

L'évolution des modes de financement de l'activité économique depuis la première révolution industrielle dans les pays développés à économie de marché (D'après HEC 1994)

Introduction

On peut introduire le sujet en insistant sur l'importance du financement sur l'activité économique. Puis, dans un second temps, il faut définir les 3 principales formes de financement: par les ressources propres de l'entreprise (autofinancement), par l'endettement ou financement de bas de bilan, et par recours aux marchés financiers (haut de bilan).

I. Jusqu'à la Seconde guerre mondiale, un financement largement assuré par les ressources internes et un faible recours au marché financier, qui a favorisé les révolutions industrielles, mais qui trouve ses limites dans l'entre-deux-guerres.

1. Le financement des secteurs moteurs le la 2^{ème} R.I. est, jusqu'à la Seconde guerre mondiale, largement assuré par l'autofinancement.

Le rôle-clé de l'autofinancement est à relier aux éléments suivants:

- L'absence de formes juridiques favorables: il faut attendre les années 1860 pour le développement des S.A., et même en 1914, seules 15% des entreprises françaises sont des S.A. → capitalisme familial, fondé sur les fonds propres et le refus de l'endettement.
- Un système bancaire frileux, dans le cas français notamment, enclin à la gestion des patrimoines plutôt qu'à la prise de risques que suppose l'industrie. De nombreux pays (dont la France) ont choisi le principe de la spécialisation bancaire, séparant nettement banques de dépôt (gestion de l'épargne) et banques d'affaires (financement des entreprises).
- Le succès des obligations - moins risquées - et des actions des grandes compagnies de chemin de fer montre nettement cette aversion pour le risque; en 1914, l'essentiel des titres financiers négociés à la Bourse de Paris sont des obligations d'Etat et de grandes compagnies ferroviaires
- L'Allemagne, par contre, pays qui cherche à rattraper son retard à la fin du 19^{ème} siècle, choisit le principe de la Banque Universelle, et pratique une forme d'économie d'endettement, qui permet le financement de l'industrie lourde, secteur jugé prioritaire.

En définitive, ce mode de financement correspond assez bien à une économie rentière, elle-même exigeant un SMI fondé sur la pérennité de la monnaie fondée sur l'étalon-or; la rente est préférable au risque d'où le succès des obligations d'Etat et des grandes compagnies; mais l'essentiel des entreprises doit compter sur l'autofinancement. Les cas allemand (rôle plus important du secteur bancaire) et américain (place plus grande au marché financier) sont des exceptions.

2. La fin de la stabilité monétaire dans l'entre-deux-guerres marque le déclin de ce mode de financement.

L'entre-deux-guerres constitue, au point de vue financier, un véritable traumatisme:

- La première guerre mondiale est financée par création monétaire; la forte inflation qui a suivi provoque la ruine des rentiers, soumis de plus au choc de l'effondrement des emprunts russes (12,3 milliards de francs-or placés). La conséquence a été un déclin de l'épargne et une décredibilisation des placements boursiers.
- La crise de 1929 et l'effondrement industriel qui a suivi s'est traduite par un net regain de protectionnisme et l'instauration d'une réglementation draconienne concernant la circulation des capitaux: *Glass Steagall Act* et *Banking Act* de 1933 limitent aux Etats-Unis l'implantation géographique des banques et imposent une spécialisation des activités; en France, le Front Populaire prend une participation majoritaire dans le capital de la Banque de France ...

II. L'économie d'endettement qui s'installe dans l'après-guerre a fortement contribué à la croissance industrielle des 30 Glorieuses, mais se heurte, dans les années 70 à l'inflation galopante et au surendettement.

1. Le financement de la reconstruction et de la croissance ne peut s'appuyer sur une épargne préalable, d'où le recours à une économie d'endettement.

- L'après-guerre est marqué par de forts besoins de capital pour la reconstruction puis pour la croissance économique qui a été particulièrement forte (5,5% en moyenne annuelle):
 - mise en place des industries fordistes nécessitant d'importants investissements (automobile ...)
 - développement de l'investissement public et du rôle de l'Etat, qui devient progressivement un acteur important sur le marché financier (effet d'éviction)
 - développement de grands projets industriels: Concorde, Plan Calcul ...
- La France devient après 1945 une économie d'endettement (*overdraft economy* selon la terminologie de J. Hicks): les entreprises ne trouvent pas auprès du marché financier les ressources dont elles ont besoin et se financent par crédit bancaire. Les caractéristiques sont les suivantes:
 - la Banque centrale est la clé de voûte du système financier: elle assure le refinancement de l'ensemble des banques de second rang et joue donc le rôle de prêteur en dernier ressort
 - il s'ensuit une forte hiérarchisation du système financier avec un contrôle étroit de l'activité bancaire par la voie réglementaire notamment (contrôle du crédit, réserves obligatoires ...)

- Dans ce cadre, l'inflation joue un rôle important: en dévalorisant les dettes des agents économiques (les entreprises et l'Etat surtout), et en favorisant l'émergence d'un effet de levier positif, elle devient un facteur de dynamisme.
- Les résultats en termes de croissance ont été remarquables: ce système financier, qualifié aujourd'hui de dépassé et de "ringard" a permis d'assurer les meilleurs taux de croissance de l'histoire économique française, l'investissement productif des entreprises et l'investissement public. Le Japon, qui a été aussi une économie d'endettement jusque dans les années 80, est dans le même cas. Le choix américain du recours au marché financier, et notamment international, n'a pas donné de meilleurs résultats, au contraire.

2. Les difficultés de l'économie d'endettement dans les années 70.

Deux facteurs essentiels illustrent à la fois les difficultés de l'économie d'endettement et le passage à une économie de marchés financiers.

- L'économie d'endettement est excessivement réglementée et cloisonnée
 - au niveau national, elle est caractérisée par une stricte séparation entre marché monétaire et marché financier et l'impossibilité pour les entreprises d'accéder directement au marché des capitaux à court terme
 - au niveau international, elle repose sur le contrôle des changes
- ➔ faible concurrence, financement de secteurs peu compétitifs (sidérurgie par exemple), d'où les erreurs de financement industriel des années 70.
- Le caractère inflationniste de l'économie d'endettement devient de plus en plus problématique en faisant de l'inflation une composante permanente de la régulation et, par le jeu des mécanismes d'indexation, elle devient de plus en plus difficile à maîtriser: on passe ainsi d'une inflation modérée et dynamisante à une inflation de plus en plus incontrôlée.

Ainsi, dès la fin des années 60, le passage à une économie de marchés financiers se dessine; en France, le **rapport Marjolin, Sadrin, Wurmser** va dans ce sens.

III. Aujourd'hui, une domination sans partage des marchés financiers: une multiplication sans précédent des possibilités de financement mais dans un contexte de relative désindustrialisation, de concentration de l'investissement productif et de risque accru.

1. Nature et conséquences des transformations du système financier...

- Les années 80 voient la fin de l'économie d'endettement et le passage à une économie dominée par les marchés financiers. Raisons essentielles:
 - fin du système de changes fixes et passage aux changes flottants ➔ apparition d'un risque de change élément du risque industriel ➔ nécessité d'une gestion active de ce risque (termaillage, opérations à terme ...) d'où un recours accru aux marchés financiers
 - la désinflation se généralise ➔ nouveaux comportements des agents économiques
- Caractéristiques de ce nouveau système: les "3D"
 - expliquer les 3 D
 - montrer qu'en principe, un tel système devrait favoriser l'allocation optimale des ressources en capital: il a joué un rôle essentiel dans le financement des NTIC (point à développer et citer notamment D. Plihon).

2. ... dans un contexte de désindustrialisation et de concentration ...

- Dans les faits, il faut bien constater que le passage à une économie de marchés financiers n'a pas donné tous les résultats escomptés en matière d'investissement industriel. Le développement des transactions sur les marchés financiers n'a plus de rapport direct avec le financement de l'investissement industriel. D'après les estimations de la BRI, le montant des transactions financières internationales est 50 fois plus important que la valeur du commerce des biens et services. Les mouvements de capitaux sont devenus autonomes et obéissent à leur propre logique, qui n'est plus celle du financement de projets industriels ➔ bulles spéculatives et découplage de la sphère réelle et financière.
- Ces phénomènes ont plutôt favorisé la spéculation (par les produits dérivés par exemple) et les phénomènes de concentration industrielle (par le jeu des OPA notamment) et pas tellement l'investissement lui-même: on parle de désindustrialisation relative.
- Le cas du Japon est emblématique: longtemps économie d'endettement, le Japon est passé récemment à l'économie de marchés financiers: c'est alors qu'il a connu les taux de croissance les plus médiocres et une crise sans précédent dans ce pays depuis les années 50. La finance se développerait-elle au détriment de l'industrie ?

3. ... et de risque accru: le danger permanent du risque systémique.

La globalisation financière a engendré un risque systémique accru; par "risque systémique, on entend un risque d'instabilité globale qui résulte de dysfonctionnements dans les systèmes bancaires et financiers lorsque l'interaction des agents individuels, loin de déboucher sur des ajustements correcteurs, aggrave les déséquilibres. Surtout, le modèle traditionnel de financement bancaire de type "Originate and Hold" a laissé la place au modèle "Originate and Distribute", beaucoup plus centré sur les activités spéculatives que sur le financement de l'activité productive. Ce passage est encore aggravé par le développement d'une véritable "banque de l'ombre" (Shadow banking), à expliquer.

Cette évolution se traduit par un retour très net à des crises financières récurrentes, à l'image de celle qui a frappé les PDEM en 2007/2008, qui conduisent à une croissance plus heurtée et moins régulière. Cette situation peut inciter certaines entreprises à se passer d'un financement par les marchés, à l'image de Dell, un des leaders de la microinformatique, qui a décidé cette année de ne plus se financer par émission d'actions.