

Finance et économie réelle

Les marchés financiers français : une perspective historique

Comprendre les
marchés financiers
Cahiers français
n° 361

Finance
et
économie réelle

8

Dans la plupart des pays développés, les marchés financiers ont connu un essor rapide et important entre les années 1970 et 1990, après une longue période où ils ont occupé une place mineure dans le financement de l'économie. Cette phase n'est pas sans précédent, dans la mesure où le développement de la Bourse au XIX^e siècle avait déjà permis l'avènement de marchés financiers puissants. Pierre-Cyrille Hautcoeur, Paul Lagneau-Ymonet et Angelo Riva montrent toutefois, en se concentrant sur le cas français, que les deux mouvements sont bien distincts : alors que la Bourse d'avant 1914 offrait un cadre public et réglementé pour les échanges de capitaux, la finance contemporaine opère dans des structures de marché de plus en plus opaques, du fait, notamment, de la transnationalisation des investisseurs et de la privatisation des transactions.

C. F.

À la fin des années 1970, les marchés financiers ne jouaient qu'un rôle marginal dans l'économie française ; aujourd'hui, ils occupent une position cruciale, puisque leur réaction conditionne le succès de nombre de politiques économiques comme de décisions managériales. Cet article vise à rappeler comment l'on est passé en si peu de temps d'une économie caractérisée par la marginalisation des marchés financiers à une économie dominée par eux. Pour ce faire, il analyse les

transformations propres à l'économie française, mais aussi celles de son insertion internationale, notamment européenne. Car la tendance est générale : si le retour en force des marchés fut plus tardif en France qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni, le même mouvement de fond affecte toutes les économies développées, y compris les plus rétives comme l'Allemagne ou le Japon.

Après avoir rendu compte de la renaissance des marchés financiers français depuis les années 1980, nous reviendrons sur leur développement dans la longue durée. En comparant le développement des marchés financiers avant 1914 et aujourd'hui, nous montrerons que l'évolution contemporaine des marchés financiers ne réplique pas celle du XIX^e siècle. La privatisation des échanges, l'avènement de la finance institutionnelle et la transnationalisation des banques et des marchés sont des spécificités contemporaines. Si le « monde d'hier » était largement internationalisé et ouvert pour le capital, les marchés financiers et leurs principaux opérateurs restaient fondamentalement nationaux, du moins dans les pays dominants tels que la France de la « Belle Époque ». À la lumière de cette comparaison, nous reviendrons enfin sur les tensions et les risques pour l'économie que recèle l'organisation actuelle des marchés financiers.

De l'économie administrée au retour des marchés financiers

Le système financier d'après-guerre remis en cause par l'ouverture internationale

Dans les années 1970, des économistes d'inspiration keynésienne (Jean Denizet, John Hicks, Vivien Lévy-Garboua) ont proposé le concept d'« économie d'endettement » pour rendre compte du système financier français des années 1960. L'économie d'endettement permettait selon eux de rendre compatible un crédit abondant et l'absence d'inflation excessive grâce à la concurrence et à la décentralisation dans l'octroi du crédit par les réseaux bancaires et à leur contrôle par l'État et sa Banque centrale. Rétrospectivement pourtant, le système de cette époque n'est pas si cohérent ni stable, et semble une étape dans la transformation progressive du système financier administré d'après-guerre.

Dès les années 1950, des hommes politiques et des fonctionnaires néo-libéraux cherchent, sans succès, à rendre aux marchés financiers un rôle plus important dans le financement de l'économie alors presque entièrement contrôlé par l'État. La promotion des marchés devait contribuer au financement non inflationniste des entreprises et permettre à la politique monétaire de se concentrer sur la maîtrise de l'inflation. La transformation du système financier est alors aussi envisagée comme le moyen de dépasser deux limites du système financier administré

hérité de la reconstruction : l'imperfection croissante dans l'allocation de l'épargne (qui contribue d'ailleurs à l'inflation) et le contrôle des changes. Relativement maîtrisables dans un environnement technologique et international stable, ces inconvénients deviennent après 1970 des verrous qui étranglent la croissance lorsque le choix européen et l'essor, à Londres, des euromarchés rouvrent les frontières du système financier national. La part des profits dans la valeur ajoutée s'effondrant, les entreprises n'investissent plus qu'au prix d'un endettement croissant, que l'État soutient de manière sélective. Cette allocation administrée de l'épargne est cependant affectée par des finalités politiques et sociales, de sorte que l'encadrement du crédit contribue moins aux restructurations industrielles qu'à l'accélération de l'inflation, qui malmène les fragiles équilibres des entreprises françaises soumises à la concurrence internationale (Hautcoeur, 1996 ; Quennouëlle-Corre, 2000 ; Feiertag, 2006).

L'ouverture de l'économie française remet aussi en cause le contrôle des mouvements de capitaux. Quand, en outre, l'environnement international devient instable avec la fin du système de Bretton Woods, le contrôle des changes ne se maintient que par un durcissement des règles pour les acteurs nationaux, tandis que les multinationales y échappent par des jeux d'écritures et recourent aux marchés internationaux de capitaux, une situation intenable à terme mais qui survit jusqu'à la fin des années 1980, lorsque le contrôle des changes est abandonné.

Enfin, le ralentissement de la croissance puis les politiques monétaires restrictives mises en place au Royaume-Uni et aux États-Unis à partir de 1979 mettent en évidence le caractère insoutenable de la dette accumulée par les grandes entreprises durant la décennie précédente, précipitant soit leur liquidation soit leur recapitalisation et leur restructuration par voie de nationalisation en 1982. L'État assume une part des coûts, au prix d'une augmentation très rapide de sa dette, qui ne peut plus être financée que s'il existe un marché financier rénové et internationalisé.

Les réformes des années 1980

Les réformes mises en place, en France, à partir de 1984 visent à établir un tel marché financier et un marché monétaire unifié pour la conduite d'une politique monétaire anti-inflationniste. Le démantèlement du contrôle des changes depuis 1986 permet l'intégration du marché financier français dans le concert mondial. Des nouveaux marchés de produits dérivés voient le jour en France en 1986 et 1987, et en 1988, la loi organise la fin progressive du monopole sur l'intermédiation boursière des agents de change (Feiertag, 2001 ; Lagneau-Ymonet et Riva, 2010).

Ces réformes sont rapidement suivies d'effet. Les marchés financiers se développent très rapidement : les cours et les émissions d'actions et d'obligations explosent ; les volumes de transactions boursières s'envolent. Comme à l'étranger, le décloisonnement des marchés et la loi bancaire de 1984, qui promeut la banque universelle, précipitent la concentration du secteur bancaire autour de

« champions nationaux » capables de tenir leur rang face aux colosses bancaires anglo-saxons.

Le krach de 1987 s'avère sans effets durables (hormis la mise à mal du programme de privatisations) et les marchés continuent de se développer dans les années 1990, durant lesquelles l'intégration financière européenne et mondiale s'accroît. En fluidifiant les transferts de capitaux et de risques *via* les marchés financiers dérivés, la politique monétaire expansive qui, depuis 1987, s'impose comme la principale réponse des banques centrales (notamment la Réserve fédérale américaine) aux crises entretient aussi les « déséquilibres globaux » de l'économie mondialisée (en particulier les déficits de la balance des paiements américaine et les excédents japonais puis, plus récemment, chinois). L'importation de biens depuis les pays émergents contient certes l'inflation dans les pays occidentaux, mais les années 1990 et 2000 sont scandées par la formation et l'éclatement de bulles qui traduisent l'essor incontrôlé des marchés d'actifs financiers. Pour autant, le paradigme dominant parmi les financiers et leurs régulateurs reste celui de marchés « efficaces » et donc « autorégulateurs » ; et l'argument central demeure le même : par la liquidité qu'ils procurent aux investisseurs, ces marchés seraient en mesure d'allouer au mieux les risques tout en fournissant les moyens de s'en défaire sans difficulté.

La libéralisation des bourses dans les années 1990 et 2000

Les politiques de dérégulation financière, soutenues par les principales institutions financières qui en sont les premières bénéficiaires, affectent aussi l'organisation des marchés eux-mêmes. Longtemps organisées selon des formes mutualistes, les bourses fonctionnaient comme des monopoles locaux fortement régulés. Au cours des années 1990, elles se transforment en sociétés par actions mues par la recherche du profit, et à l'aube des années 2000, elles se font coter sur les marchés qu'elles gèrent. D'institutions qui organisaient la concurrence entre intermédiaires et la publicité de leurs échanges, les bourses entrent en concurrence avec les systèmes d'échange privés et les banques internationales pour capter les profits de l'intermédiation financière.

Cette concurrence est institutionnalisée en Europe par la directive Marchés d'instruments financiers (MIF). Entrée en vigueur en 2007, cette directive abolit – dans les pays où il existait encore, comme la France – le monopole des bourses, autorisant ainsi la création de plateformes alternatives et opaques, sans pour autant s'attaquer à la croissance exponentielle des marchés de gré à gré. Dans l'esprit des législateurs, acquis à la théorie financière *mainstream*, la concurrence devait réduire les coûts de transaction et donc accroître la liquidité des marchés, ce qui *in fine* allait diminuer le coût du capital pour les émetteurs. Elle devait en outre favoriser l'intégration du marché financier européen, morcelé par les clivages hérités des histoires financières particulières des pays membres de l'Union. Dans ce mouvement, la Bourse de Paris a d'ailleurs joué un rôle primordial : démutualisée en 1988, elle a participé à la

constitution du groupe Euronext en 2000 avec les bourses de Bruxelles et Amsterdam, rejointes deux ans plus tard par Lisbonne et la Bourse londonienne de produits dérivés (Liffe). En 2006, Euronext fusionne même avec le New York Stock Exchange (NYSE). Mais en 2011, la direction américaine du nouveau groupe accepte une fusion avec Deutsche Börse, la rivale en Europe continentale de la Bourse de Paris qui avait refusé ses offres de fusion en 2006. Pour la place financière de Paris, c'est un camouflet annonciateur de sa marginalisation dans le concert international (Hautcoeur, Lagneau-Ymonet et Riva, 2010 ; Callaghan et Lagneau-Ymonet, 2010).

Le retour au « monde d'hier » ?

Ce n'est donc que dans les années 1990 que les marchés financiers ont recouvré un niveau de développement comparable à celui de la Belle Époque, après le grand recul amorcé en 1914 qui les avait relégués à la portion congrue. Selon l'interprétation traditionnelle, la crise de 1929, la Seconde Guerre mondiale et leurs conséquences sociopolitiques avaient en effet donné le coup de grâce à des marchés déjà fragilisés par l'inflation de la Première Guerre mondiale et par les dérèglements monétaires et les spéculations hasardeuses des années folles. L'hostilité des gouvernements envers la finance, tenue responsable de la dépression, aurait conduit à une « répression financière » qui aurait empêché le développement des marchés des années 1930 aux années 1960 ou 1970. Plus profondément sans doute, le développement des grandes entreprises les avait amenées à s'autonomiser de leurs actionnaires et à autofinancer leurs investissements et l'innovation quand elles ne recouraient pas au crédit bancaire (largement public dans la France de l'après-guerre).

Le développement de la Bourse au XIX^e siècle

Rétrospectivement, il apparaît que la spécificité du long XIX^e siècle réside dans l'avènement d'un marché centralisé, la Bourse, pour l'émission et la négociation de titres publics et privés. Certes, un marché financier décentralisé organisé par les notaires permettait déjà, sous l'Ancien Régime, le financement des agents privés alors que la Bourse était réservée aux titres publics. Les premiers bénéficiaires privés de ces marchés renouvelés sont les compagnies de chemins de fer, dont les émissions absorbent 1 % du PIB par an pendant plusieurs décennies, bien au-delà des capacités de financement de quelque institution financière que ce soit. Le système bancaire, qui change d'échelle dans la seconde moitié du siècle avec la création de banques de dépôt (Société générale, Crédit lyonnais) et de banques d'affaires (Crédit mobilier, Banque de Paris et des Pays-Bas), s'appuie d'ailleurs sur la Bourse pour se financer lui-même, et pour satisfaire les besoins de financement à long terme de ses clients, dont

il place sur le marché actions et obligations. Après les chemins de fer viennent ainsi les services de distribution de gaz, d'eau, d'électricité, les transports urbains, voire la sidérurgie, les industries métallurgiques, chimiques ou électriques. La libéralisation des sociétés anonymes, les réformes du droit des faillites, la légalisation des opérations à terme mise en place entre 1860 et 1890 accompagnent alors la transformation du capitalisme français et l'essor de ses marchés financiers (Hautcoeur, 2007).

À la veille de 1914, la place financière de Paris est la deuxième dans le monde, après Londres. La capitalisation des titres cotés à la Bourse de Paris représente environ trois fois le PIB et les valeurs mobilières environ la moitié de la fortune nationale. La puissance de l'épargne, alimentée par une balance commerciale favorable, ainsi que l'attractivité de ses structures de marché font de la France le deuxième exportateur mondial de capitaux : les titres étrangers constituent la moitié de la capitalisation parisienne. De par sa relative stabilité, le marché boursier joue alors un rôle pivot, non seulement en France mais aussi en Europe, incontestable centre de gravité de la finance mondiale caractérisée alors par la plus complète liberté des mouvements internationaux de capitaux et par la stabilité de l'étalon-or (Flandreau et Zumer, 2004 ; Michie, 2006 ; Hautcoeur, 2007).

L'organisation des marchés parisiens

Cette position centrale doit beaucoup à l'organisation particulière des marchés parisiens qui leur assure alors à la fois dynamisme et sûreté. En effet, Paris abrite un marché officiel (le Parquet) et un marché officieux (la Coulisse) présentant des combinaisons de garantie des opérations et de liquidité complémentaires, et donc à même d'attirer des catégories différentes d'émetteurs et d'investisseurs (Verley, 2007).

Le Parquet est le marché réglementé géré par la Compagnie des agents de change (CAC), corporation de 60 officiers ministériels (70 après 1898) bénéficiant d'un monopole légal sur les transactions sous la tutelle du ministère des Finances. Ces intermédiaires purs sont responsables, sans limites et solidairement, des opérations qu'ils concluent à la criée (en public donc) pour le compte de leurs clients et offrent d'importantes garanties aux investisseurs. Pour contenir les risques inhérents à l'échange boursier (le défaut d'un client et la défaillance d'un ou plusieurs confrères) les agents de change ont façonné un dispositif institutionnel relativement transparent et sûr. Par de strictes règles d'échange et d'admission à la cote et par un contrôle serré de l'activité de ses membres, la CAC contribue non seulement à stabiliser le marché en réduisant la probabilité de défaut des agents et la volatilité des prix, mais aussi à légitimer les opérations boursières, y compris les plus spéculatives. La CAC a mis au point dès le début du siècle un système de règlement-livraison sûr en étroite collaboration avec la Banque de France qui ne manque pas de la secourir quand elle vient à manquer de liquidité.

À l'opposé, la Coulisse est un marché faiblement organisé, longtemps illégal, mais *de facto* toléré, voire protégé par

les pouvoirs publics qui l'utilisent pour placer les emprunts d'État. Ses membres, souvent bien insérés dans les réseaux internationaux de la finance européenne, agissent comme intermédiaires et comme contrepartistes. Sans *numerus clausus*, les exigences pour devenir coulissiers sont faibles. Ce marché est opaque : les transactions sont bilatérales, les prix d'échange ne sont pas enregistrés et font l'objet de publication sans garantie d'authenticité. Aucun critère d'admission des titres aux négociations n'existe avant le début du XX^e siècle, la Coullisse négociant donc nombre de titres, notamment étrangers, qui ne satisfont pas aux critères d'admission du Parquet. Les investisseurs ne bénéficient comme garantie que des maigres capitaux des coulissiers. En revanche, ils disposent de la plus grande latitude pour mener leurs affaires.

Ces différences radicales entre les deux marchés expliquent leur spécialisation ; la concurrence, rude, ne se développant que sur les créneaux les plus profitables. Le Parquet a un quasi-monopole sur les opérations au comptant et sur les entreprises françaises plus établies, tandis que les coulissiers pratiquent essentiellement les opérations à terme sur sociétés étrangères, pour lesquelles ils ont la possibilité d'opérer pour leur propre compte en exploitant leur supériorité d'informations sur les épargnants ordinaires. La compétition entre les deux marchés se concentre sur ce qui constitue alors les supports privilégiés de la spéculation : les titres publics français et étrangers. Logiquement, les particuliers envoient essentiellement leurs ordres au Parquet, alors que les professionnels partagent leurs ordres entre les deux marchés (Hautcoeur et Riva, 2011).

La crise financière de 2007-2010 à la lumière de l'histoire des marchés financiers français

Les spécificités de la finance contemporaine par rapport à celle du XIX^e siècle

En ce début de XXI^e siècle, les marchés financiers jouent comme à la Belle Époque un rôle central dans l'économie. Pourtant, leur évolution contemporaine ne reproduit pas celle du XIX^e siècle. En particulier, trois traits spécifiques caractérisent la finance de ces dernières années : l'avènement de la finance institutionnelle, la transnationalisation des investisseurs institutionnels, et la privatisation des échanges.

L'essor des investisseurs institutionnels

Alors que 90 % des actions américaines étaient détenues directement par les ménages en 1950, cette part s'est réduite en 2007 à moins de 30 % ; encore s'agit-il

essentiellement des dirigeants d'entreprises, les managers, qui détiennent des actions des sociétés qu'ils dirigent. Les investisseurs institutionnels (fonds de pensions, sociétés d'investissement, assurances, banques et fondations) sont aujourd'hui les détenteurs des actions (Zingales, 2009). Il en est de même en France. Avant la Première Guerre, 3 millions de personnes détenaient de la rente française, et 1,7 million des obligations de chemins de fer. Ces chiffres s'effondrent après 1929. Mais après une reprise rapide à la fin des années 1980 (en particulier du fait des privatisations), le nombre d'actionnaires directs recule aujourd'hui au profit de la détention indirecte à travers des institutions (OPCVM, assurance-vie, épargne salariale). Même si la France est, avec l'Italie, le pays de l'OCDE où la part des actions détenues par les banques et les assurances est la plus faible, ces dernières étaient déjà, à la fin des années 1990, les principaux actionnaires des grandes capitalisations françaises. La part prépondérante des investisseurs institutionnels a radicalement changé la nature des marchés financiers en favorisant une gestion qui accroît fortement les volumes échangés et leur sensibilité aux variations des cours.

La transnationalisation des investisseurs

Ce changement se redouble d'un ample mouvement de transnationalisation des opérateurs financiers (James et Kobrak, 2009). Au début du XIX^e siècle, des flux internationaux de capitaux d'importance comparable à ceux que l'on observe aujourd'hui étaient organisés par des institutions bancaires privées qui les dirigeaient vers leurs destinations par le biais d'un réseau de correspondants indépendants (Flandreau et Zumer, 2004 ; Michie, 2006). Quant au marché secondaire, si les principales bourses cotaient des quantités considérables de titres étrangers, les opérateurs y étaient principalement nationaux, les arbitrages se faisant à travers des réseaux de correspondants sur les autres marchés. Aujourd'hui, les multinationales de la finance installent des filiales dans toutes les places financières du globe : par des réseaux informatiques à débit toujours plus élevé, elles ont internalisé une part croissante des transactions qui auparavant se faisaient entre des entités distinctes : des multinationales se sont substituées aux réseaux et aux marchés. Cette évolution a rendu opaques les transactions ainsi internalisées.

La privatisation des échanges

L'opacité du système financier a surtout été accrue au XXI^e siècle par la privatisation des échanges et des dispositifs qui les rendent possibles. Fernand Braudel avait déjà magistralement démontré comment la tension entre les dispositifs d'échange transparents et opaques est inhérente au capitalisme (Braudel, 1979). Si les autorités publiques ne les contraignent pas, les plus gros opérateurs professionnels ont toujours intérêt à échanger sur un marché opaque, dans la mesure où ils tirent le meilleur parti d'une information qu'ils peuvent ne pas dévoiler au reste des intervenants. Ils ont donc

un intérêt structurel à l'institutionnalisation de l'opacité des transactions, qu'ils promeuvent en célébrant l'autorégulation et l'ordre spontané des marchés. Le XIX^e siècle rappelle, au contraire, ce que le développement ordonné des activités financières doit à la dualité complémentaire, garantie par les pouvoirs publics, entre les bourses réglementées et les marchés de gré à gré.

Depuis les années 1990, les politiques de dérégulation ont rompu cet équilibre. Plutôt que de diminuer le coût du capital et de fournir à tous les intervenants une liquidité nécessaire, la libéralisation des marchés financiers a créé une structure de marché d'autant plus opaque que la reconsolidation de l'information boursière – dispersée entre un nombre croissant de systèmes d'échange alors qu'elle se concentrait auparavant sur les seules bourses officielles – est *de facto* le privilège d'un nombre restreint d'opérateurs transnationaux qui peuvent maintenant contrôler tous les profits générés par la finance : comme originateurs organisant les émissions, comme opérateurs pour compte propre, collecteurs d'ordres, actionnaires des bourses et des plateformes alternatives, et comme conservateurs.

Les dangers liés à l'opacité des structures de marché

La globalisation financière du XXI^e siècle se développe donc dans des structures de marché tellement opaques qu'il

devient impossible de contrôler la liquidité pléthorique que les banques centrales injectent et que les mastodontes de la finance transnationale démultiplient. Au XIX^e siècle, plutôt que le temple du capitalisme privé, la Bourse constituait un prolongement hybride de l'autorité publique, et donc un rouage possible pour ordonner le commerce du capital et pour intervenir efficacement lors des crises financières, parfois même à l'encontre des intérêts immédiats des plus gros financiers. En les privatisant au nom de la concurrence et de la théorie de l'efficacité des marchés, les pouvoirs publics ont ouvert une boîte de Pandore et n'ont plus que l'obligation de sauver les grandes banques quand le système menace d'exploser. Il est urgent que les gouvernements (notamment en Europe) reprennent le contrôle des marchés et assurent le bien public que constitue leur bon fonctionnement.

Pierre-Cyrille Hautcoeur
(EHESS, PSE) ;

Paul Lagneau-Ymonet
(IRISSO-Paris Dauphine) ;

Angelo Riva
(EBS-Paris, IDHE-Paris Ouest La Défense)

Pour en savoir plus

Braudel F. (1979), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XV^e-XVIII^e siècles*, Paris, Armand Colin.

Callaghan H. et Lagneau-Ymonet P. (2010), *The Phantom of the Palais Brongniart : Economic Patriotism and the Paris Stock Exchange*, MPlfG Discussion Paper, 10/14.

Feiertag O. :

- (2001), « Finances publiques, "mur d'argent" et genèse de la libéralisation financière en France de 1981 à 1984 », in Bernstein S., Milza P. et Bianco J.-L. (éd.), *Les années Mitterrand, les années du changement, 1981-1984*, Paris, Perrin.

- (2006), *Wilfried Baumgartner, Un grand commis des finances à la croisée des pouvoirs (1902-1978)*, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France.

Flandreau M., Zumer F. (2004), *The Making of Global Finance, 1880-1914*, OCDE.

Hautcoeur P.-C. :

- (1996), « Le marché financier français de 1945 à nos jours », *Risques* n° 25, janvier-mars.

- (2007), *Le marché financier français au XIX^e siècle*, Paris, Publications de la Sorbonne.

Hautcoeur P.-C., Lagneau-Ymonet P., Riva A. (2010), « L'information boursière comme bien public. Enjeux et perspectives de la révision de la directive européenne "Marchés d'instruments financiers" », *Revue d'économie financière*, n° 98-99, août.

Hautcoeur P.-C., Riva A. (2011), « The Paris Financial Market in the XIXth Century : Complementarities and Competition in Microstructures », article en révision pour *Economic History Review*, à paraître.

James H., Kobrak Ch. (2009), « From International to Transnational Finance : The New Face of Global Financial Markets », article présenté au World Economic History Congress, Utrecht, 2009.

Lagneau-Ymonet P., Riva A. (2010), « Entre marché public et marché privé : la fin de la Compagnie des agents de change de Paris », in *Genèses* n° 80, juin.

Michie R. (2006), *The Global Securities Market, A History*, Oxford, Oxford University Press.

Quennouëlle-Corre L. (2000), *La Direction du Trésor, 1947-1967 : l'État-banquier et la croissance*, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France.

Verley P. (2007), « Les opérateurs du marché financier », in Gallais-Hamonno G. (dir.), *Le marché financier français au XIX^e siècle : Tome 2, Aspects quantitatifs des acteurs et des instruments à la Bourse de Paris*, Paris, Publications de la Sorbonne.

Zingales L. (2009), « The Future of Securities Regulation », *Journal of Accounting Research*, 47, 2, mai.