

**HISTOIRE
ET THÉORIE**

L'invention des instruments financiers remonte au Moyen Âge, voire à l'Antiquité. La confusion des affaires privées et des affaires publiques caractérise l'activité des marchands-banquiers, qui sont à l'origine de la création des places européennes et des réseaux modernes de collecte de l'argent.

1. LES RACINES DE LA FINANCE

A ~ De la nécessité d'échanger...

- ▶ Depuis l'Antiquité, les négociants se réunissent pour pratiquer les échanges de monnaies, qu'il s'agisse des courtiers d'Athènes (les « trapézistes » car ils travaillent sur une *trapeza* [table]) ou des changeurs de Rome. Dans cette ville existe déjà une Bourse de valeurs où se négocient les titres des sociétés mises en place par les publicains afin d'exploiter les monopoles dont ils bénéficient (fournitures aux armées, collecte des impôts).
- ▶ Dans l'Europe du XII^e au XV^e siècle, le développement du commerce des marchandises explique l'apparition de changeurs de monnaies, les banquiers (à cause du banc sur lequel ils posaient leurs espèces). Les Italiens connaissent les comptes courants, les prêts bancaires, les sociétés de capitaux, les valeurs négociables représentatives des dettes municipales et, surtout, les lettres de change. Celles-ci sont des reconnaissances de dettes permettant de payer ultérieurement dans une autre ville et dans une autre monnaie. Elles circulent entre les grandes foires du Moyen Âge : « foires de Champagne » aux XII^e et XIII^e siècles (Lagny, Provins, Troyes, Bar-sur-Aube), où les Italiens échangent des soieries et des épices rapportées d'Orient contre les produits lainiers des Flamands, foires de Bruges, de Chalon-sur-Saône, d'Anvers, de Francfort-sur-le-Main (XIV^e et XV^e siècles).

B ~ ... à l'apparition des marchands-banquiers

- ▶ Durant les XIII^e et XIV^e siècles, les Toscans (Florentins, Siennois, Lucquois) dominent la finance européenne, en particulier en France et en Angleterre (les Médicis, les Frescobaldi, les Bardi, les Peruzzi). Ils deviennent les intermédiaires de l'Église romaine (centralisation des impôts, règlement de certaines dépenses, avances de trésorerie, frappe des monnaies). Grâce au commerce de marchandises sur toutes les places d'Europe, ils procèdent à des virements entre les comptes qu'ils tiennent au nom de leurs clients et fournisseurs en évitant ainsi tout transport d'espèces.
- ▶ Jusqu'à sa condamnation (1314), l'Ordre des Templiers fut le rival des compagnies italiennes grâce à son organisation en réseau et à sa puissance militaire et financière. À partir du XV^e siècle apparaissent d'importants hommes d'affaires français (dont Jacques Cœur, marchand et financier de Charles VII) et allemands (en particulier, les Fugger, banquiers de Maximilien et de l'Église).

2. LA PRÉPARATION DE L'ÈRE CAPITALISTE

A ~ Les instruments et les hommes

- ▶ Au XVI^e siècle, les lettres de change se transforment en un support efficace de crédit en devenant endossables (le bénéficiaire peut, par une signature au dos du document, le transmettre à son propre créancier pour honorer à son tour ses engagements). À la même époque, les pouvoirs publics lèvent des ressources de court terme en sollicitant les marchands et les banquiers qui, lors des grandes foires, prennent l'habitude d'utiliser des reconnaissances de dettes cessibles appelées des « billets ». Ceux-ci préparent l'arrivée de la monnaie fiduciaire (billets de banque).
- ▶ Durant la seconde moitié du XVI^e siècle, l'influence des Toscans décline dans toute l'Europe au bénéfice des Génois (les Grimaldi, les Spinola, les Cattaneo). Au XVII^e siècle, ceux-ci seront relayés par les banquiers protestants, parmi lesquels les « Genevois » qui occuperont une place déterminante au XVIII^e.

B ~ Les lieux d'échange

- ▶ À partir de la fin du XV^e siècle, les affaires se concentrent sur quelques villes européennes. Lyon s'affirme la première comme lieu de foires commerciales trimestrielles et place financière. Les rois de France encouragent cette activité car ils y voient un gisement de crédits à court terme à leur profit. Au XVI^e siècle, les emprunts de Charles Quint et Philippe II auprès des marchands florentins (qui reçoivent des dépôts rémunérés du public) font d'Anvers une grande place financière permanente. Mais, à la fin du siècle, la restructuration des échanges commerciaux fait reculer Anvers au profit des « foires de Besançon ». Créées par Charles Quint et tenues à intervalles réguliers par les Génois dans la cité francomtoise et diverses villes suisses et d'Italie du Nord, elles contribuent à faire de Gênes le nouveau pôle dominant de la finance.
- ▶ Au XVI^e siècle, les pouvoirs publics commencent à instituer, officiellement et sous leur contrôle, les premières véritables Bourses de valeurs modernes ; Anvers (1531), Lyon (1540), Londres (1571) sont les plus anciennes. Au XVII^e siècle, la Bourse d'Amsterdam deviendra la plus importante par son volume d'échanges avant d'être supplantée par Londres au siècle suivant. Le nom de ces temples du commerce de l'argent provient du patronyme et du blason (trois bourses sur un écu) de la famille Van der Burse de Bruges, chez qui les commerçants-banquiers avaient l'habitude de se réunir à l'occasion des foires pour négocier les lettres de change.

En cinq siècles se mettent en place les instruments, les pratiques et les structures institutionnelles qui préparent l'émergence du futur système capitaliste qui n'est, selon Fernand Braudel, que l'« étage supérieur de l'économie de marché ».

LA NAISSANCE DE LA FINANCE MODERNE

À partir du XVIII^e siècle, le développement économique génère une croissance des besoins de liquidités qui aboutit à la création de la monnaie fiduciaire et à l'émergence d'un système bancaire et financier souple et efficace.

1. LE DÉVELOPPEMENT DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE

A ~ De la faillite de Law...

- ▶ En 1716, la Régence française charge John Law de restaurer les finances du royaume laissées endettées et en déficit par le règne de Louis XIV. La « Compagnie » créée par le financier irlandais honore une partie des dettes publiques en obligations rapportant un intérêt ; pour le reste, elle paie en espèces à l'aide des impôts qu'elle perçoit au nom du monarque et des emprunts obligataires (c'est-à-dire sous forme d'obligations) qu'elle place auprès des épargnants.
- ▶ Ce papier inspire confiance au point que, à partir de 1719, les sujets sont invités à souscrire des actions de la Compagnie (rendement promis de 4 %) contre des versements en monnaie ou en échange des obligations émises précédemment (dont la spéculation a décuplé la valeur). La quantité de billets en circulation peut donc être multipliée par dix sans aucun accroissement de l'encaisse métallique (quantité de métal précieux détenue) ! J. Law perd ainsi la confiance du public et de la Cour. Il ne peut sauver ni sa « Banque », ni sa « Compagnie », incapables de satisfaire les porteurs de papier, qui, inquiets, demandent la conversion de leurs titres en 1720.

B ~ ... aux assignats et au franc germinal

- ▶ Gagée sur les « biens nationaux » confisqués, entre autres, au clergé, la monnaie des révolutionnaires français créée en 1789 perd rapidement de son crédit malgré l'obligation légale (sous peine de mort à partir de 1793 !) d'accepter les billets en paiement. L'assignat de cent livres émis en 1789 en vaut quarante en juin 1793, douze en avril 1795 et son pouvoir d'achat est divisé par 300 lorsque les plaques de fabrication sont publiquement brisées place Vendôme, le 19 février 1796. À cette date, la circulation se monte à 40 milliards de livres alors que les biens nationaux de 1789 ne représentent qu'une faible fraction de cette somme.
- ▶ L'Empire reviendra en 1803 à des espèces métalliques avec le franc germinal (5 grammes d'or). De valeur élevée, les billets, émis par la Banque de France (créée en 1800) lorsqu'elle escompte des effets de commerce, restent convertibles en métal précieux et les stocks d'or et d'argent détenus par la Banque représenteront en général un pourcentage important du papier en circulation. Cette sage gestion monétaire et la confiance du public contribueront à la stabilité du franc, qui conservera sa parité (valeur en or) jusqu'en 1914. Ainsi, les esprits se sont acclimatés à la monnaie fiduciaire.

2. LES STRUCTURES FINANCIÈRES DU CAPITALISME

A ~ La croissance des besoins de financement

- ▮ Le démarrage de la révolution industrielle n'exige que des moyens modestes. Cependant, au fil du XIX^e siècle, le progrès technique, l'augmentation de la taille des entreprises et le développement des chemins de fer impliquent la concentration du capital (cf. fiche 23). L'autofinancement reste prédominant mais, pour réunir des ressources suffisantes, on recourt de plus en plus fréquemment au statut de société de capitaux qui permet de rassembler les apports de nombreux actionnaires (sociétés en commandite dans un premier temps). Puis les pouvoirs publics décident de faciliter la création des sociétés anonymes (en 1867 en France).
- ▮ Celles-ci permettent de disposer de capitaux de long terme à partir d'une épargne de court terme (puisque'elle est rendue liquide par la cessibilité des titres sur un marché secondaire). Or, le rendement attendu des placements à court terme est logiquement inférieur à celui des financements de long terme (moins de risques). Dans le cas des sociétés de capitaux, la différence est réinvestie dans l'activité (profits non distribués) et/ou permet d'attirer les épargnants sur les marchés des valeurs (qui se développent rapidement).

B ~ La construction du système bancaire

- ▮ Dès les années 1830, le Royaume-Uni se dote d'un système bancaire dense et efficace. À l'origine contrôlés par la famille fondatrice, les établissements deviennent des sociétés de capitaux afin d'acquérir une solidité financière suffisante pour élargir leur périmètre d'action. Les guichets placent les valeurs mobilières auprès de la clientèle. En France, à la suite de l'œuvre pionnière de Jacques Laffite (qui fonde la Caisse générale pour le commerce et l'industrie en 1837), les grandes banques se multiplient : Comptoir d'escompte de Paris (1848), Crédit mobilier des frères Pereire (1852), Crédit industriel et commercial (1859), Crédit Lyonnais de Henri Germain (1863), Société générale (1864).
- ▮ Le système britannique distingue traditionnellement les banques de dépôts (*joint stock banks*), qui transforment l'épargne en prêts sans assumer trop de risques dans le capital des entreprises, et les banques d'affaires (*merchant banks*), dont la fonction consiste à prendre des participations en actions, mais en utilisant principalement leurs fonds propres. Héritière d'une alliance séculaire entre la banque et l'industrie, l'Allemagne reste en revanche fidèle à la « banque universelle ». En France, c'est après la faillite de l'Union générale, en 1882, que l'on commence à différencier les établissements d'affaires et ceux de dépôts, conformément aux recommandations de Henri Germain (cf. fiche 23).

Les innovations monétaires, bancaires et financières accompagnent le développement du capitalisme au gré de l'apparition des besoins et des contraintes.

LA CRISE FINANCIÈRE DE 1929 ET SES ENSEIGNEMENTS

Du fait de ses conséquences économiques, sociales et politiques, la crise boursière et bancaire des années 1929-1933 a contribué à faire évoluer les attitudes des pouvoirs publics à l'égard de la sphère financière.

1. LA CRISE BOURSIÈRE

A ~ Les conditions du krach

- ▶ À partir de 1927, l'euphorie règne aux États-Unis, où l'activité économique très soutenue a déclenché une vague de folles spéculations à Wall Street. Les liquidités y sont abondantes car le retournement à la baisse des marchés financiers européens (1927) provoque une fuite des capitaux qui, à la recherche de placements fructueux, alimentent la demande de titres aux États-Unis.
- ▶ Les résultats et la valeur réelle des entreprises augmentent moins rapidement que le cours des actions (la valeur totale des titres cotés – capitalisation boursière – est multipliée par trois de 1925 à 1929). Par conséquent, le rendement diminue (entre 3,5 et 5 % en 1929). L'imprudence nourrit la spéculation et les valeurs changent fébrilement de mains au gré des transactions, dont 80 % se font à terme et à crédit, d'où l'incapacité des acquéreurs d'honorer leurs engagements en cas de diminution importante des cours. Pourtant, l'optimisme est de rigueur ; l'économiste Irving Fisher déclare en 1928 : « Rien ne peut survenir qui ressemble à un krach. »

B ~ Le krach boursier

- ▶ Le krach boursier débute le « jeudi noir » (le 24 octobre 1929) par la panique des vendeurs. Cependant, un syndicat (*pool*) de sept grandes banques achète massivement pour soutenir la cote et parvient à enrayer le mouvement. Certains conjoncturistes pensent trouver la cause de l'« accident » dans la faillite de Clarence Charles Hatry, l'inventeur du Photomaton, qui aurait précipité les problèmes de ses créanciers. La réalité est plus dramatique. Les cours atteignent des niveaux bien supérieurs à ce que pourraient justifier la valeur des entreprises et les dividendes qu'elles génèrent ; cette situation appelle un réajustement brutal.
- ▶ L'effondrement commence le 29 octobre avec plus de 26 millions de titres échangés dans la journée. Toutes les actions sont concernées et, en deux mois, les 50 meilleures sont amputées de la moitié de leur valeur. Entre le 29 octobre et le 15 novembre, l'action General Motors tombe de 73 à 36 dollars et l'action US Steel de 262 à 150. La perte totale se monte à 40 milliards de dollars. La panique gagne les financiers ruinés, incapables de rembourser leurs emprunts. Le spéculateur William Durant, qui intervenait pour un milliard de dollars par an à Wall Street, devient laveur de parquets et le magnat de la photographie George Eastman (Kodak) se donne la mort.

2. LA CRISE FINANCIÈRE

A ~ La chasse aux liquidités

- ▶ Le « jeu de casino » boursier dénoncé par l'économiste John Maynard Keynes génère un cataclysme bien réel. Une véritable chasse aux liquidités s'organise à l'échelle mondiale. Pour faire face à leurs déconvenues, les opérateurs d'outre-Atlantique rapatrient leurs capitaux placés en Europe, où les gouvernements, d'abord au Royaume-Uni, tentent de les retenir en augmentant leur taux d'escompte (taux d'intérêt exigé par la Banque centrale pour ses refinancements) ; cette mesure renchérit l'emprunt et donc décourage l'investissement et l'activité économique.
- ▶ Cette attitude montre à quel point les pouvoirs publics de l'époque sont désarmés. Leur principale réaction (malthusienne) est d'augmenter le loyer de l'argent dans un contexte de récession. Les autorités craignent un excès de circulation monétaire (22,5 milliards de dollars dans le monde capitaliste pour 11 milliards de réserves en or) alors qu'il faudrait conduire une politique d'« argent facile » pour relancer l'activité ! La politique de déflation (politique économique provoquant un ralentissement de l'inflation et de l'activité) apparaît comme la panacée au moment où les prix s'effondrent.

B ~ La crise bancaire

- ▶ À partir de 1931, les banques subissent une grave crise des ciseaux : la chasse aux liquidités réduit le volume de leurs ressources, devenues plus onéreuses du fait de la hausse des taux d'intérêt, tandis que leurs besoins s'accroissent consécutivement aux risques inconsidérés qu'elles ont pris en participant à la spéculation et au capital d'entreprises en difficulté. Par contagion, la déroute financière se propage partout dans les pays développés.
- ▶ Pour lutter contre les krachs bancaires (4 500 de 1929 à 1931), le gouvernement américain tente une modération du taux d'escompte, mais il doit vite y renoncer (1932) afin de retenir les capitaux. Les établissements de crédit d'outre-Rhin se trouvent très endettés auprès du reste du monde et, jusqu'en 1930, seules les entrées de capitaux en provenance des États-Unis permettent de payer les réparations de guerre. Le système s'écroule à partir du 13 juillet 1931, date du krach de la banque allemande Danat et de la fermeture de tous les autres établissements pour trois jours.

Les gouvernements de l'après-guerre tiendront compte des enseignements de la « grande crise » :

– réglementation des Bourses de valeurs (Emergency Banking Act du 9 mars 1933 aux États-Unis) et distinction juridique entre banques de dépôts et banques d'affaires (cf. fiche 2) ;

– tentative de création d'un système monétaire international stable (accords de Bretton Woods, juillet 1944) ;

– politiques de déficit budgétaire et de taux d'intérêt modérés en cas de ralentissement économique ;

– protection des déposants contre les krachs bancaires et renflouement des établissements financiers par l'institut d'émission.

LE SYSTÈME FINANCIER DES TRENTE GLORIEUSES

De la Libération au début des années 1960, le financement de l'économie française repose principalement sur le Trésor public et ses satellites. Ceux-ci se verront ensuite relayés par les banques jusqu'au changement de régime du début des années 1980 (cf. fiche 25).

1. LA RECONSTRUCTION SOUS L'ÉGIDE DES POUVOIRS PUBLICS

A ~ Un système administré

- ▶ Durant les années 1950, dans le contexte d'une économie largement administrée et encadrée par la planification indicative, les quatre cinquièmes des crédits à l'investissement proviennent du Trésor public et des institutions financières spécialisées contrôlées par l'État (par exemple, le Fonds de développement économique et social [FDES]). Deux procédures sont utilisées : le prêt direct et la bonification d'intérêt ; dans le second cas, le Trésor subventionne l'institution financière pour lui permettre de distribuer des crédits à taux d'intérêt très faibles, par exemple en faveur du logement grâce au Crédit foncier de France ou de l'agriculture par l'intermédiaire du Crédit agricole.
- ▶ Le Trésor couvre son déficit par les avances de la Banque de France, les « emprunts d'État » (par exemple, l'emprunt Pinay de 1952 indexé sur l'or), l'émission auprès des épargnants de bons du Trésor « sur formule », le retour d'une fraction des liquidités créées sur les comptes chèques postaux (qui dépendent du Trésor), le dépôt auprès du Trésor d'une partie des ressources disponibles des institutions financières. Ce circuit est bien illustré par la Caisse des dépôts et consignations (CDC), qui, conformément aux dispositions des pouvoirs publics, accorde d'importants crédits qu'elle fait refinancer par la Banque de France, puis dépose ses disponibilités sur son compte de « correspondant » auprès du Trésor.

B ~ Des banques sous tutelle

- ▶ Les banques, dont les quatre plus importantes sont nationalisées, se trouvent dans l'incapacité de financer largement l'investissement du fait de la loi du 2 décembre 1945 qui introduit la distinction entre banques de dépôts et banques d'affaires ; ce texte interdit aux établissements de dépôts de risquer les fonds reçus dans le capital des entreprises ou dans les prêts à long terme en faveur de l'activité économique.
- ▶ Dans ce cadre, le système bancaire participe modestement au financement de l'économie, principalement en distribuant des « crédits à moyen terme mobilisables » d'une échéance comprise entre deux et cinq ans dont le montant peut être refinancé auprès des institutions spécialisées (Crédit national et CDC pour l'équipement industriel, Crédit foncier de France pour la construction, CDC pour le logement social et l'immobilier des collectivités locales). Ces institutions se refinancent à leur tour auprès de la Banque de France, mais les concours doivent contribuer au développement des activités jugées prioritaires par les pouvoirs publics.

2. LA CROISSANCE FINANCÉE PAR LES BANQUES

A ~ Le déclin du rôle du Trésor public

- ▮ Au début des années 1960, après quinze années de reconstruction et de remise à niveau de l'économie, et aussi dans le contexte d'une V^e République réticente au déficit budgétaire, les pouvoirs publics conduisent un profond désengagement de l'État des circuits financiers. Le système mis en place durant l'après-guerre ne présentait pas une souplesse suffisante pour mener à bien la modernisation de l'appareil de production, la diversification de l'investissement et l'ouverture croissante sur l'extérieur.
- ▮ En 1957, le financement monétaire des déficits budgétaires successifs (concours de la Banque de France ou des banques de second rang) représentait 40 % des moyens de paiement en circulation ; ce taux se réduit à 23 % en 1964, puis à 9,5 % en 1973. Parallèlement à ce retrait de la création monétaire, le Trésor et les institutions financières qu'il contrôle se désengagent de la distribution des crédits, y compris ceux à long terme.

B ~ Le développement de la transformation bancaire

- ▮ Les décrets des 25 janvier 1966, 23 décembre 1966 et 1^{er} septembre 1967 apportent au système bancaire la flexibilité qui lui manquait pour accomplir pleinement sa mission. Ces textes simplifient les conditions d'ouverture des nouveaux guichets, dont le nombre est multiplié par trois de 1967 à 1974, et déspecialisent les établissements. Désormais, les banques d'affaires reçoivent des dépôts et les banques de dépôts octroient des prêts, même de longue échéance. Ainsi, toutes pourront « transformer » l'épargne de court terme en financements à long terme.
- ▮ Grâce à l'extension du réseau de collecte et à la création de nouveaux instruments d'épargne (comptes et livrets d'épargne-logement), le système bancaire trouve des ressources accrues. Le montant des dépôts à vue et de la quasi-monnaie (dépôts et bons d'épargne à court terme) est multiplié par 2,2 de 1968 à 1973. Le mouvement de concentration organisé par les pouvoirs publics lui donne de surcroît une puissance sécurisante (naissance, en 1967, de la Banque nationale de Paris – BNP –, issue de la fusion de deux banques nationalisées, les Comptoirs nationaux d'escompte de Paris et la Banque nationale pour le commerce et l'industrie). Ainsi, les établissements peuvent multiplier par 13 le volume des crédits distribués entre 1962 et 1979 et participer par leurs concours à long terme au vigoureux effort d'investissement caractérisant cette époque.

Après la phase de reconstruction conduite par l'État, la croissance des Trente Glorieuses apparaît indissociable du développement de l'économie d'endettement (cf. fiche 24).