

Ce polycopié constitue les points 3.1 à 3.3 du point 3 du chapitre

Ce polycopié est un rappel complété par quelques éléments de ce que nous avons étudié en détail dans le cadre du chapitre 2

### 3. Les mutations du système financier : rappels et compléments

#### 3.1. Les banques d'affaire et les marchés financiers assurent les besoins de financement externe de la première révolution industrielle puis du chemin de fer

L'autofinancement est le principal mode de financement de la première révolution industrielle. Lorsque les entreprises ont besoin de financement externe à moyen et long termes, elles vont se tourner vers les marchés financiers. Les banques vont parallèlement développer des opérations de financement :

- À court et moyen termes : achat de titres publics pour financer l'État et crédit aux entreprises sous forme d'escompte d'effets de commerce
- À long terme en achetant des titres sur les marchés financiers grâce à leurs fonds propres ou à une activité de transformation d'épargne (épargne que les banques drainent en vendant des titres notamment obligataires).

Le développement progressif du rôle des banques et des marchés financiers dans le financement de l'activité économique est permis par une révolution bancaire et par le développement des bourses (marchés financiers).

- **Une révolution bancaire accompagne la révolution industrielle**

Cette révolution bancaire repose sur deux éléments : la naissance des banques centrales et l'essor des banques d'affaire.

#### La naissance des banques centrales

Les premiers embryons de banques centrales naissent en Europe. Ce sont des banques privées, détenues par des actionnaires, qui financent de manière privilégiée les États. Ces derniers vont leur accorder progressivement le monopole d'émission de monnaie papier en donnant aux billets qu'elles mettent en circulation un cours légal (d'abord sur une zone géographique restreinte puis sur l'ensemble du territoire national). La première est la Banque de Suède (1668) suivie de près par la Banque d'Angleterre (1694, c'est le *Bank Charter Act* de 1844 qui lui accorde le monopole d'émission de billets) puis la Banque de France (1800, monopole est donné à la Banque de France en 1802 pour Paris, en 1848 pour l'ensemble du territoire). Viennent ensuite la Reichbank (1875) puis la Banque du Japon (1882) et il faut attendre 1913 pour que naisse le *Federal Reserve System*, c'est-à-dire un système bancaire organisé autour d'une Banque centrale.

Le rôle de ces Banques centrales est triple :

1. Leur rôle principal est de veiller à ce que les billets qu'elles émettent restent convertibles en métal précieux (en or ou en or et en argent selon le système monétaire en place).

Cette conversion est assurée à 100 % en Angleterre dans le cadre du *Bank Charter Act*, conformément aux préconisations des bullionistes comme D. Ricardo puis de la *currency school* (et en dehors des *Bills of Pardon* votés au Parlement). La Banque de France a quant à elle la possibilité d'émettre une valeur de billets plus importante que la valeur de l'or et de l'argent stockée dans ses coffres mais a, à partir de 1878, chaque année un plafond d'émissions déterminé par ce stock et les besoins de financement de l'État.

Cette obligation de convertibilité est à l'origine d'une rareté relative des billets qui va participer au développement de la monnaie scripturale au cours du 19<sup>ème</sup> siècle.

Rappel des données vues dans le chapitre 2 (données à prendre avec prudence compte tenu de l'absence d'appareil statistique fiable pour enregistrer la composition de la masse monétaire) :

	Monnaie métallique	Billets	Dépôts
1815	67 %	26,5 %	6,5 %
1913	12 %	19 %	68 %

### 2. Le réescompte des autres banques commerciales.

Les Banques centrales prêtent aux banques commerciales de la monnaie-papier en leur rachetant temporairement des effets de commerce et déterminent ainsi les taux d'escompte pratiqués par les banques.

### 3. Le rôle de prêteur en dernier ressort pour assurer la liquidité du système bancaire.

Ce rôle est pensé dès 1802 (date de parution de *The Nature And Effects of the Paper Credit of Great Britain*) par H. Thornton (le fameux auteur du « the Bullion report » remis en 1810) puis repris et popularisé par Walter Bagehot dans *Lombart Street : A Description of the Money Market* (1873).

Il consiste à ce que la Banque centrale fournisse les liquidités nécessaires à une banque qui serait en difficulté pour faire face aux retraits de ses clients suite à un phénomène de panique bancaire (*bank run*) alors que cette banque est solvable c'est-à-dire que la valeur de son actif est égale à celle de son passif. Cette intervention vise à éviter l'effondrement du système bancaire par effet domino. Elle est par ailleurs conditionnée par un actif solide de la banque et assortie de taux de réescompte élevés afin d'éviter les phénomènes d'aléa moral.

C'est en jouant ce rôle de PDR que la Banque d'Angleterre a sauvé la Barings en 1890. La Banque de France ira plus loin en 1889 en sauvant une banque non pas illiquide mais insolvable : le Comptoir d'escompte de Paris en 1889, pour la petite histoire voir le document vidéo :

Conférence des JECO de 2011 (« Les Banques centrales de crise en crise », <https://www.dailymotion.com/video/xmpnq4>, à partir de 12min38).

Notez enfin que c'est pour éviter le risque d'aléa moral que la FED a refusé de renflouer Lehman Brother en 2008 avec les conséquences que vous connaissez.

## Le développement bancaire s'accélère au cours du 19<sup>ème</sup> siècle

Le développement bancaire renvoie au fait que les banques collectent de plus en plus de dépôts et fournissent en échange de la monnaie scripturale qui permet l'activité de crédit.

Pour rappel, le contexte financier français est très particulier dans la mesure où il est marqué par la méfiance envers les banques et le crédit. Cela tient en partie à une histoire financière marquée au 18<sup>ème</sup> siècle par deux épisodes douloureux : la banqueroute de Banque Royale de Law\* (1718-1720) et les assignats sous la Révolution (1789-1796). \*Pour les curieux, cette banqueroute est très bien expliquée de manière ludique dans le document vidéo suivant :

John Law et la bulle du Mississippi : <https://www.youtube.com/watch?v=a8MY9WizeUE>

Le secteur bancaire (qui existe depuis le Moyen-Age et s'est développé à partir du 14<sup>ème</sup> et surtout du 15<sup>ème</sup> siècles) participe peu au financement de l'activité productive, il sert essentiellement à financer les États, le commerce avec la pratique de l'escompte, le commerce colonial avec la transformation d'épargne (vente de titres pour drainer de l'épargne et achat de titres de compagnies coloniales) et à gérer les dépôts de clients au patrimoine important.

Ce système bancaire est dominé par « la haute banque » (la famille Rothschild par exemple est installée dans toute l'Europe, mais aussi il y a aussi des protestants comme les Hottinguer, ces banques sont appelées les *merchant banks* en Angleterre). Ces banques travaillent pour l'essentiel avec leurs propres ressources associées à celles de quelques grandes fortunes.

La révolution industrielle, qui se produit à la fin du 18<sup>ème</sup> siècle d'abord en Grande-Bretagne, va progressivement bouleverser les modes de financement de l'économie, amenant progressivement une modification du rôle des banques. L'augmentation du montant des investissements à financer,

de la croissance de la production, du développement du commerce intérieur et du commerce extérieur vont lentement transformer les banques, ce qui va déboucher sur ce qu'on a appelé une révolution bancaire au milieu du 19<sup>ème</sup>.

En Grande-Bretagne la révolution industrielle donne naissance aux *joint-stock banks*, des banques créées sous le statut de sociétés anonymes (un statut qui existe depuis 1826) qui peuvent donc se financer en émettant des titres. Elles se multiplient jusqu'en 1844 où seules les plus puissantes restent. Elles permettent des financements plus conséquents que ceux proposés par les *country banks*, des établissements bancaires locaux qui financent également le développement industriel mais essentiellement sous forme de crédit à court terme (escompte, facilités de trésorerie...).

Aux *joint-stock banks* anglaises répond :

- En France la création de banques de dépôts et d'affaires comme la Caisse générale du commerce et de l'industrie (CGCI) fondée par Jacques Laffitte en 1836, le Crédit mobilier des frères Pereires créé en 1852 ou encore la Société générale en 1864

- En Allemagne les premières grandes banques (les 4D) : la *Disconto Gesellschaft* en 1851 (qui fusionnera avec la *Deutsche Bank* en 1929), la *Darmstadt bank* en 1853 (qui deviendra la *Danat Bank* en 1922 en fusionnant avec une autre grande banque), *Deutsche Bank* en 1870 et la *Dresdner Bank* en 1872.

Les banques par action anglaises et allemandes se développent selon deux logiques très différentes :

- Le système britannique joue avant tout la sécurité du déposant. Le rôle des banques, très « conservateur », est le service du créancier, la disponibilité de son dépôt, ce qui suppose la liquidité des actifs qu'il faut s'interdire d'immobiliser dans des investissements industriels à long terme, et parfois aléatoires. L'opération type est donc l'escompte d'effets de commerce ou le placement dans la clientèle de titres publics, y compris d'États étrangers. Jean Bouvier (*Les monnaies et les banques*) y voit le résultat d'un « processus spontané » de développement économique effectué sans intervention de l'État au bénéfice de l'investissement industriel. D'ailleurs, lorsque le gouvernement doit effectuer des choix, il tranche en faveur des milieux bancaires et financiers de la City. C'est ce qui explique la politique déflationniste menée par Winston Churchill au début des années 1920, et dénoncée comme vous le savez par Keynes.

- Le système allemand est celui d'un pays qui cherche, par un développement accéléré, à combler son retard économique. Les forces politiques et financières se mobilisent pour la construction d'une industrie d'emblée puissante, mais incapable de s'autofinancer ou de trouver un financement suffisant par la vente de titres sur un marché financier encore très peu développé. Ce sont donc les banques elles-mêmes qui doivent s'impliquer directement dans l'industrie par de massives prises de participation avec sièges d'administrateurs, s'ajoutant aux opérations courantes de prêts à moyen et long termes et d'émission de titres. Ainsi, c'est le constat de la relative rareté des capitaux en Allemagne et du retard économique qui explique la mise en place de ces structures très ambitieuses et techniquement assez peu « orthodoxes » qui sont les banques mixtes appelées aussi banques universelles. En raison même de ses fortes participations industrielles, et à la différence du britannique, le système bancaire allemand prend d'abord en considération « l'aval » du financement

On peut expliquer ainsi les succès de l'industrie allemande à la fin du 19<sup>ème</sup> siècle et le relatif déclin de l'économie britannique : le système bancaire britannique, trop spécialisé dans les affaires commerciales et les opérations financières à court terme, n'aurait pas été adapté aux exigences de la seconde industrialisation.

Les banques françaises, que l'on place dans une position intermédiaire, sont jusque vers 1870 proches du système de banques mixtes ou « à tout faire » à l'allemande, avant de se laisser ensuite progressivement séduire par le modèle britannique. La spécialisation française se fait après le krach de l'Union générale en 1882 et est conforme à la doctrine Germain (nom du fondateur du Crédit

lyonnais en 1863, Henri Germain) : les échéances des ressources et des emplois des banques doivent être identiques, ce qui conduit au développement de deux types de banques :

- Les banques de dépôt qui collectent des ressources à court terme et ne peuvent donc pas participer aux financements à long terme que nécessite le développement industriel
- Les banques d'affaire qui vont financer l'industrialisation et ses conséquences (le développement des villes notamment à l'image des travaux du baron Haussman financés en partie par le Crédit mobilier).

À la fin du 19<sup>ème</sup> et au début du 20<sup>ème</sup> siècles, les banques françaises vont participer au financement de l'activité industrielle sur les marchés de capitaux pour au moins deux raisons :

- L'augmentation du taux de réescompte de la Banque de France : de 2 % en 1897 il remonte lentement à partir de 1898 et atteint de 4 % en 1913. La hausse du taux d'escompte réduit la rentabilité des banques et les incite à se tourner vers l'achat de titres financiers et ce d'autant plus que les besoins de financement industriels augmentent :

- Les investissements nets industriels français passent de 120-130 millions de francs en moyenne annuelle entre 1853 et 1895 à 190 millions autour de 1900, et à plus de 300 millions après 1905. Si la production industrielle tend à stagner de 1883 à 1896, elle augmente fortement ensuite jusqu'à la Première Guerre mondiale. En cette période d'argent cher, nombreuses sont les entreprises françaises qui trouvent un financement en adoptant le statut de société anonyme, émettent des actions et se rapprochent ainsi des banques qui placent activement dans leur clientèle d'importants volumes de titres. Les banques « moyennes », régionales, se montrent particulièrement actives dans les grandes régions industrielles : Nord, Lorraine, régions lyonnaise et marseillaise avec, au premier rang, le Crédit du Nord, la Société nancéienne, ou la banque Charpenay de Grenoble. Le Crédit Lyonnais lui-même n'est pas totalement absent des affaires industrielles (il patronne la Société Lyonnaise des Eaux et de l'Éclairage lancée dans les années 1870), la Société Générale, présente dans l'industrie russe, l'est aussi dans l'industrie sucrière française (maison Say) et le Comptoir d'Escompte investit chez Thomson-Houston.

Mais cette augmentation de la participation des banques françaises au financement externe direct ne doit pas faire oublier le fait qu'en 1913, en raison des incertitudes politiques et financières, toutes les banques françaises (y compris, bien qu'à un degré moindre, les banques d'affaires) appliquent peu ou prou la « doctrine Germain » en veillant soigneusement sur le niveau de leurs liquidités. Jean Bouvier a calculé qu'à la veille de la guerre les titres et participations des quatre « grandes » banques françaises ne dépassaient pas 2,1 % de leurs emplois. Une « méfiance réciproque » continue de régner entre banques et entreprises industrielles, la part d'autofinancement de ces dernières dépassant encore 70 % entre 1900 et 1913 malgré les fortes émissions de titres. À cette « frilosité » persistante du patronat et des banques répond aussi celle de l'épargne : en 1913, la Caisse des Dépôts et Consignations, qui centralise les fonds des Caisses d'épargne et place en fonds d'État l'essentiel de ses emplois, « pèse » en dépôts le même « poids » que toutes les autres banques...

#### • **Les marchés financiers se développent**

Ce que vous savez déjà (vu dans le chapitre 2) et que je vais me contenter ici de compléter par quelques éléments :

- Les marchés financiers sont anciens : des titres financiers s'échangent depuis le Moyen-Âge. Fernand Braudel montre que les marchés financiers connaissent un premier développement en Italie au 14<sup>ème</sup> siècle lorsque les vénitiens créent des sociétés pour financer des opérations commerciales. Ces sociétés se développent ensuite dans toute l'Europe.

- Les premiers marchés de capitaux organisés naissent en Europe et aux États-Unis : la Bourse d'Amsterdam est créée en 1611, le *Stock Exchange* de Londres en 1773, le *New-York Stock Exchange* est créé en 1792 la Bourse de Berlin s'installe dans un bâtiment dédié en 1805 et la Bourse de Paris s'installe au Palais Brogniart en 1826.

- Mais au 19<sup>ème</sup> siècle ces marchés de capitaux participent de manière marginale au financement de l'activité économique en raison de la prépondérance de l'autofinancement et du faible nombre de sociétés de capitaux. À titre d'illustration, le nombre de sociétés par actions en France passe de 30 en 1830 à 400 en 1913 (elles sont 457 000 en 2018) (ces données sont complémentaires à celles, beaucoup plus nombreuses, données dans le chapitre 2). Ce sont les obligations d'État et les valeurs ferroviaires qui drainent l'essentiel de l'épargne jusqu'à la fin du 19<sup>ème</sup>. En témoigne le fait que les grands krachs boursiers sont le plus souvent liés à l'effondrement de compagnies de chemin de fer. On peut citer le krach boursier de 1882 en France qui provoqua la faillite de l'Union générale (une banque qui avait notamment financé la construction du premier chemin de fer de Serbie).

Il faut également noter, pour compléter ces éléments déjà vus, que pendant la seconde moitié du 19<sup>ème</sup> entrent en Bourse les entreprises industrielles de la deuxième révolution industrielle (pétrole, chimie, électricité puis automobile). Leur dynamisme va participer au dynamisme des marchés financiers jusqu'à la Première guerre mondiale. Le développement des marchés de capitaux limité dans un premier temps mais bien réel au début du 20<sup>ème</sup> siècle est aussi lié à la montée en puissance du capitalisme américain et à l'essor de la finance internationale après la guerre de 1914-18, qui a créé d'énormes flux de capitaux et a contribué au développement financier.

Ce développement des marchés de capitaux va être brutalement interrompu par l'inflation au sortir de la guerre qui a notamment ruiné les détenteurs d'obligations, la forte augmentation des dettes publiques et l'augmentation de la taxation du capital pour financer la reconstruction. La crise de 1929 achèvera l'attrait pour les marchés de capitaux dont le développement ne reprendra que dans les années 1980.

### **3.2. L'État joue un rôle central dans le financement de la croissance des 30 Glorieuses**

Pour rappel de ce que nous avons vu dans le cadre du chapitre 2 :

- Le financement de l'économie française est assuré par le système bancaire dans le cadre de circuits de financement organisés par l'État

L'État, qui assure alors presque 80 % du financement des investissements au sortir de la guerre (via le Trésor auquel la Banque de France accorde des avances) se retire ensuite dans les années 1960 pour laisser les établissements de crédit prendre le relai. Les banques vont alors devenir les principaux créateurs de monnaie. La distribution des crédits est facilitée par trois éléments :

1. Les entreprises doivent essentiellement se financer par endettement auprès des banques car les marchés des capitaux sont réduits et cloisonnés
2. La Banque de France est contrainte d'assurer le refinancement des banques en monnaie centrale si elle ne veut pas mettre le système en péril : on est dans un mécanisme de type diviseur de crédit.
3. Lorsque l'inflation est importante, les entreprises ont intérêt à s'endetter par emprunt pour bénéficier de « l'effet de levier ».

- Le secteur bancaire a pu assurer ce rôle central dans le financement externe de l'économie française grâce à trois éléments :

1. La nationalisation des banques
2. La spécialisation bancaire
3. La bancarisation de l'économie (la diffusion de l'utilisation de la monnaie scripturale).

- Dans cette économie d'endettement la politique monétaire ne parvient pas à réguler de manière efficace l'inflation.

Je ne reviens pas ici sur les détails de l'ensemble de ces éléments mais me contenter de lister les évolutions institutionnelles qui permettent aux États de jouer un rôle central dans le financement des économies jusqu'à cette période.

- **La crise des années 1930 a conduit à un renforcement de la réglementation financière et bancaire**

Ce renforcement de la réglementation commence aux des États-Unis avec:

- Le Glass-Steagall Act (1933) qui sépare complètement les activités d'investissement des activités de crédit. Il est aussi interdit de pratiquer simultanément les activités de banque et d'assurance. Les marchés financiers ont ainsi été compartimentés et cloisonnés.

- Une garantie des dépôts bancaires avec la création de la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), une organisation qui protège les épargnants contre les défaillances des établissements bancaires.

- La Réglementation Q (1930) qui plafonne la rémunération des dépôts et les taux de crédit.

Le résultat de ces réglementations est que les banques durent choisir leur activité. Par exemple, J. P. Morgan se scinda en deux : J.P. Morgan and Co, qui choisit d'être une banque de dépôt (*commercial bank*) et Morgan Stanley, qui choisit le statut de banque d'affaires (*investment bank*).

En France, le Front populaire met fin en 1936 au privilège des « 200 familles » qui sont les 200 plus gros actionnaires de la Banque de France. La Banque de France reste une banque privée mais ses statuts sont réformés pour qu'elle serve les politiques économiques définies par l'État :

- Les quinze Régents, représentants des plus importants actionnaires de la Banque sont évincés du Conseil général (l'organisme qui dirige la banque) pour être remplacés par des personnalités nommées par le gouvernement. Par exemple Édouard de Rothschild doit céder le 9<sup>ème</sup> siège du Conseil à Léon Jouhaud, secrétaire général de la CGT, nommé au titre de représentant du monde du travail.

- L'assemblée générale de la Banque est étendue à tous les actionnaires ce qui dilue le pouvoir des 200 plus gros actionnaires. Seuls deux conseillers et trois censeurs élus par l'assemblée générale des actionnaires continueront de représenter ces derniers aux réunions du Conseil général.

- **Après la guerre, l'État est au centre du système financier**

En France et en Angleterre, la Banque centrale est nationalisée et les grandes banques de dépôt le sont aussi en France.

La spécialisation devient la règle. C'était déjà le cas avec les lois de 1941 qui fixaient les règles de fonctionnement du système bancaire. La loi du 2 décembre 1945 en reprend l'esprit en établissant des cloisons étanches entre banques de dépôt et banques d'affaires ces dernières n'étant pas nationalisées. On distingue alors:

- Les banques de dépôt qui collectent l'épargne et mènent des opérations à court terme. Leurs participations sont limitées dans les établissements financiers et les entreprises

- Les banques d'affaires qui prennent des engagements longs : participations industrielles, gestion de portefeuille, etc

- Des banques à statut légal spécial. Ce sont les établissements à caractère coopératif ou mutualiste (Crédit Agricole, Banque Populaire, Crédit mutuel) ou encore des banques créées par les pouvoirs publics pour remplir des objectifs particuliers, comme la Banque française du commerce extérieur (BFCE) en 1946.

La Banque de France garde le monopole d'émission de billets mais devient pleinement la « banque des banques » :

- Elle tient les comptes du Trésor, qu'elle peut créditer par ses avances. Jusqu'aux années 1970, le Trésor peut ainsi financer tous les grands projets d'équipement lancés par les autorités et le Commissariat général au Plan.

- Elle accepte les titres et les effets publics détenus par les banques pour les refinancer en monnaie centrale.

Le système est chapeauté par le Conseil national du crédit (CNC) qui limite la concurrence entre les établissements. Cette organisation permet de financer la reconstruction mais elle est critiquée dès 1959 dans le rapport Armand-Rueff qui montre que la concurrence est insuffisante et que les privilèges des banques à statut spécial leur ont permis de se constituer une clientèle « captive ». C'est le cas du Crédit mutuel avec le Livret Bleu ou de la Caisse d'épargne ou de la Caisse nationale de prévoyance avec le Livret A.

Dans cette organisation, les marchés financiers ne jouent qu'un rôle d'appoint et ne concernent que les plus grandes entreprises. Le contrôle des changes, en vigueur dans la plupart des pays, freine aussi considérablement les flux internationaux de capitaux

- **Le crédit bancaire se développe**

### **Les réformes Debré-Haberer de 1966-1969 modifient le système et marquent le début de la spécialisation**

Les banques de dépôt et d'affaires peuvent utiliser de la même manière leurs ressources : elles peuvent transformer des dépôts courts en placements longs et augmenter leurs participations. Ainsi en 1967, elles sont autorisées à prendre des participations dans les entreprises industrielles et commerciales jusqu'à 100 % de leurs fonds propres.

Les restrictions en matière d'ouverture de guichets sont levées, la bancarisation de la société française s'accélère alors.

La France tend ainsi vers le modèle de la banque universelle ou « banque à tout faire », dont la BNP est un archétype, proclamant en 1973 sur ses affiches publicitaires : « Pour parler franchement, votre argent m'intéresse ».

Le rôle des banques est encore accru en 1970 avec les lois sur la mensualisation des salaires et la domiciliation bancaire : tous les salariés français sont obligés d'avoir un compte bancaire ou postal sur lequel est viré leur salaire chaque mois, ce qui met fin au paiement quotidien ou hebdomadaire en espèces. Les années 1970 sont celles de la croissance rapide des banques.

### **Le financement de l'économie passe de plus en plus par de la création monétaire**

Les procédures de refinancement des banques sont assouplies avec l'élargissement des opérations d'open market de la Banque de France, ce qui finit par faire passer le taux du marché monétaire sous le taux d'escompte : les banques commerciales peuvent ainsi s'alimenter en monnaie centrale à faible coût.

Le financement de l'économie devient de plus en plus un financement monétaire. On anticipe la formation du revenu et donc de l'épargne : le mécanisme du diviseur de crédit joue à plein, l'offre de monnaie est endogène et les banques se refinancent auprès de la Banque centrale, qui monétise leurs créances. La difficulté induite par ce système est, vous le savez, qu'il se révèle inflationniste, ce qui constitue une des raisons du passage à un autre mode de financement de l'économie.

### 3.3. Les marchés financiers vont jouer un rôle central dans le financement des économies à partir des années 1980

Pour rappel, le rôle croissant des marchés financiers dans le financement des économies des PDEM est désigné par l'expression de financiarisation des économie. Cette dernière est la conséquence du ralentissement de la croissance au début des années 1970 (qui se manifeste par la montée du chômage mais aussi, et ce de manière inédite dans l'histoire, par une accélération de l'inflation, c'est la stagflation) et de l'effondrement du SMI de Bretton Woods (un système de changes fixes). En effet :

- Le passage aux changes flottants provoque une instabilité des taux de change contre laquelle les entreprises et les banques vont chercher à se protéger en achetant des titres sur les marchés financiers.

- Face à l'augmentation de leurs déficits, les pouvoirs publics vont chercher des moyens plus efficaces de se financer en émettant de nouvelles formes d'obligations sur les marchés financiers.

- La politique monétaire, en particulier en France, ne permet pas de juguler l'inflation. L'encadrement du crédit se révèle particulièrement inefficace dans un financement caractérisé en 1980 par 65 régimes de prêts spéciaux et 68 régimes de subvention.

- La politique monétaire américaine devient fortement restrictive à la fin des années 1970 : les taux à court terme s'établissent à un niveau sans précédent de 20 % au premier trimestre de 1980. Cette augmentation provoque une envolée des taux d'intérêt au niveau mondial qui transforme l'effet de levier en effet de massue et incite les entreprises à se désendetter et à trouver des financements alternatifs au crédit bancaire sur les marchés de capitaux.

Le développement des marchés de capitaux est permis par un triple mouvement de déréglementation, de décloisonnement et de désintermédiation et favorisé par les privatisations et les innovations financières (tous ces éléments sont à revoir avec le chapitre 2). Je rappelle ici quelques éléments centraux auxquels j'ajoute quelques compléments.

- **Les marchés financiers deviennent plus accessibles et inter connectés**

Le mouvement de déréglementation commence dans les pays anglo-saxons qui se convertissent à l'économie de l'offre. Entre 1985 et 1995, la sphère financière se transforme plus que lors des trois siècles précédents comme l'illustre le célèbre « Big Bang » de la City de Londres. En 1986, la Bourse est réformée et devient accessible aux banques britanniques et étrangères, grâce à la fin du cloisonnement entre les « jobbers » qui étaient les seuls à pouvoir acheter des titres et les « brokers » qui étaient des agents de change qui transmettaient les ordres de la clientèle aux jobbers. Les sociétés financières reçoivent ainsi le droit de devenir membres de la Bourse, les commissions sur les transactions sont libérées et les courtiers (jobbers) peuvent céder leurs charges à des investisseurs. Cela a pour effet d'entraîner les autres places dans la même direction : c'est le cas à New York, Tokyo et Paris. Pour ne développer que ce dernier cas, le monopole des agents de change est supprimé en 1988 profit des sociétés de Bourse, qui elles-mêmes perdent leur monopole en 1996.

Dans le même temps, les modalités de cotation des titres sont radicalement transformées. Grâce aux progrès de l'informatique, la fixation des cours en clôture de séance, à la corbeille (le *fixing*) est remplacé par un système de cotation en continu (cotation assistée en continue, CAC) pendant les heures d'ouverture légales du marché. C'est ce qui a donné leurs noms à deux indices boursiers célèbres : le CAC 40 et le NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*).

Les marchés de capitaux sont aussi décloisonnés au niveau national et international. Les capitaux circulent librement du court au long terme, des supports en monnaie nationale aux supports en devises, du comptant au marché à terme. Depuis les années 1980, ce processus a favorisé l'intégration des systèmes financiers et a ouvert la voie à la globalisation financière, c'est-à-dire à la

mise en place d'un marché mondial supposé permettre l'allocation optimale du capital, conformément à la théorie de l'efficacité des marchés financiers énoncée par Eugène Fama en 1965 (*The Behaviour of Stock Market Prices*)

- **De nouveaux acteurs participent aux développements des marchés financiers**

Les principaux acteurs sur ces marchés financiers sont les investisseurs institutionnels (les « zinzins »). Ce sont des sociétés d'assurances, des banques, des établissements de crédit, des caisses de retraite (qui gèrent des fonds importants), ou encore des OPCVM. Aux États-Unis, les fonds de pension sont aussi très actifs.

Les privatisations qui ont lieu, particulièrement en Angleterre et en France, augmentent aussi la capitalisation boursière et permettent un plus large accès des petits porteurs à la Bourse. Les pouvoirs publics encouragent cette évolution en créant des supports adaptés, comme les comptes d'épargne en actions (CEA). La gestion collective de l'épargne se développe avec les OPCVM comme les fonds communs de placement (ECP) ou les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), ainsi appelées par la possibilité qu'elles offrent d'entrée et de sortie à tout moment.

Ces tendances sont renforcées par l'innovation financière, qui facilite l'accès des émetteurs de titres au marché. Rappelons certaines de ces innovations : l'introduction d'obligations à taux variable, le développement d'obligations convertibles en actions. On encourage également en France les PME à venir se financer en Bourse avec la création du second marché en 1983. Ces innovations ont été complétées par le développement des marchés de produits dérivés et le titrisation.

- **La déréglementation passe aussi par la suppression des réglementations des années 1930**

En France, la loi bancaire de 1984 provoque l'uniformisation des institutions financières. Aux États-Unis, le Glass-Steagall Act est aboli en 1999.

Les banques se diversifient et on tend de nouveau vers la banque universelle, qui se manifeste par l'importance des restructurations que connaît le secteur financier avec une multiplication des fusions-acquisitions au niveau national mais aussi international dont l'objectif est triple :

1. Atteindre une taille critique qui protège contre les prises de contrôle extérieur
2. Regrouper dans la même entité différents secteurs d'activité (banque, assurance, gestion de patrimoine et investissements)
3. Développer les activités internationales pour assurer une présence sur tous les marchés financiers en particulier ceux des pays émergents.

Le résultat est la diminution continue du nombre de banques, tant aux États-Unis qu'en Europe. Entre 1985 et 2007, il est passé de plus de 15 000 à moins de 7 500 aux États-Unis, et en Europe de 12 600 à 6 200.

#### **Quelques jalons de la déréglementation bancaire et financière en France**

**1984** Loi bancaire. Dématérialisation des titres sur la place de Paris : les actions ou les obligations n'ont plus d'existence matérielle.

[Cette loi met fin à la spécialisation des banques, qui peuvent désormais commercialiser plusieurs types de services. Elle confie aussi l'ensemble des fonctions de tutelle et de contrôle de la profession bancaire à trois instances au fonctionnement desquelles la Banque de France est étroitement associée : le Comité de la réglementation bancaire, le Comité des établissements de crédit et la Commission bancaire]

**1985** réforme du marché monétaire. Création des titres de créances négociables. Introduction des bons du Trésor standardisés. Ouverture du marché à tous les investisseurs.

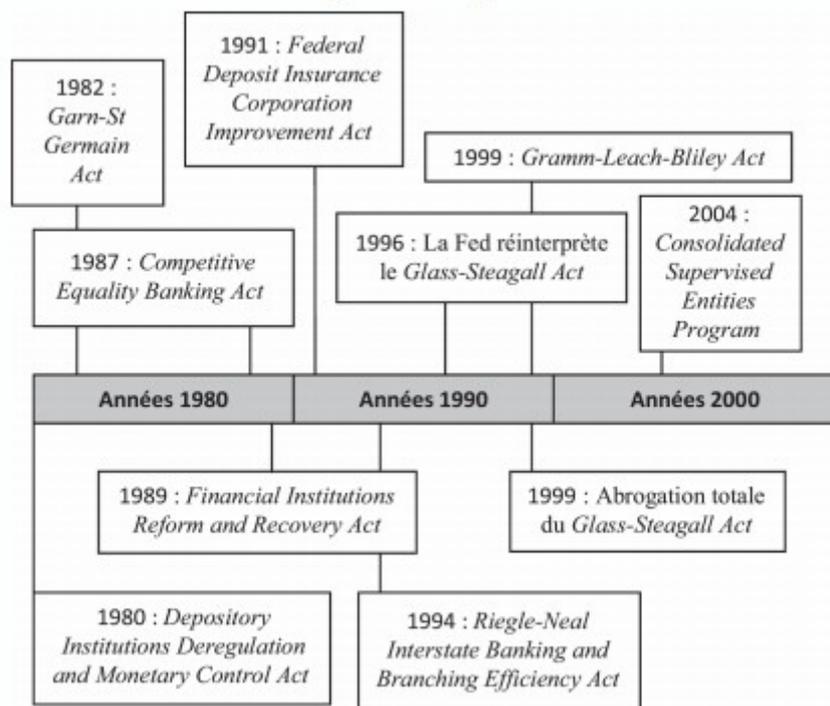
**1986** Ouverture le 20 février à Paris du Marché à terme d'instruments financiers (MATIF, bientôt rebaptisé Marché à terme international de France).

**1987** Ouverture le 10 septembre à Paris du Marché des options négociables de Paris (Monep). Introduction des premières options sur indice CAC 40 en novembre 1988.

**1988** Loi du 22 janvier sur la réforme boursière en France.

*Encyclopaedia Universalis*

### Quelques jalons de la déréglementation bancaire et financière aux États-Unis



Source et compléments (article en ligne sur Cahier de prépa) : E. Jeffers, J-P. Pollin « Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière », *Revue d'économie financière*, n°105, 2012.

#### • De nouvelles modalités d'intervention des Banques centrales

Le rôle central joué par les marchés financiers dans le financement externe a également modifié les interventions de la Banque centrale en matière de politique monétaire

Vous verrez ce point en détail l'année prochaine mais pouvez déjà noter que :

- Les opérations d'open market se sont diversifiées

- Pour répondre à la crise financière de 2008, les Banque centrale ont eu recours à un nouvel outil de politique monétaire : le *quantitative easing*

#### Les opérations d'open market

Les opérations « d'open market », c'est-à-dire « effectuées aux conditions de marché », répondent à trois finalités :

- Pilotage des taux d'intérêt,
- Gestion de la liquidité bancaire
- Signal d'orientation de la politique monétaire.

Elles sont effectuées par voie d'appels d'offres réguliers ou ponctuels, ou par le biais de transactions bilatérales. Elles sont constituées :

**Des opérations principales de refinancement (MRO : Main Refinancing Operations)**

Ces appels d'offres hebdomadaires constituent l'instrument essentiel de refinancement et de pilotage des taux d'intérêt à court terme. Les concours octroyés par cette voie prennent la forme de cession temporaire (prêts garantis par la prise en pension d'actifs). Ces concours sont d'une durée d'une semaine ;

### **Des opérations de refinancement à plus long terme, c'est-à-dire, d'une durée supérieure à une semaine (LTRO « Longer-Term Refinancing Operations »)**

Dans le cadre conventionnel, il n'existe qu'une forme de LTRO, d'une maturité de 3 mois. Leur nombre s'est accru à partir de 2007 du fait de la crise avec des maturités plus nombreuses qui ont pu aller jusqu'à 3 ans (VLTRO « Very Long Term Refinancing Operations » conduites par l'Eurosystème de décembre 2011 à février 2012).

### **Des opérations de réglage fin**

Ces opérations permettent de faire la jonction entre deux autres opérations de refinancement. Leur durée est variable. Elles peuvent être mises en œuvre afin d'atténuer des chocs sur la liquidité bancaire et permettent, le cas échéant, de piloter l'évolution au jour le jour du taux du marché monétaire.

Contrairement aux précédentes, elles sont effectuées avec un cercle plus limité de contreparties agréées à cet effet par les banques centrales nationales et choisies dans chaque Etat membre parmi les établissements les plus actifs sur le marché monétaire.

Elles peuvent revêtir des formes variées : opérations de cession temporaire, swaps de devises contre euros, reprises de liquidités. Ces opérations sont lancées, en tant que de besoin, à l'initiative de la BCE, et peuvent être exécutées par voie d'appels d'offres rapides ou sur la base de transactions bilatérales négociées avec les contreparties ;

### **Des opérations structurelles**

Ces opérations sont réalisées sous forme d'opérations de cession temporaire ou d'émissions de certificats de dette du SEBC. Elles ont pour vocation d'agir durablement, si besoin est, sur la liquidité bancaire. Les opérations de cession temporaires peuvent servir à des apports de liquidités de longue durée au système bancaire et les émissions de certificats de dette, à accroître son besoin de refinancement.

Source : Banque de France

- **La faiblesse des taux d'intérêt entre le début des années 2000 et juillet 2022 a aussi poussé les banques à modifier leurs activités**

Cette faiblesse des taux a rendu le crédit bancaire de moins en moins rentable ce qui a conduit les banques à se tourner vers d'autres modalités de financement de l'activité économique (cf la transformation des bilans bancaires vue dans le cadre du chapitre 2). Nous l'avons vu avec le renouveau du modèle de la banque universelle et le développement de la titrisation à l'origine de la crise de 2008. Mais il faut également souligner le développement des banques en ligne. Souvent filiales des banques classiques, elles sont attractives parce que meilleur marché, le fait d'être en ligne diminuant les frais de gestion proposés aux clients. Elles proposent une gestion complète des comptes à partir d'un simple smartphone, et la gratuité de la carte bancaire.

Notez enfin que toutes ces transformations ont conduit à une mondialisation financière, appelée globalisation financière, dont vous étudierez les effets décisifs sur l'économie mondiale l'année prochaine.

- Une re régulation de la finance depuis 2008 efficace ?

### La re régulation d'une partie de la finance

La globalisation financière et la crise des subprimes ont révélé la nécessité d'une meilleure surveillance de l'activité sur les marchés financiers et notamment celles des banques puisque les ratios prudentiels mis en place jusqu'alors se sont révélés inefficaces.

Comme les Banques centrales sont massivement intervenues pour sauver le système bancaire et éviter l'effondrement des marchés financiers, elles vont également participer activement à la régulation dans le nouveau cadre législatif qui se met en place pour tenter de reprendre le contrôle des activités financières et bancaires. Une autre conséquence de la globalisation financière que nous avons mise en évidence est la multiplication des crises financières et la crise de 2008 a conduit à un mouvement de re réglementation des marchés financiers. Nous avons vu ce point dans le cadre du chapitre 2 avec ce document de synthèse dont je vous ai détaillé les éléments en classe :

	Régulation financière	Régulation bancaire
<b>France</b>	2010 : Création du Conseil de la régulation financière et du risque systémique qui devient :  2013 : <b>Haut Conseil de stabilité financière</b> (HCSF)	2010 : (ACP renommée <b>ACPR</b> en 2013) autorité de contrôle prudentiel et de résolution  2013 : loi de séparation et de régulation des activités bancaires
<b>Union européenne</b>  <b>UEM</b>	2011 : SESF ( <b>Système européen de surveillance financière</b> ) : - 3 autorités européennes (ABE, AEMF et AEAPP) - Autorités nationales de surveillance - Banque centrale européenne - Comité européen du risque systémique (CERS)  2012 : <b>MES</b> (mécanisme européen de stabilité)	2011 : SESF ( <b>Système européen de surveillance financière</b> ) 2012 : rapport Liikanen et 1 <sup>er</sup> pilier de l'union bancaire <b>MSU</b> (mécanisme de supervision unique)  2013 : 2 <sup>ème</sup> pilier <b>MRU</b> (mécanisme de résolution unique)  ? : 3 <sup>ème</sup> pilier <b>SGD</b> (assurance unique des dépôts)
<b>États-Unis</b>	2010 (dans la loi Dodd Frank) : conseil de stabilité financière ( <b>Financial Stability Oversight Council</b> FSOC) (macroprudentiel) et <b>Consumer Financial Protection Agency</b> , supervision des agences de notation, enregistrement des hedge funds	2010 : Loi Dodd Frank avec <b>règle Volcker</b> qui limite l'activité spéculative des banques, extension du <b>Federal Deposit Insurance Corporation</b> , règle de 5% des crédits titrisés, etc.
<b>Échelle mondiale</b>	2009 : FSB ( <b>Financial Stability Board</b> ) remplace le Forum de stabilité financière de 1999	2010 : accords de <b>Bâle III</b>  2019 : accords de <b>Bâle IV</b>

Rappels :

- Régulation financière : tous les établissements dont l'activité est contrôlée et qui interviennent sur les marchés financiers (principalement les banques et les assurances).
- Régulation bancaire : que les banques, c'est le point que nous allons détailler après.
- Ces derrières les multiples sigles du tableau ci-dessus, il y a des règles et des organes de contrôle à deux niveaux :

Le niveau microprudentiel : il s'agit de contrôler la solidité des établissements bancaires et de certains établissements financiers comme les assurances mais aussi de vérifier la nature des activités qu'elles financent (l'enjeu principal étant de lutter contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme)

Le niveau macroprudentiel : il s'agit de prévenir les risques systémiques et plus concrètement de s'assurer que les banques et les assurances ont la solidité suffisante pour faire face à de grosses pertes en cas de survenu d'un événement particulièrement défavorable comme un krach boursier par exemple.

### **La non régulation du *shadow banking***

Un document vidéo de la Banque de France qui explique ce qu'est le *shadow banking* :

<https://www.google.com/search?client=firefox-b-d&q=shadow+banking+banque+de+farnce#fpstate=ive&vld=cid:13def999,vid:G116sFXA9-U,st:0>

Rien dans les mesures précédemment ne permet de réguler davantage le *shadow banking* dont les acteurs se financent sur les marchés financiers (par émission, vente ou prêts de titres), pour prêter à l'économie (en achetant ou en empruntant des titres). Tous ces acteurs ne sont pas des filiales de banques ou de sociétés d'assurance (comme le sont la plupart des OPC) et sont très liés aux banques traditionnelles par des opérations de financement, des lignes de crédit ou de liquidité, ou encore des investissements croisés qui les rendent interdépendants. Les nouvelles mesures réglementaires visent à surveiller l'actif et le passif des banques et des assurances mais pas ceux des fonds d'investissement non régulés. Le problème est que les fonds qu'ils collectent auprès du public ne sont pas assimilables à des dépôts bancaires et par conséquent pas couverts par le mécanisme d'assurance des dépôts. Ces fonds ne peuvent pas non plus bénéficier du refinancement des banques centrales et donc de la fourniture de liquidité d'urgence en cas de tensions ou de crise financière. Des données vues dans le cadre du chapitre 2 montrent le poids croissant de la finance peu ou pas réglementée.

### **Le rôle du *shadow banking* et d'un nouvel assouplissement de la réglementation bancaire aux États-Unis dans la faillite de deux banques**

Suite aux faillites bancaires de 2023 de banques de la Silicon Valley, la secrétaire américaine au Trésor Janet Yellen a appelé à une réglementation plus stricte de ce secteur bancaire parallèle, comprenant les fonds spéculatifs ou encore les crypto-actifs. Janet Yellen a aussi indiqué que l'assouplissement depuis 2018 de la supervision sur les banques disposant de moins de 250 milliards de dollars d'actifs devait être revue. Elle a estimé qu'il était important que les autorités réglementaires américaines examinent si les régimes de surveillance et de réglementation actuels « sont adaptés aux risques auxquels les banques sont confrontées aujourd'hui ».

« Elizabeth Warren, sénatrice démocrate américaine, l'affirme [aussi] sans détour : ce sont les atteintes à la régulation financière, sous les coups portés par la loi votée en 2018, qui ont conduit au retour des faillites bancaires aux États-Unis (Signature, SVB, Silvergate). Après la crise financière de 2007-2008, la loi Dodd-Frank de 2010, votée sous la législature du président Barack Obama, avait en effet institué des règles destinées à prémunir le système bancaire, et avec lui l'ensemble de l'économie, contre de semblables désastres. ». Dans un article paru en mars 2023 dont cet extrait est tiré, Axelle Arquie explique que cet assouplissement n'est pas le seul élément en cause pour expliquer les phénomènes de *bank run* qui ont été à l'origine de ces faillites (article disponible sur cahierdeprepa : « La dérégulation bancaire aux États-Unis a-t-elle ressuscité les ruées bancaires ? »).