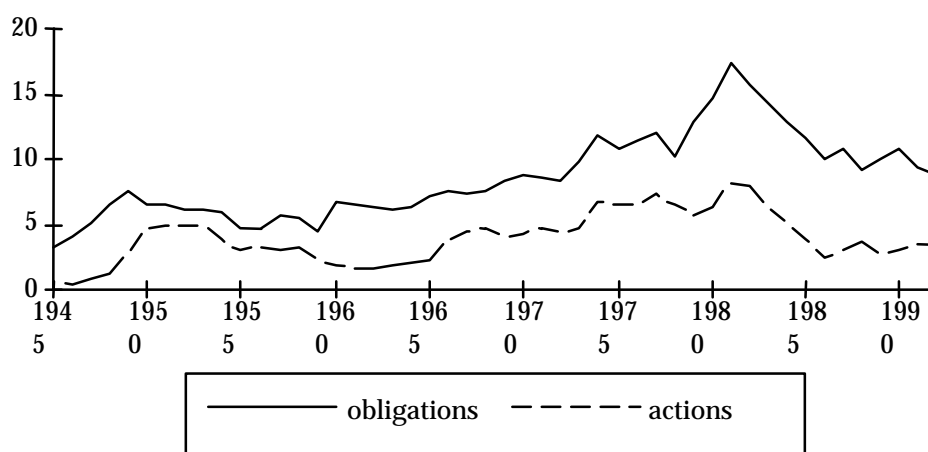
En raison des besoins considérables de ce secteur, et du fait de la dépendance de toute l'économie envers les biens et services qu'il fournit (énergie et transport), l'État va rapidement imposer son contrôle à l'ensemble du système financier. L'instrument principal de son intervention va être très rapidement le Fonds de modernisation et d'équipement (le futur F.D.E.S.), d'abord créé pour distribuer l'aide Marshall mais dont le rôle va s'étendre largement au delà. L'État lui consacre des ressources budgétaires ainsi que celles issues de plusieurs grands emprunts et contrôle ainsi l'essentiel du financement de l'investissement. En 1949, l'État finance ainsi 41% de l'investissement des entreprises (contre 20% à l'autofinancement, 26% au crédit bancaire à court terme, 6% à moyen terme, et 7% aux émissions de titres).

Ce système financier presque entièrement centralisé, qui s'appuie sur le financement monétaire de déficits publics considérables, ce qui conduit à une inflation très rapide entre 1945 et 1952, est remis en cause dès le début des années 1950. Pour limiter le risque inflationniste, une lutte contre le déficit budgétaire est entreprise, qui conduit à sa disparition à partir de 1958. Mais si le financement direct par l'État de l'économie diminue peu à peu, s'y ajoute et s'y substitue peu à peu son influence à travers les grandes institutions financières publiques (Comptes chèques postaux, directement utilisés par le Trésor, Caisse des dépôts et son réseau, Crédit national, Crédit foncier, Crédit agricole), dont les ressources sont affectées sous le contrôle du Trésor et les crédits refinancés par une Banque de France sous la dépendance totale de l'État. La création du crédit à moyen terme mobilisable est l'instrument essentiel utilisé pour stimuler l'investissement. En instaurant des intermédiaires capables théoriquement de refinancer en première instance ces crédits avant le recours à la Banque de France, on cherche ainsi à maintenir un crédit abondant tout en évitant sans monétisation exagérée.

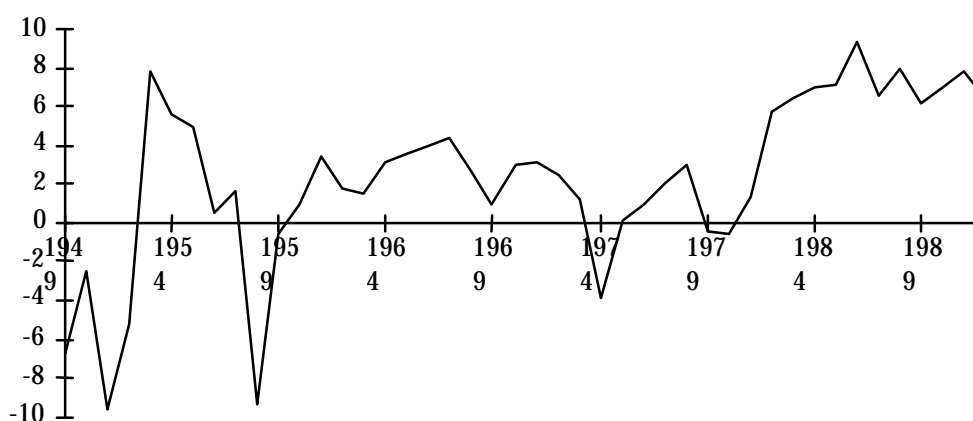
L'État cherche ainsi à constituer un circuit monétaire et financier qui lui permette de stimuler la croissance par la création monétaire ou par une transformation massive d'une épargne liquide en moyens de financement d'investissement à long terme. D'un point de vue macro-économique, il cherche à augmenter le volume de l'investissement en abaissant les taux d'intérêt à long terme par divers moyens (prêts directement octroyés à taux bas par des institutions

financières publiques ou para-publiques, prêts bonifiés ou garantis octroyés par des institutions financières privées). De fait il parvient à maintenir des taux relativement bas, en particulier en termes réels, y compris sur le marché boursier, pourtant le plus libre de ceux sur lesquels il intervenait (graphiques 1 et 2).

Graphique 1: rendements des actions et obligations privées cotées



Graphique 2: taux d'intérêt réel



Cette politique bénéficie en effet de l'importance de l'épargne réalisée et de sa faible élasticité au taux d'intérêt (il est possible que l'effet revenu par lequel une baisse de sa rémunération est favorable à l'effort d'épargne ait même dominé parfois l'effet prix par lequel elle y désincite, en particulier quand les épargnes antérieures

ont été partiellement anéanties par l'inflation, ce qui provoque un effet de reconstitution des patrimoines réels). Enfin, l'État empêche les sorties de capitaux qui pourraient résulter d'une rémunération insuffisante en France par rapport à l'étranger en instaurant un contrôle des changes.

Dans la mesure où le taux d'investissement ainsi obtenu est supérieur à celui qui aurait résulté d'un marché libre (où il convient de noter qu'un endettement extérieur aurait peut-être pu autoriser la même différence entre le taux d'investissement et le taux d'épargne national⁵), et où la productivité de ces investissements est suffisante, il est possible que le taux de croissance obtenu soit plus élevé qu'en économie ouverte. C'est du moins la proposition avancée par les théoriciens de l'économie d'endettement qui présentent comme un ensemble cohérent les caractéristiques ci-dessus.

II. Faiblesses de l'économie d'endettement et tentatives de solution

Les hommes d'inspiration libérale en mesure de décider des orientations de la politique économique (Rueff en 1958, Giscard à partir de 1963) ont rapidement distingué les différents inconvénients d'un système de financement fortement centralisé. Ces inconvénients sont principalement de trois ordres, que nous examinerons dans l'ordre chronologique de leur apparition dans le débat public : imperfection de l'allocation de l'épargne, tendance à l'inflation et au repli sur soi national.

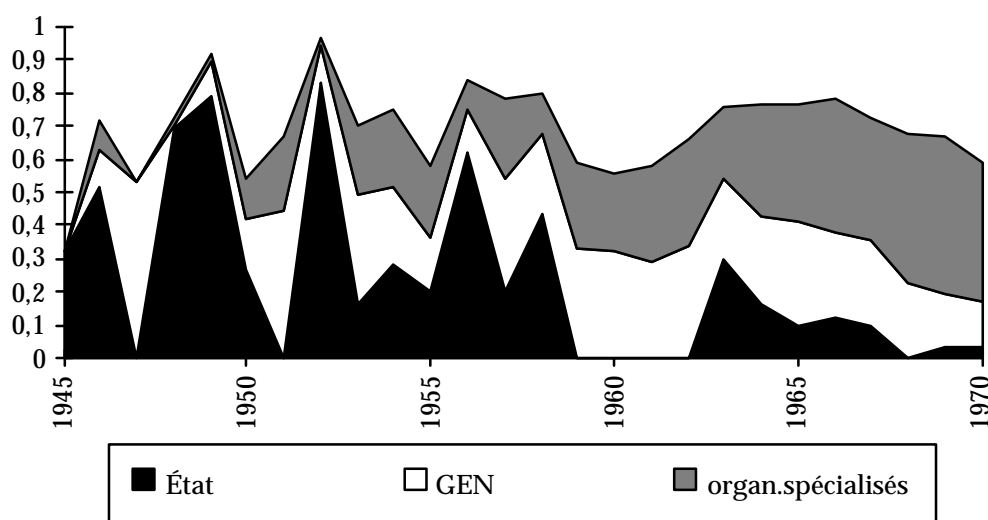
1. L'imperfection de l'allocation de l'épargne

a. Une allocation par l'Etat de plus en plus difficile

La sujétion complète du système financier à l'État a d'abord des conséquences en terme d'allocation de l'épargne. Dans la mesure où le taux d'intérêt est fixé par

l'État à un niveau inférieur à celui qui équilibrerait l'offre et la demande de capitaux, un rationnement de la demande a lieu. Concrètement, le marché financier est segmenté en secteurs auxquels des montants globaux de crédits sont alloués, sous la responsabilité des grandes institutions financières publiques qui se partagent à la fois l'essentiel des ressources d'épargne liquide et la mainmise sur les émissions obligataires sur le marché (graphique 3).

Graphique 3: Principaux émetteurs sur le marché obligataire parisien, 1945-70



Les organismes spécialisés sont principalement le Crédit national, le Crédit foncier, le Crédit agricole. Les GEN sont les grandes entreprises nationales (CDF, EDF, GDF, SNCF, etc.).

Dans ce contexte, les secteurs nationalisés bénéficient d'une priorité que les entreprises privées ne sont pas en mesure de contester (seule la sidérurgie, considérée comme un secteur prioritaire, obtient des crédits d'équipement importants). En effet, les banques sont largement privées de capitaux par le circuit du Trésor, contraintes d'employer une partie de leurs fonds en titres publics (plancher de bons du Trésor, créé en 1945), tandis que l'accès à des financements de marché est fortement restreint par la procédure du calendrier d'émissions sur le marché financier, les restrictions aux emprunts à l'étranger et l'interdiction des instruments financiers en mesure de protéger les souscripteurs contre l'inflation, et

⁵ G. Saint-Paul, "Real and monetary aspects of French exchange rate policy under the fourth Republic", in B Eichengreen (ed.), *Europe's postwar growth revisited*, 1994.

par lesquels des émetteurs privés auraient pu concurrencer les émissions publiques (obligations indexées ou à taux variable).

Dans l'immédiat après-guerre, le choix d'un système financier basé sur l'organisation par l'État de l'allocation de l'épargne à l'investissement n'est probablement que faiblement soumis à la critique la plus forte faite habituellement à l'intervention publique, à savoir l'incapacité de l'État à faire les choix les plus efficaces. En effet, les investissements dans la reconstruction des secteurs de base sont suffisamment nécessaires pour que leur utilité ne soit pas contestable. Le taux de croissance très élevé réalisé durant cette période témoigne d'ailleurs de leur efficacité. Dans la mesure où ces investissements étaient massifs et concentrés, et parfois interdépendants, il est même possible que la centralisation des informations et des décisions ait permis une efficacité supérieure à celle d'un marché.

Rapidement pourtant, on prend conscience que les secteurs nouveaux et ceux de biens de consommation sont largement exclus du financement administré, et que davantage de souplesse est requis. Deux solutions sont envisagées dans une perspective de libéralisation inégalement affirmée.

b. Une solution avortée: la Bourse

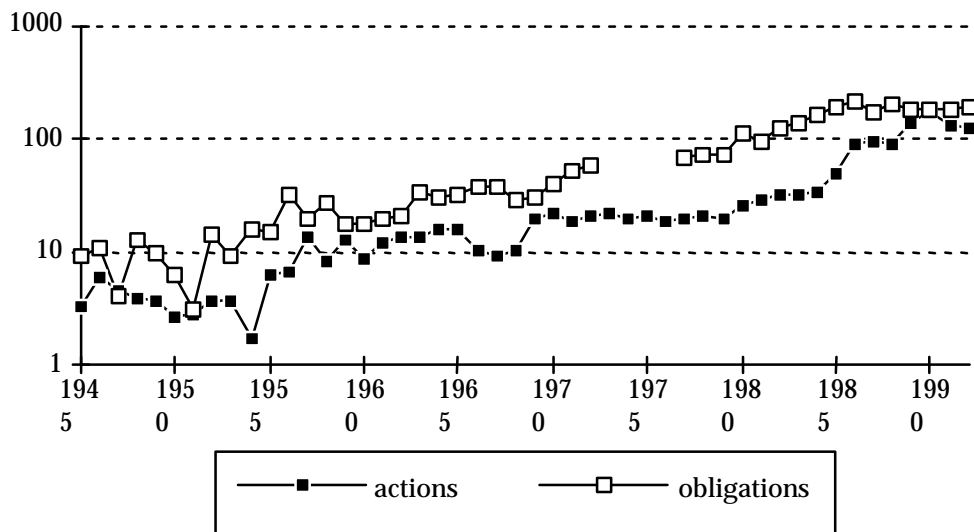
Une première solution semble être de laisser le marché boursier reprendre sa place. À partir de 1952, l'indice du cours réel des actions cesse de baisser et entame une remontée, qui va bientôt de pair avec une reprise des émissions, voire bientôt avec un véritable engouement pour la Bourse (graphiques 4 et 5). Le succès de quelques sociétés nouvelles comme L'Oréal, puis l'enthousiasme pour les découvertes pétrolières du Sahara entraînent une hausse rapide et probablement exagérée en 1961-62.

Graphique 4: indice du cours réel des actions (1938=1)



Remarque : du fait de la distorsion de tout indice dans le long terme, les niveaux atteints aux différents maxima ou minima de la courbe ne sont pas réellement comparables.

Graphique 5: émissions d'actions et obligations (milliards de francs 1980)



Remarque : échelle logarithmique ; les années manquantes résultent de la pratique de méthodes de comptabilisation non homogénéisables avec celles utilisées pour les autres années.

Pourtant, ce succès fait long feu, et de 1962 à 1982 (malgré une petite reprise entre 1967 et 1974), la Bourse connaît un déclin quasi-continu. De nombreux efforts sont pourtant faits pour moderniser et relancer ce marché : suite au rapport Lorrain

(1963), les obligations participantes et convertibles sont introduites, et des emprunts obligataires groupés sont organisés. Les procédures d'émissions sont améliorées après le rapport Leca de 1967, et l'information sur les sociétés cotées est améliorée avec la création de la Commission des opérations de Bourse en 1967. Enfin les SICAV sont créées en 1969. Surtout, une diminution massive de la fiscalité des valeurs mobilières a lieu avec la création de l'avoir fiscal (1960) et du prélèvement libératoire sur les revenus obligataires (1965), en attendant les avantages fiscaux instaurés par la loi Monory en 1978.

Malgré ces réformes, le marché boursier continue de ne jouer qu'un rôle marginal dans l'économie : entre 1960 et 1971, les émissions de titres ne représentent que 18,5% du financement externe des entreprises (publiques ou privées; 22,7% des privées seules), dont 10,1% pour les actions et 8,4% pour les obligations (largement réservées aux entreprises publiques). Entre 1960 et 1969, les titres ne représentent que 14,7% des placements des ménages. Quand ils reprennent en 1981 le titre d'un ouvrage de vulgarisation datant de 1975 pour s'interroger sur "à quoi sert la Bourse ?", F. Caron et J. Bouvier laissent entendre qu'elle n'est qu'un reliquat d'une époque dépassée⁶.

Les raisons de cet échec sont multiples. En premier lieu, le marché est étroit. C'est le cas d'abord du marché des actions, dont la capitalisation est faible du fait de l'importance du secteur nationalisé, et où les sociétés inscrites comme les investisseurs sont relativement peu nombreux. En particulier, les investisseurs institutionnels, tels les sociétés d'assurance, sont contraints par la loi à ne donner aux titres privés qu'une faible part de leur actif. En l'absence d'un marché des actions dynamique créant par la spéculation l'animation nécessaire, c'est l'ensemble du marché financier qui demeure inerte. Ceci est renforcé par les contraintes administratives auxquelles les émissions restent durablement soumises, que ce soit en ce qui concerne leur date de réalisation (calendrier décidé par le Trésor) ou leurs conditions (caractéristiques interdites ou imposées, en particulier en matière obligataire). Plus profondément peut-être, et paradoxalement, l'absence d'une dette publique importante et unifiée nuit au développement du marché. En effet, tout

portefeuille de titres repose traditionnellement (et selon une rationalité confirmée par la théorie financière moderne) sur une base substantielle de titres "sans risque". L'importance des émissions quasi-publiques, très hétérogènes, ne remédie probablement pas à cette lacune. Enfin et surtout, la possibilité de recourir à des financements intermédiés meilleur marché que ceux qu'offre le marché constitue l'obstacle majeur à l'entrée sur celui-ci de nombre d'entreprises.

c. Une solution ambiguë: les banques

L'autre solution au problème d'allocation des épargnes aux investissements consiste à décentraliser et libéraliser l'offre de crédit en la confiant principalement aux banques qui, privées ou nationalisées (BNP, Crédit lyonnais et Société générale) sont gouvernées par les mêmes principes et indépendantes de l'État dans leur gestion. Si quelques pas en ce sens sont entrepris dès le début des années 1960, c'est surtout la réforme bancaire de 1966 qui donne un rôle nouveau et central aux banques. Elle les autorise à créer librement des guichets, à distribuer librement et à leurs propres risques des crédits à moyen terme mobilisables auparavant soumis à l'autorisation préalable du Crédit national ou du FDES. Cette solution permet une meilleure allocation du crédit en fonction des perspectives de productivité, dans la mesure où les banques sont plus proches des entreprises et mieux informées de leurs perspectives.

De fait, la concurrence entre banques devient très forte pour la collecte des dépôts et l'octroi de crédit aux entreprises. On assiste simultanément à une baisse rapide des prêts directs du FDES et à une hausse de la part des banques dans les dépôts et les crédits (cette dernière passe de 41% à 55% tandis que la part du Trésor passe de 35% à 15% des crédits à l'économie entre 1966 et 1973).

Pourtant, on va le voir, cette solution reste ambiguë du fait que les banques sont prisonnières (et bénéficiaires) d'un système financier encore largement administré, ce qui va les rendre participantes du processus inflationniste qui lui est lié.

⁶ F. Braudel et E. Labrousse (eds.), *Histoire économique et sociale de la France*, PUF, 1982, IV, 3, p. 1222

2. La tendance à l'inflation

a) Une création monétaire excessive au cœur du système

Même en se plaçant sur le terrain théorique des défenseurs de l'économie d'endettement, on ne peut manquer de constater la tendance forte à l'inflation qui est contenue dans ce système largement administré. Le principe du multiplicateur keynésien invoqué suppose que l'investissement crée la richesse qui permettra de le financer (ou plus précisément de rembourser les dettes par lesquelles on l'a financé). Mais ceci n'est possible que si la rentabilité de cet investissement est suffisante et donc les choix d'investissement bien faits. Dès lors que l'économie française ne se contente plus d'imiter celle des États-Unis pour entrer dans une logique où l'investissement doit être innovateur, la part des investissements pour lesquels cette rentabilité n'est pas suffisante risque d'augmenter en raison des difficultés d'allocation soulignées ci-dessus. Dès lors que les banques peuvent éviter l'apparition des pertes potentielles correspondantes en augmentant les crédits accordés et en refinançant leurs créances auprès des institutions spécialisées (et en fait, indirectement, de la Banque de France), la création de monnaie conduit à une inflation qui crée ex-post, au niveau macro-économique, l'épargne forcée nécessaire pour financer l'investissement initial.

Plusieurs mécanismes risquent d'aggraver cette tendance inflationniste : ainsi, la faiblesse des taux d'intérêt réels conduit les épargnants, en l'absence de placements alternatifs plus rémunérateurs, à une préférence pour la liquidité qui impose à l'État d'organiser en grand la transformation, avec les risques pour la stabilité du système bancaire et les risques inflationnistes liés. Par ailleurs, les taux d'intérêt ne sont pas maintenus en dessous de leur niveau d'équilibre par la seule création monétaire décentralisée encouragée par l'État. Celui-ci maintient en outre un dispositif considérable d'interventions abaissant les taux d'intérêt pour divers

emprunteurs, qui segmente le marché du crédit et nuit à l'objectif d'allocation optimale.

b) Quelques tentatives pour limiter les risques inflationnistes

La conscience des risques inflationnistes liés à cette rapide création monétaire impose à plusieurs reprises de recourir à un encadrement administratif du crédit, condition du maintien d'un recours sans restriction à l'escompte de la Banque de France. Cet encadrement, qui a déjà existé de 1957 à 1959, reparaît en 1963 et dure, à deux brèves interruptions prêt en 1967-68 et 1971-72, jusqu'en décembre 1984. Il est cependant en partie contradictoire avec la logique de décentralisation de l'octroi de crédits puisqu'il restaure la nécessité d'une allocation centralisée des droits au crédit. En outre, son efficacité pour freiner l'inflation semble faible. Il en est de même des tentatives faites pour limiter le refinancement automatique des banques auprès de la Banque de France : la création d'un marché monétaire basé sur des bons du Trésor négociables détenus par les banques (1963), la réforme du système de mobilisation des crédits à moyen terme mobilisable (1966) sont de peu d'effet. Seul le passage du taux de réescompte au dessus de celui du marché monétaire (1971) est plus efficace, car il tend à mettre un véritable marché monétaire au centre du refinancement des banques.

Toujours pour freiner l'effet inflationniste du système financier, l'État cherche à mettre les entreprises en mesure d'obtenir la rentabilité suffisante pour rembourser leurs dettes et dépendre moins d'un financement externe dont l'importance repose largement sur sa régulation publique (peu de créanciers privés auraient toléré des endettements aussi élevés). Cependant, l'augmentation de la part des profits dans la valeur ajoutée qui en serait la condition est très difficile à obtenir en situation de plein emploi où la croissance des salaires a pris un rythme difficile à modifier. Elle est réalisée dans les années 1960 grâce à une contraction de la part de l'État lui-même (au détriment des investissements publics), et à des efforts particuliers envers les entreprises privées (emprunts d'État d'équipement destinés à des prêts aidés en 1965, 1966 et 1967, multiplication des avantages divers), mais ne mène ce faisant qu'à un renforcement de la dépendance des entreprises envers lui.

c) Aggravation avec la crise

Le début de la crise réduit ces efforts à néant avant qu'ils aient pu modifier réellement le système. Le renforcement des facilités d'accès au crédit est considéré comme nécessaire dans la mesure où le choc pétrolier affaiblit les entreprises et où l'ouverture croissante de l'économie impose des restructurations industrielles importantes. En outre, l'incapacité à faire porter aux ménages le poids de la crise conduit à une détérioration rapide de la part des profits dans la valeur ajoutée qui, sauf à sacrifier l'investissement, conduit l'État à intervenir de plus belle dans l'administration des taux d'intérêt (le nombre de régimes spéciaux augmente sans interruption et atteindra au moins 70 régimes principaux vers 1981, touchant 45% des crédits octroyés) et à renforcer l'encadrement du crédit (tout en multipliant les exceptions à celui-ci). Le système s'emballé alors. La transformation opérée par les banques atteint des niveaux records (la part des crédits à moyen terme financée sur ressources à court terme passe de 50% entre 1964 et 1973 à 70% entre 1974 et 1981). L'endettement des entreprises est d'autant plus préoccupant que le faible niveau des taux d'intérêt réels et le morosité du marché boursier les incitent à le préférer à l'augmentation de leurs fonds propres (la part de ces derniers dans le passif des entreprises passe de 45% en 1961 à 40% en 1967 et à 30% en 1985).

Ce système de report au lendemain des difficultés conduit moins à de véritables restructurations qu'à l'inflation, puisqu'en l'absence d'incitations suffisantes, les banques n'orientent pas nécessairement leurs opérations vers les entreprises les plus rentables.

Alors que dans les années 1960, l'inflation qui reparaisait ponctuellement était à chaque fois vaincue par des plans de stabilisation efficaces ne remettant pas en cause le fonctionnement du système financier (1958, 1963, 1967), au début des années 1970 elle devient permanente et croissante.

Or même dans une économie où nombre de prix sont contrôlés, l'inflation n'est efficace pour augmenter l'épargne que tant qu'elle n'est pas anticipée, de sorte que sa récurrence rend son accélération inévitable. Ses coûts commencent alors à apparaître élevés : redistribution de revenus dans un sens qui n'est pas toujours équitable,

difficulté de prévision pour les entreprises, lisibilité affaiblie des situations des entreprises, d'où prime de risque plus élevée à payer pour obtenir des financements privés.

Plus gravement peut-être, l'inflation entraîne également des modifications de la structure des prix relatifs du fait que les différents secteurs sont inégalement en mesure de modifier leurs prix. Ceci défavorise les secteurs soumis à la concurrence internationale et en particulier les secteurs à forte intensité capitaliste, pourtant ceux dans lesquels la productivité augmente le plus vite. Cet effet est compensé par un fort endettement, facilité par l'État, de ces secteurs (qu'ils soient ou non nationalisés), mais cet endettement les rend dépendant d'un maintien de l'inflation ou au moins de taux d'intérêt réels faibles (cf. INSEE, *Fresque historique du système productif*, série E 27, 1974). La hausse des taux d'intérêt dans les années 1980 frappera au coeur les entreprises restées privées de ces secteurs (sidérurgie, Creusot-Loire), imposant nationalisation ou liquidation.

3. L'ouverture internationale

Dernier inconvénient de l'économie d'endettement : sa contradiction avec l'ouverture internationale de l'économie française. Dans un premier temps, en empêchant les exportations de capitaux, l'État freine l'ouverture de l'économie française et donc lui fait perdre une partie des gains liés au commerce international (gains de l'échange, mais aussi gains liés aux rendements croissants potentiels permis par la spécialisation). Dans un second temps, l'ouverture commerciale choisie dans le cadre du marché commun conduit inévitablement à l'ouverture des échanges de capitaux dans la mesure où le nombre d'entreprises en mesure de choisir dans quelle monnaie emprunter ou prêter croît rapidement

Ainsi, l'ouverture mesurée par le ratio exportations/PIB n'augmente pas durant les années 1950, et n'atteint pas encore son niveau de 1913 au début des années 1970. À partir de ce moment, cette ouverture de plus en plus indispensable à la croissance remet donc en cause progressivement l'efficacité du contrôle des changes et donc la stabilité de l'économie d'endettement. En effet, alors que dans les

années 1950 et 1960, le taux d'intérêt administré fixé en France était proche des taux mondiaux quoique inférieur au taux d'équilibre français en économie fermée (ce qui correspond au fait qu'en l'absence de restrictions la France aurait importé des capitaux), l'inverse se produit dans les années 1970, où les taux mondiaux augmentent davantage que les taux français, de sorte que le contrôle des changes est de plus en plus indispensable au maintien de taux bas en France. La contradiction entre fermeture croissante nécessaire au maintien du système financier et ouverture imposée par l'intégration économique européenne et mondiale s'exacerbe donc.

L'économie d'endettement ne représente ainsi à notre sens pas un système cohérent mis en place consciemment, mais le simple résultat de la transformation partiellement réussie d'un système entièrement administré. Elle correspond à un état particulier de la société française, qui a probablement mieux accepté un changement structurel rapide dans la mesure où il était organisé et administré. Mais les défauts de ce système, qui restaient peu graves tant que l'économie française se développait principalement tournée vers elle-même, dans un environnement technologique et international stable et connu, se bloque dès lors que ces conditions ne sont plus réunies.

III. Vers une économie de marché financier

1. Les réformes

Après avoir entre 1981 et 1983 mené à son paroxysme la logique de l'économie d'endettement, c'est paradoxalement un Président de la République socialiste qui engagera sa liquidation. À la prise de conscience des arguments ci-dessus (et en particulier de la nécessité de choisir entre le repli sur soi et le maintien des engagements européens) s'ajoute pour mener à cette décision l'explosion de la dette publique, dont le placement dans des conditions correctes impose la création d'un marché financier plus large (cette dette est elle-même d'ailleurs le résultat en partie de la crise, en partie des politiques récentes, en particulier des nationalisations, mais

aussi largement de la hausse des taux d'intérêt réels qui a lieu alors à l'échelle mondiale).

Les réformes mises en place par le ministre des finances Bérégovoy à partir de 1984 visent à établir un marché financier et monétaire unifié où les taux d'intérêt soient librement fixés (sous réserve d'interventions de la Banque de France). À l'inverse des efforts de toute la période précédente pour éviter les arbitrages et la concurrence entre segments différents du marché, elles créent les marchés permettant l'établissement rapide et efficace de ces arbitrages. Dès 1983, la création du marché à règlement mensuel unifie les cotations en Bourse. La même année est créé le second marché, qui doit permettre l'accès en Bourse d'entreprises plus petites et restant essentiellement familiales. En 1984, l'encadrement du crédit est supprimé, en 1985 les certificats de dépôts sont créés et le marché monétaire ouvert aux non-banques. Le MATIF est créé pour permettre la pratique des opérations à terme, puis le MONEP pour les options négociables. La loi du 22 janvier 1988 organise la fin progressive du monopole des agents de change, qui prendra effet début 1992. La concurrence s'instaure alors librement entre des sociétés de Bourse qui sont désormais renforcées pour la plupart d'entre elles par l'intégration à des groupes bancaires ou financiers français ou étrangers. À deux reprises en 1985 et 1989, la COB voit son pouvoir et son indépendance renforcées, ce qui contribue à augmenter la crédibilité et donc l'attrait du marché parisien aux yeux des investisseurs internationaux. Enfin, le démantèlement du contrôle des changes a lieu progressivement entre 1985 et 1989, permettant une intégration complète du marché financier français dans le marché mondial.

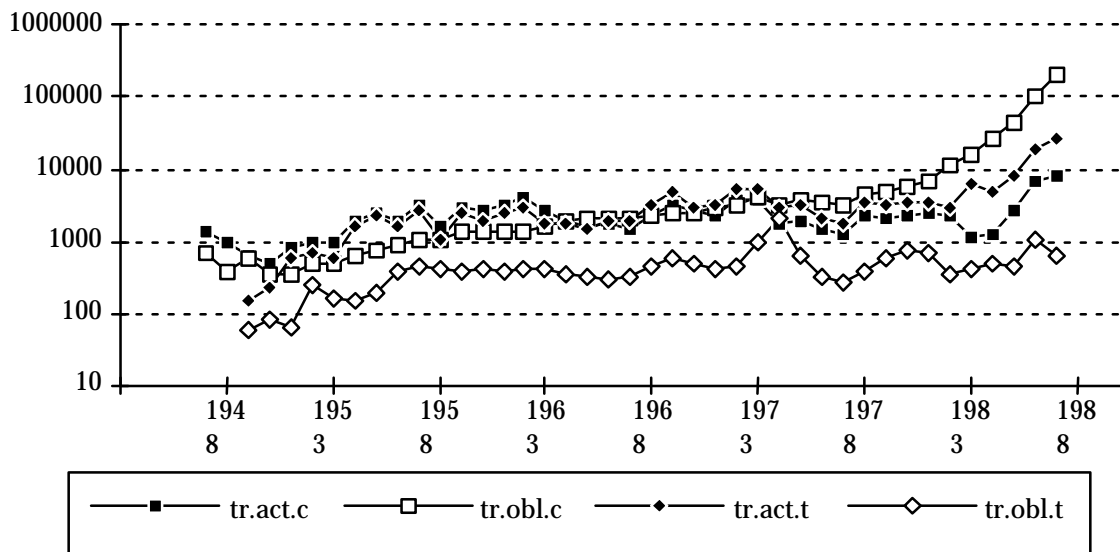
Ces réformes sont rapidement suivies d'effet.

La place du marché des titres dans l'économie augmente fortement. La hausse de la Bourse commence paradoxalement dès 1982 (peut-être parce que du fait des nationalisations le nombre de titres disponibles diminue alors que la demande ne baisse pas). Elle s'accélère en 1986-87 (de même que partout dans le monde), et semble plutôt stimulée par des privatisations absorbées sans difficultés. Le krach de 1987 est rapidement suivi d'une reprise qui amène des cours records en 1989. Les émissions de titres connaissent également des niveaux records, en particulier en ce

qui concerne les actions (les émissions d'obligations, plus importantes en volume total, doivent être analysées en tenant compte de la part toujours considérable des émissions des institutions publiques et de celle croissante des émissions de l'État lui-même ; cette dernière augmentant massivement depuis la fin des années 1970 et atteignant de l'ordre de la moitié du total au début des années 1990). On constate cependant que, comme leurs cours, les montants des émissions de titres connaissent des fluctuations importantes en fonction de la situation du marché. Le volume des transactions boursières augmente encore plus rapidement que les cours et les émissions (à une moyenne de l'ordre de 30% par an sur les vingt dernières années), traduisant l'émergence d'une gestion financière passant systématiquement par le marché (graphiques 6 et 7). Il dépasse les 1000 milliards de francs pour les seules actions françaises en 1994 et 1995, de sorte que malgré l'augmentation de la capitalisation boursière, la liquidité des titres cotés a fortement augmenté. Le seul MONEP réalise en 1995 des transactions portant sur près de 9 millions de contrats représentant un montant de près de 26 milliards de primes. Enfin, le nombre de particuliers détenteurs de titres a augmenté massivement, que ce soit directement (près de 6 millions d'actionnaires et 4 d'obligataires) ou surtout indirectement (11 millions de détenteurs de parts de SICAV en 1992). Au total, le nombre de détenteurs de titres serait de l'ordre de 14 millions.

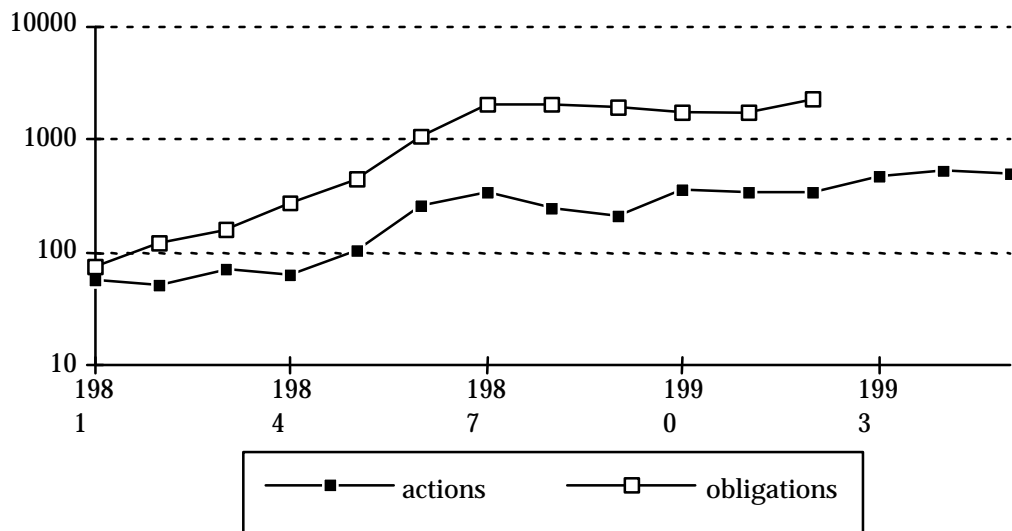
La désintermédiation est en marche : les entreprises se financent de plus en plus par des instruments de marché et de moins en moins par des crédits bancaires (intermédiés). Même si elles sont elles-mêmes fréquemment acheteuses de titres (de sorte que les flux nets en leur faveur à cet égard sont moins importants que les flux bruts), ce changement est également un signe du rôle croissant du marché. De même, quand les crédits bancaires reprennent du fait de poussées d'investissement (comme en 1990), ils sont désormais adossés à un passif bancaire largement composé de titres, ce qui rend les comportements des banques de plus en plus proches de ceux des marchés.

Graphique 6: transactions sur le marché boursier parisien (1947-88)



Légende : montants en millions de francs 1980. Tr.act.c signifie transactions sur actions au comptant (respectivement obl pour obligations et t pour terme). Une rupture des séries en 1983 provient de la modification des situations relatives du terme et du comptant du fait de l'apparition du règlement mensuel.

Graphique 7: transactions sur le marché parisien, 1981-1995 (milliards de fr. 1980)



Enfin, l'autofinancement des entreprises augmente grâce à la fois à une baisse du taux d'investissement et à une hausse des profits (la part des profits dans la valeur ajoutée augmente de près de moitié entre le début (autour de 22%) et le fin des années 1980 (plus de 30%). Ceci, joint au renforcement de leurs fonds propres grâce aux émissions d'actions, permet aux entreprises de se désendetter fortement, politique rendue nécessaire par des taux d'intérêt réels très élevés qui rendent l'effet de levier défavorable (à l'inverse de la situation des années 1970). Ce faisant, les entreprises renforcent également leur stabilité et leur capacité à investir quand elles en perçoivent l'utilité.

2. Coûts et avantages du changement

À court terme, les coûts du changement de système financier sont très élevés : la hausse des taux est d'autant plus difficile à supporter pour les entreprises qu'elles ont hérité des périodes précédentes un endettement considérable. On considère parfois que les PME sont victimes de ce qu'elles sont les dernières entreprises à recourir au crédit des banques, qui profiteraient de leur position de force pour leur imposer des taux particulièrement élevés (en réalité, la concurrence bancaire rend ce comportement difficile, et il semble plutôt que les PME souffrent de la fin des crédits bonifiés et des garanties publiques dans une période de taux réels élevés).

Le système bancaire lui-même est frappé par le recours direct des entreprises au marché monétaire ou obligataire (un certain nombre de grands groupes industriels iront jusqu'à pratiquer des opérations financières sophistiquées, en l'absence de réglementation, y laissant parfois des pertes considérables). Le développement des SICAV diminue les ressources gratuites des institutions financières, dépôts à vue des banques et dépôts dans les caisses d'épargne, et impose un coût croissant des ressources alors même que les taux des crédits effectués augmentent plus lentement. Les banques se voient forcées de se reconvertir partiellement (avec les coûts que cela suppose) d'une activité de crédit à une activité de services financiers. Cette obligation est d'autant plus difficile à supporter qu'elle se conjugue avec la crise de la dette des pays en voie de développement, dans laquelle les banques françaises sont fortement impliquées, et avec le renforcement de

la concurrence des anciens réseaux spécialisés créés par l'État et destinés auparavant à segmenter le marché (Crédit agricole, réseaux mutualistes, Poste, caisses d'épargne), dont nombre des privilèges sont maintenus. Leurs difficultés financières les amènent durant les périodes de spéculation de la fin des années 1980 à prendre des risques dans des activités pour lesquelles leur expérience est insuffisante (en particulier l'immobilier), ce qui conduit certaines à la faillite ou impose à l'État de les secourir (Crédit lyonnais).

À long terme en revanche, il est plus difficile de savoir quelles sont les conséquences de ce nouveau système de financement. D'un côté, le coût de fonctionnement du système financier lui-même a certainement fortement diminué (et cette tendance devrait se confirmer au moins si la concurrence est étendue à l'ensemble de l'activité bancaire); l'allocation des capitaux est probablement améliorée et les entreprises ne sont plus contraintes quantitativement dans leur besoins de financement. En particulier, l'intégration aux marchés internationaux de capitaux permet de chercher à l'extérieur les financements éventuellement nécessaires. En revanche, les fluctuations économiques d'origine internationale ne sont plus amorties comme elles l'étaient auparavant, ce qui est déjà visible dans l'intensité plus grande des crises, financières comme économiques (1993). Il est difficile de juger si la baisse du taux d'investissement résulte en partie du changement de système financier. Il est clair en tout cas qu'en facilitant le passage à un fort autofinancement, elle a facilité ce changement. Or les expériences anglo-saxonnes montrent qu'un niveau élevé d'autofinancement est une condition nécessaire du bon fonctionnement d'un système financier centré sur des marchés. Enfin, la même comparaison montre que le nouveau système financier français risque d'être fragile tant que des détenteurs durables et structurels de titres en quantités importantes n'apparaissent pas. Les participations croisées entre grandes entreprises et la subsistance d'un capitalisme familial ne semblent pas des solutions suffisantes à ce problème.