

# la répression financière

Jean-Jacques Rosa  
Michel Dietsch

## La répression financière

# La répression financière

Jean-Jacques Rosa  
Michel Dietsch

Bonnel Éditions

**Publié par Bonnel Éditions**  
**30 rue Le Peletier**  
**75009 Paris**  
**Tous droits de traduction,**  
**de reproduction et d'adaptation**  
**réservés pour tous pays.**  
**© Bonnel Éditions, Paris, 1981**  
**Printed in France.**

# Table des matières

Introduction 7

**1 De l'utilité des dettes**

Brève histoire de la finance 13

Pourquoi les dettes? 18

Marchés et intermédiaires financiers 21

La croissance des intermédiaires financiers 27

**2 L'industrie bancaire et la monnaie**

Ce que produisent les banquiers 34

Les limites naturelles du crédit 38

La production de monnaie, les banques et l'État 45

**3 L'étatisation du financement**

L'importance de l'État 58

Fiscalité, réglementation, cloisonnement 61

La concurrence inégale 68

**4 La finance réprimée**

Répression, inflation et taux réels négatifs 78

Le mécanisme de la répression financière 84

Les conséquences 89

**5 Serendip et nationalisation bancaire**

La spoliation par l'Opa publique 108

Le coût collectif de la nationalisation 113

La nationalisation substitut à l'impôt 120

Conclusion **La libération financière**

Les principes de la réforme 128

La libération financière est-elle praticable? 131

La politique d'honnêteté financière est-elle possible? 134

*Notes* 137

*Glossaire* 145

*Liste des figures et des tableaux* 147

*Bibliographie* 149



# Introduction

« Faites-nous de bonne politique, je vous ferai de bonnes finances », disait le baron Louis, ministre sous la Restauration et sous Louis-Philippe, à Guizot en 1830. A plus d'un siècle de distance Charles de Gaulle lui faisait écho, lorsqu'il déclarait que la politique de la France ne se faisait pas à la corbeille. La continuité dans l'affirmation de la primauté du politique sur le financier est révélatrice. La finance comme l'intendance, doit suivre. Mais comme l'intendance, elle jouit d'une faible considération. Soupçonnée d'être improductive, voire parasitaire, elle peut susciter l'envie ou la méfiance, mais non l'admiration.

On retrouve aujourd'hui dans les circonstances difficiles de la stagflation contemporaine la même attitude dans le débat de politique économique. L'épargne — l'autre face de la finance — est la grande absente. Les keynésiens comme les monétaristes ne l'estiment guère. Pour les premiers, elle est jugée dangereuse parce que chroniquement surabondante et donc responsable des récessions et de la stagnation. Cette conception pouvait s'expliquer dans le contexte particulier de la Grande Dépression. La sous-utilisation des hommes et des machines attribuée à une insuffisance de la demande par excès d'épargne permettait d'espérer qu'une augmentation des dépenses suffirait à ranimer la croissance. Des investissements supplémentaires n'étaient pas nécessaires. Il était du même coup inutile de se préoccuper de l'épargne. Le problème financier ne se posait pas.

Mais les circonstances ont changé si les idées persistent. Nous connaissons depuis la guerre des périodes de croissance soutenue où les entreprises privées et le secteur public rivalisent dans la recherche de fonds trop rares. Cette situation nouvelle n'est pas suffisamment prise en compte par les rivaux monétaristes des keynésiens. Leur analyse reste également globale et repose sur un concept peu précis

dont la mesure pratique est nécessairement sujette à caution. Pour les monétaristes, en effet, la seule réalité qui vaille d'être étudiée est la forme la plus liquide de l'épargne, alors que sa masse globale comme sa répartition entre divers autres instruments financiers n'ont qu'une importance secondaire. L'épargne s'accroît automatiquement avec la richesse nationale, et l'essentiel est dit. Le souci premier reste, dans toute la mesure du possible, de limiter, d'encadrer, de corseter la croissance du stock de monnaie, même s'il faut pour cela réduire l'activité bancaire par l'imposition de réserves obligatoires, voire par rationnement du crédit.

L'échec des deux types de politiques face à la crise est patent. Faut-il alors renoncer à toute relance? Les économistes sont-ils condamnés, comme les médecins de Molière, à ne prescrire que purges et saignées en attendant que le patient se rétablisse de lui-même? Ce serait trop vite dit. Nous comprenons mieux aujourd'hui l'importance du secteur financier dans l'économie. Au lieu que l'épargne ne fasse que suivre la croissance comme le veut l'approche habituelle des macroéconomistes, elle peut être au contraire l'instrument principal qui infléchit le rythme de son développement. Le secteur financier, en effet, produit des services qui sont utilisés par tous les autres. Il suffit de comparer la finance au pétrole pour en mieux saisir le rôle. Nous venons de faire l'expérience, à deux reprises, des résultats que produit une modification du prix de cette ressource très généralement utilisée. Mais si le pétrole est consommé par beaucoup d'entreprises et de particuliers, toutes et tous font appel à la finance. C'est pourquoi une modification des prix financiers, les taux d'intérêt, affecte immédiatement l'économie dans son ensemble.

La théorie générale de la finance englobe désormais celle de la monnaie comme un cas particulier. Elle montre que le développement de l'épargne, qui passe par une rémunération satisfaisant les épargnants, est indispensable à une croissance économique soutenue et stable. Une épargne mal rémunérée s'atrophie et restreint les possibilités de financement. Un financement étroit étouffe à son tour le dynamisme de l'économie. L'expansion est inflationniste et précaire, la croissance accidentée. Les efforts des gouvernements pour sortir de cette situation en comprimant à la baisse les taux d'intérêt ne font qu'aggraver le mal. Celui-ci porte un nom : la répression financière.

Cette situation nous est bien connue. La France est un pays de finance réprimée. Les plaintes traditionnelles sur l'insuffisance de l'épargne longue et les préférences des Français pour les biens immo-

biliers et les placements refuges n'ont pas d'autre source qu'une politique financière de captation et d'exploitation publique des fonds prêtables. Elle s'appuie sur un abaissement systématique de la rémunération réelle des placements. Elle déforme et affaiblit la structure financière, elle compromet l'augmentation du niveau de vie.

A l'inverse, nous commençons à comprendre qu'une bonne politique de croissance passe par une honnête politique de l'épargne. La seule politique de la monnaie, qui ne vise que quelques actifs financiers parmi d'autres, n'en est qu'un élément. L'euthanasie du rentier en est aux antipodes. Car cette politique implique que l'État favorise le développement de l'industrie financière au lieu de la constituer en monopole dont il confisque les rentes pour les orienter à des fins politiques. En ce secteur plus encore que dans les autres, le monopole exploite le consommateur et appauvrit l'économie.

Dans le premier chapitre, nous rappelons comment les dettes et les créances servent le développement de l'activité économique. Au lieu d'être une excroissance parasitaire de l'économie, la finance est une source de son enrichissement. Le rôle respectif des banques, des autres institutions financières et des marchés de titres est défini et relié aux autres caractéristiques de l'économie.

Dans le deuxième chapitre est mise en évidence la production — la valeur ajoutée — des banques. Il est montré que leur prétendu « pouvoir » de création du crédit et de la monnaie n'existe pas. Ou alors il est strictement comparable au « pouvoir » de créer une automobile ou un service de transport. C'est dire que les banques ne peuvent en rien contraindre les entreprises ni les exploiter, lorsque leur industrie est ouverte à la concurrence. De même aucun mécanisme économique ne justifie un « droit » régalien exclusif de battre monnaie. C'est seulement la recherche permanente de ressources par le pouvoir politique qui l'a conduit à s'immiscer dans cette industrie pour s'en approprier les gains.

Le troisième chapitre montre qu'en France cette intervention massive, qui concerne pratiquement 80 % du secteur, rend dérisoire l'accusation de monopole portée à l'encontre de la minorité d'entreprises restées privées. Les modalités de la tutelle publique sont examinées en détail. Il est montré que le contrôle réglementaire des prix — les taux d'intérêt — et des quantités fait peser un handicap sur les entreprises financières privées, mais est en partie contrarié par la concurrence que ces dernières arrivent à maintenir dans le secteur, défendant ainsi l'intérêt des épargnants.

Le quatrième chapitre met en évidence l'étendue de la répression financière résultant de la politique monétaire et fiscale, ainsi que ses conséquences économiques : l'inflation et l'instabilité de la croissance. La répression financière qui rapproche notre structure économique de celle que l'on trouve dans les pays sous-développés, nous empêche de mettre pleinement en valeur un potentiel économique très riche. Elle nous enferme dans une politique de stop-go.

Dans le cinquième chapitre, il est montré que la nationalisation complète du financement n'est que le stade ultime de la répression financière. Au lieu d'être un coup de tonnerre dans un ciel serein, la nationalisation de ce qui reste d'entreprises privées du secteur bancaire n'est que l'expression achevée et sans fard d'une longue tradition de répression de l'épargne financière. C'est pourquoi la référence aux décisions antérieures ne constitue pas une justification des nationalisations. En se donnant un monopole total du financement, l'État acquiert aussi les rentes qu'autorise tout monopole, au détriment des épargnants. En rendant effectif le monopole étatique, la nationalisation accroît la facilité du prélèvement fiscal dissimulé sous la manipulation des taux d'intérêts, et déguisé par la complexité du réseau de canalisation publique de l'épargne. Elle permet l'augmentation presque indolore, puis discrétionnaire, de la pression fiscale. Elle est un substitut de l'impôt.

Le dernier chapitre trace les grandes lignes d'une politique d'honnêteté financière. Il en donne quelques exemples issus d'expériences récentes dans divers pays. Il en examine les premières modalités, parmi lesquelles la libération des conditions de rémunération de l'épargne, la concurrence bancaire et la dénationalisation.



« Qui paie ses dettes  
s'enrichit »  
(Dicton)

« Qui paie ses dettes  
ne s'enrichit  
ni ne s'appauvrit »  
(Comptable  
anonyme)

« Qui accroît ses dettes  
peut s'enrichir »  
(Économiste  
anonyme)

## **Introduction**

Qu'est-ce que la finance? A quoi sert-elle? Pourquoi importe-t-il de s'endetter? A ces questions peut-être trop simples nous apporterons la réponse implicite d'Archimède. Lorsqu'il déclarait « donnez-moi un point d'appui et je soulèverai le monde » il omettait un élément important : le levier. La finance est l'équivalent du levier d'Archimède dans le monde économique. L'utilité des dettes tient à l'amplification de la rentabilité des investissements qu'elles autorisent. Par elles, la croissance économique peut atteindre des rythmes élevés et le niveau de vie passer du plus bas au plus haut.

Les dettes, c'est-à-dire aussi les créances, sont donc intimement liées au développement économique. La croissance de l'industrie des dettes, ou industrie financière, accompagne et soutient celle des autres industries. Mais le fonctionnement du levier financier ne se conçoit pas non plus sans point d'appui. C'est le rôle de l'épargnant de détenir les créances qui permettent au levier de jouer. L'utilité des dettes doit être équilibrée par l'utilité des créances. C'est en cela que l'équilibre financier conditionne la croissance. C'est dire au sens propre que les dettes ne sont pas sans intérêt.

## **Brève histoire de la finance**

La finance, c'est-à-dire la création de dettes et créances, n'est pas une invention du capitalisme moderne. Le cultivateur du néolithique qui empruntait, il y a plus de 7 000 ans, quelques grains pour ensemercer un champ supplémentaire, émettait sans le savoir la première forme de dette, gagée sur sa récolte future et la confiance qu'il inspirait à son voisin. Ce dernier, en acquérant cette créance non écrite, s'abstenait

de consommer immédiatement une part de ses ressources courantes, qui lui reviendrait probablement accrue lors de la campagne suivante.

La créance, ou la dette, représente les droits de l'un sur les ressources de l'autre. Elle constitue une forme non matérielle de détention de richesse, un actif « financier » par opposition aux actifs « physiques ». L'actif financier est, de la part du créancier, un pari sur les ressources futures du débiteur. Il comporte nécessairement un risque. C'est pourquoi il est toujours gagé sur une autre forme plus immédiatement contrôlable de richesse, matérielle ou humaine, c'est-à-dire sur un capital qui peut à tout instant être échangé contre d'autres biens.

Toutes les sociétés économiques connues ont possédé du capital, dans le sens de biens physiques durables qui résultent du produit du travail humain appliqué à des ressources naturelles. Ce capital à l'origine a pu n'être constitué que par les outils les plus simples — haches, couteaux, sarcloirs — fabriqués par l'homme de l'âge de pierre. Depuis la révolution agricole du sixième millénaire, et plus encore depuis la révolution urbaine du troisième, ces actifs matériels ont pris progressivement la forme qui nous est maintenant familière : maisons et autres constructions, routes, digues et canaux, machines-outils, véhicules, stocks de matières premières, de biens semi-finis et de produits finis, métaux sous forme d'ornements, de lingots ou de pièces.

Mais l'invention d'actifs financiers explicites, matérialisés par un titre, a été beaucoup plus tardive. Elle n'est véritablement intervenue que dans des zones limitées du Proche et du Moyen-Orient vers les troisième et deuxième millénaires. A Sumer, trois mille ans avant notre ère, les prêts de grain et d'argent métal étaient courants, aux taux respectifs de 33 1/3 % et de 20 % par an. A Babylone, aux environs de 1800 avant J.-C., le Code d'Hammourabi réglementait les transactions financières. Les dépôts bancaires, les transferts de dépôts entre particuliers, et les opérations de prêts étaient habituels. Des entreprises commerciales existaient déjà et certaines se consacraient à des opérations très semblables à celles des banquiers du XIX<sup>e</sup> siècle : prêts aux particuliers, aux entreprises, aux gouvernements; association avec d'autres firmes dans des filiales communes; gestion de dépôts rémunérés; rachats de créances gagées sur des terres, l'équivalent de l'époque des prêts hypothécaires actuels. Les taux d'intérêt variaient entre 10 et 20 %.

Ce degré d'évolution des techniques financières ne devait plus être dépassé pendant deux mille ans. Dans l'Antiquité grecque, la

finance tendait à se limiter au prêt à l'aventure maritime avec des taux d'intérêts élevés, se situant entre 30 et 100 % en fonction des risques de guerre et de piraterie. L'Empire romain qui reposait économiquement sur l'agriculture et les tributs prélevés sur les nations conquises, n'était guère concerné par l'activité commerciale et financière bien que la société par actions à responsabilité limitée y ait été connue. En raison de l'orientation terrienne et militaire de leur économie, les Romains adoptaient une attitude caractéristique à l'égard de la finance. Ils furent probablement les inventeurs de la politique d'argent facile si prisée par nos gouvernements modernes. De bas taux d'intérêt passaient pour souhaitables. La loi romaine prévoyait que les prêts à taux supérieur au maximum légal entraînaient une pénalité d'un montant quadruple<sup>1</sup>. Pendant plusieurs siècles, le plafond fut fixé à 12 %.

Cette politique se retrouvera à plusieurs reprises dans l'histoire et nous concerne tout particulièrement aujourd'hui. Le parallèle cependant ne doit pas être poussé trop loin. Il ne faut pas conclure que la finance antique était identique à celle que nous connaissons. A l'époque, les marchés financiers organisés n'existaient pas. Les emprunts se limitaient au court terme et n'avaient pour objet que les nécessités du commerce ou de la consommation des particuliers. Les grandes entreprises n'avaient pas fait leur apparition et les gouvernements ne présentaient pas, le plus souvent, de garanties suffisantes pour obtenir du crédit<sup>2</sup>. Enfin, la rareté du crédit et les risques qu'il présentait pour le prêteur dans une société quasi stagnante affectée par les aléas de l'agriculture et de la guerre étaient tels que les peines encourues pour défaut de remboursement devaient être extrêmement sévères : la mise en esclavage du débiteur insolvable à Babylone comme à Rome.

Ces circonstances expliquent aussi l'attitude latente d'hostilité au crédit, assez compréhensible dans une société proche du niveau de subsistance où l'espérance de revenus futurs ne dépassait pas le niveau des ressources courantes. L'emprunt, principalement à but de consommation immédiate, ne pouvait que constituer une charge insupportable pour l'avenir. Donc un danger pour l'emprunteur et un risque prohibitif pour le prêteur. La doctrine chrétienne de l'usure ne fit ensuite qu'accentuer cette tradition dans une période de régression économique et de contraction des échanges. Les prêts ne pouvaient avoir pour raison que de venir en aide à un voisin frappé par la malchance. Vouloir à cette occasion lui réclamer un intérêt qui serait nécessairement prélevé sur un revenu déjà insuffisant pour subsister, ne pouvait

1. Voir notes p. 137.

que l'engager définitivement dans l'insolvabilité et la misère. La condamnation morale rejoignait le bon sens économique. Le prêt ne pouvait être admis que comme un élément de solidarité face aux risques individuels, et ne devait pas porter intérêt. La collectivité rurale s'organisait en une sorte de mutuelle d'assurance.

Cependant, la reprise de l'essor économique et des relations commerciales fit osciller l'Église entre la prohibition absolue de tout prêt à intérêt et la méthode romaine de réglementation et de taux plafonnés. Après le XII<sup>e</sup> siècle, les accommodements avec la morale et les besoins du commerce, qui donnaient naissance à des formes subtiles de casuistique, finirent par ouvrir la porte à une certaine liberté. Deux instruments financiers à long terme pouvaient faire l'objet d'échanges : le premier était l'emprunt censitaire. Le « cens » consistait en un droit de propriété sur une part de récolte, puis à une époque plus tardive, sur un paiement monétaire correspondant. Un propriétaire terrien pouvait emprunter sur son cens, sans que le prêteur soit considéré usurier, bien qu'il s'agisse en fait d'un prêt hypothécaire avec paiements d'intérêts et échéance fixe. Certains emprunts de ce type étaient perpétuels. Un marché de revente de ces créances vint à exister, même s'il fut peu actif. L'autre instrument financier, de loin le plus utilisé, était celui qu'avait inventé la République de Venise en forçant ses citoyens les plus riches à lui « prêter » à 5 % de l'argent pour financer le budget militaire. L'échéance était de 100 ans mais le remboursement prématuré pouvait intervenir de façon capricieuse, selon l'état des finances des doges. Ces obligations publiques pouvaient être cédées sur un marché secondaire animé où les cotations étaient quotidiennes.

Le développement financier de l'Europe se poursuit vers la fin du Moyen Age avec les prêts commerciaux à court terme et les opérations de change, les prêts hypothécaires et les emprunts lancés par les cités - États d'Italie, d'Allemagne et de Hollande. Les banques italiennes, souvent familiales, prenaient leur essor. C'est au XVI<sup>e</sup> siècle que les chefs de la Réforme protestante réhabilitent l'intérêt, pourvu qu'il ne soit pas confiscatoire, et Calvin fixe à Genève en 1547 le taux maximum à 5 %. Mais c'est aux XVIII<sup>e</sup> et XIX<sup>e</sup> siècles que la finance prit une dimension nouvelle, d'abord avec les emprunts d'État et le financement du commerce international, puis avec la Révolution industrielle, les entreprises à responsabilité limitée et les actions, le papier monnaie, les caisses d'épargne, les sociétés de crédit mutuel et de prêt à la construction, les banques commerciales, les grandes banques d'affaires et les sociétés d'assurances<sup>3</sup>. Ces étapes du développement

financier furent jalonnées par une tendance spectaculaire à la baisse des taux d'intérêt. Aux périodes débutantes de l'industrie financière à marché étroit, à risque élevé et à techniques rudimentaires, succédaient la grande industrie, les vastes marchés et la baisse des coûts de production et du prix du crédit, phénomène tout semblable à celui que nous retrouverons à notre époque avec la grande diffusion des biens durables comme la télévision ou les calculateurs qui font baisser leur coût dans d'énormes proportions.

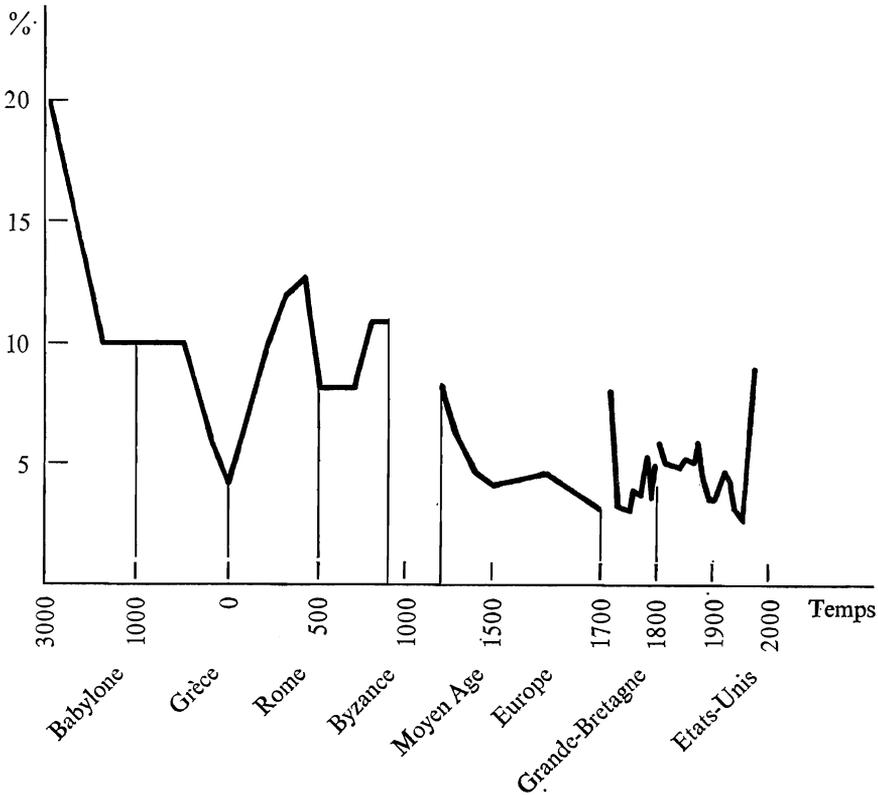


Figure 1  
La baisse séculaire  
des taux d'intérêt

Taux d'intérêt historiques (les taux après 1200 après J.C.) sont sur des titres de long terme à faible risque. Auparavant, les taux d'intérêt sont ceux des dettes à court terme.

Source :  
L. Schall et C. Haley, *Introduction to Financial Management*, McGraw-Hill, 1977.

D'une façon générale, le développement des actifs financiers dépassait en rapidité celui de l'accumulation des richesses non financières. Ce trait caractéristique qui en fait, selon la terminologie économique, des biens « supérieurs », c'est-à-dire des biens dont la demande augmente plus vite que le revenu, se retrouve à un instant donné dans une comparaison internationale de pays à niveau de vie différent. Ainsi, le patrimoine financier représentait en 1960, 64 % du patrimoine matériel en France, 127 % aux États-Unis et 172 % en Grande-Bretagne. Par contre, il se situait entre 15 et 50 % du patrimoine matériel dans les pays sous-développés, et n'atteignait que 35 % en URSS et 40 % en Yougoslavie <sup>4</sup>.

Ces grands traits du développement financier demandent une explication.

### **Pourquoi les dettes ?**

On peut emprunter pour faire face à une perte inattendue : mauvaise récolte, accident, maladie. On emprunte aussi parce que la répartition des revenus au cours de l'existence ne correspond pas le plus souvent à la façon dont on souhaite répartir sa consommation dans le temps <sup>5</sup>.

A partir de son entrée en activité, l'individu obtient un revenu du travail qui va croissant selon un profil qui varie avec le métier qu'il a choisi, son degré de compétence professionnelle et son niveau d'effort. Vers la fin de son existence, sa production, et donc son salaire, baissent soit progressivement du fait de l'âge, soit plus nettement du fait de l'institution de la retraite. La consommation, au contraire, suit une trajectoire beaucoup plus régulière. Garantie par des transferts familiaux dans les années d'enfance et d'adolescence, elle atteint le plus souvent un maximum avec les années de maturité, pour finir éventuellement par diminuer avec le grand âge. Un consommateur typique est donc amené à s'endetter au cours de ses premières années de production, pour ensuite rembourser ses dettes et accumuler des créances qui lui serviront à assurer sa consommation dans les années de retraite et de moindre activité.

Mais la principale raison du développement de l'endettement vient de l'existence de l'investissement. Celui-ci consiste en une accumulation de biens durables qui, combinés au travail humain, augmentent à terme la production et le niveau de vie. L'investissement n'est entrepris que parce qu'on en attend un enrichissement, c'est-à-

dire un flux de revenus futurs dont le montant est supérieur à la mise initiale. Celui qui croit avoir découvert une telle opportunité n'a pas intérêt à limiter l'investissement à sa propre capacité d'épargne. Il peut en augmenter la rentabilité en ayant recours aux dettes, c'est-à-dire au financement externe. C'est ce que la théorie financière étudie sous le nom d'effet de levier. L'investisseur qui dispose d'une richesse initiale de 100, et qui a découvert une possibilité d'investissement pouvant lui rapporter 20 % par an, n'atteint qu'une richesse de 120 au bout de la première année. S'il peut au contraire y ajouter un emprunt de 100, son revenu de la première année est de 40. A supposer que le service de l'intérêt soit inférieur à 20 %, 10 % par exemple, il devra verser 10 à son prêteur et lui rendre son capital de 100. Au total, il dispose en fin d'année de 130. Grâce à l'emprunt, il a augmenté sa richesse de 30 % par un investissement dont la rentabilité est de 20 %. La seule condition pour ce faire est qu'il puisse trouver un investissement dont le taux de rendement est supérieur au taux d'intérêt sur les emprunts, et qu'il arrive à inspirer suffisamment confiance au prêteur pour que sa dette soit acceptée. Rappelons d'ailleurs que le taux à servir sur l'emprunt est d'autant plus faible qu'il inspire davantage confiance, comme nous l'avons vu précédemment.

Le développement de l'endettement qui vient s'ajouter à l'auto-financement s'explique par l'augmentation de rentabilité qu'il apporte à l'investisseur. Mais il est important de comprendre qu'en accroissant le volume d'investissement effectivement mis en œuvre, la dette contribue à l'enrichissement réel de l'investisseur *et* du prêteur. Le processus réel qu'elle recouvre est facile à comprendre : c'est la mise à la disposition des investisseurs qui ont découvert les activités les plus rentables des ressources disponibles des agents qui n'ont pas ce talent. Les uns et les autres en bénéficient. Mais à côté de ces avantages les dettes présentent des inconvénients. Elles font courir des risques au prêteur, tant parce que les résultats de l'investissement sont aléatoires que parce que d'autres aléas peuvent par ailleurs affecter son revenu et sa consommation. Le prêteur qui a confié une partie de ses ressources à un investisseur, en général pour une certaine durée nécessitée par la mise en œuvre de la nouvelle production, peut en avoir soudainement besoin pour faire face à l'imprévu. Et l'imprévu a d'autant plus de chances de le laisser sans ressources immédiatement disponibles que la durée du prêt est longue. Son risque est alors un risque d'illiquidité, il est lié à la durée, ou maturité, de la dette. Mais le risque pour le prêteur dépend aussi de la solvabilité de l'emprunteur, de sa capacité

de remboursement à échéance de la dette. L'appréciation de ce risque de faillite est toujours difficile. L'investisseur le premier n'est pas toujours en mesure de l'évaluer. A plus forte raison l'épargnant qui n'est pas du métier et dispose d'une information moins précise. C'est pourquoi ce dernier demande souvent un gage qu'il puisse légalement s'approprier en cas d'insolvabilité de l'emprunteur pour se rembourser de sa créance. Le gage idéal doit avoir une valeur stable et ne pouvoir être aisément détourné ou dissimulé par le débiteur. C'est pourquoi les biens immobiliers ont constitué historiquement les premiers gages, quand ce n'était pas la personne même de l'emprunteur! En effet, le terrain est par définition immobile, et il représente la forme la plus importante de capital dans une société agricole. C'est ce qui a logiquement conduit à inventer le crédit hypothécaire à côté de la menace de mise en esclavage du débiteur insolvable, que nous avons rencontrée dans l'histoire de la finance. Mais par la suite de nouvelles formes de gages devaient être inventées. Ainsi un prêt personnel est lié au jugement que porte le prêteur sur la capacité de l'emprunteur à gagner régulièrement un certain salaire dans les années à venir, mais le gage réside dans la loi qui autorise le prêteur à saisir éventuellement une partie des salaires. De même la valeur des actions des sociétés reflète l'opinion des épargnants quant à la capacité bénéficiaire de l'entreprise au cours des prochains exercices. La valeur des actifs, matériels comme les immeubles, ou immatériels comme le fonds de commerce et la clientèle habituelle, servent de gage en cas de dissolution ou de disparition des perspectives bénéficiaires.

La complexité de la plupart des créances modernes résulte du nombre et de la variété de leurs caractéristiques. Il est exclu de les recenser toutes. Mais les acheteurs et les analystes financiers traduisent en deux propriétés synthétiques ces dimensions multiples : le risque et le rendement. La théorie financière moderne, inventée au début des années 50<sup>6</sup>, a établi les fondements d'une mesure satisfaisante et raisonnée du risque à partir de la variabilité des rendements dans le temps. Elle permet aujourd'hui d'étudier comment chaque caractéristique particulière d'une créance, sa durée, les modalités de paiement des intérêts, les types de gages sur lesquels elle s'appuie, le secteur d'activité de l'émetteur, entre autres, modifie les niveaux respectifs de son risque et de son rendement.

L'étude du fonctionnement des marchés financiers<sup>7</sup> que nous connaissons fait alors apparaître le théorème de base de la finance : la tendance vers une relation stable entre le niveau de risque et le niveau

de rendement. Plus de rendement ne peut être obtenu en moyenne par l'investisseur, et donc l'épargnant, qu'en acceptant une incertitude plus grande sur les revenus. Cela signifie que le risque a un prix, c'est-à-dire un coût, mais aussi un avantage. Celui-ci est mesuré par la prime de risque moyenne sur les dettes, c'est-à-dire l'écart de taux d'intérêt entre les dettes risquées et les dettes à risque plus réduit. Comme on sait mesurer par un chiffre l'écart des risques, on sait désormais mesurer aussi le prix du risque.

Le prix du risque est l'ingrédient de base qui concourt, avec les anticipations d'inflation, à former la rémunération des dettes, c'est-à-dire le taux d'intérêt<sup>8</sup>. Nous avons déjà vu que dans l'Antiquité grecque le prêt à l'aventure maritime, particulièrement risquée, donnait lieu à versement de taux très élevés. De même aujourd'hui, les « mauvais risques » sont passibles de taux très supérieurs au taux de base bancaire.

Mais ce qui explique la baisse spectaculaire du coût des dettes au cours des siècles, c'est, outre la réduction de certains risques par la création de sociétés stables et policées, l'extraordinaire développement des marchés et des intermédiaires financiers s'appuyant sur une technologie spécifique de transformation des risques.

## **Marchés et intermédiaires financiers**

Le développement des dettes dans l'économie, c'est-à-dire celui du financement externe des investisseurs, permet de faire jouer l'effet de levier qui favorise la croissance. Mais les dettes seront d'autant plus facilement achetées par les consommateurs qui ont momentanément un excédent de ressources, qui prévoient l'avenir, ou qui veulent se protéger contre des aléas, qu'elles sont plus facilement échangeables, donc liquides. Cette liquidité des créances, la possibilité de les échanger à tout moment contre des biens et des services sans perte notable de valeur, est assurée par les marchés de revente. Mais elle résulte aussi de l'activité de firmes spécialisées, les intermédiaires financiers qui, contrairement à ce que leur nom laisse croire, ne se contentent pas d'allonger le circuit de l'échange, mais modifient aussi les caractéristiques mêmes des créances. Ces intermédiaires effectuent un travail de transformation du produit qui le rend plus liquide et plus conforme aux désirs des prêteurs. Les deux institutions, marchés financiers et intermédiaires, sont donc en concurrence l'une avec l'autre pour

favoriser le placement et le développement des dettes dans l'économie. Mais elles sont évidemment aussi complémentaires puisque les intermédiaires achètent et vendent des créances sur les marchés financiers.

Pour placer les dettes des emprunteurs auprès des épargnants, un marché financier, c'est-à-dire un lieu de rencontre habituel des uns et des autres, peut suffire. Il y a dans ce cas transmission directe du producteur de dette à l'acheteur sans que le produit soit modifié au moment où il change de main. Sur ces marchés, comme sur tous les autres, des intermédiaires apparaissent. Leur rôle est de faciliter les échanges en abaissant les coûts de transaction, et notamment en améliorant l'information respective des acheteurs et des vendeurs. Par exemple les Bourses de valeurs sont des institutions qui fournissent le cadre matériel des échanges. Mais les agents de change, courtiers et banques d'affaires participent aussi à l'amélioration des conditions de fonctionnement et assurent la fluidité des transactions. Ce simple aspect de leur activité apportant un service indispensable mais limité ne justifie pas un très grand développement. Ils rapprochent les marchés concrets de l'idéal théorique du marché financier parfait dans lequel l'information est complète et les échanges se réalisent sans frictions, idéal que l'on peut comparer à celui de la physique théorique dans un monde sans frottement.

Les marchés financiers raisonnablement parfaits assurent alors aux prêteurs la liquidité et contribuent de plus à réduire le risque par une autre voie : celle de la diversification des portefeuilles. La répartition d'un patrimoine entre des créances dissemblables comporte un risque moindre que son placement exclusif en une seule. Le principe est évident et fait partie de la sagesse populaire. Son illustration est simple. Nous avons dit que le risque consistait en une variation de la rentabilité. Prenons deux créances également risquées mais dont la rentabilité évolue systématiquement en sens contraire : par exemple des actions gagées sur les résultats de la production d'imperméables et d'autres émises par les hôteliers dans une région touristique. Le mauvais temps accroîtra le rendement des premières et fera baisser celui des secondes et vice versa. Mais un portefeuille d'actions comprenant les deux bénéficiera d'un taux stable de rentabilité, éliminant le risque.

C'est pourquoi l'épargnant cherchera non seulement la liquidité des créances, mais aussi la diversification de son patrimoine entre diverses créances, pour limiter son risque. Il est donc amené à détenir simultanément des immeubles, des actions, des obligations, des dépôts

à terme, des prêts hypothécaires, des devises étrangères, des pièces métalliques, et tout autre titre de dette dont l'inclusion dans son portefeuille en réduit le risque global.

Mais il va très vite atteindre les limites de cette diversification. En premier lieu, la dimension nécessairement réduite de son épargne ne lui permet pas d'acheter plus que quelques actifs, notamment parce que plusieurs d'entre eux ne se vendent que par unités importantes et coûteuses. Ainsi un appartement représente une valeur qu'il est malaisé de fractionner. Même les dépôts à terme librement rémunérés doivent dépasser 100 000 F. Tout épargnant ne peut donc diversifier son avoir comme il l'entendrait<sup>9</sup>. En second lieu il ne dispose pas d'un temps ni d'une compétence suffisants pour acquérir les informations qui lui permettraient de sélectionner les créances offrant le meilleur rapport rendement-risque, ni de retenir celles qui, ensemble, donneront le risque de portefeuille le plus efficacement réduit. C'est à ce point qu'interviennent des entreprises spécialisées dans l'évaluation des risques et la composition des portefeuilles : les intermédiaires financiers.

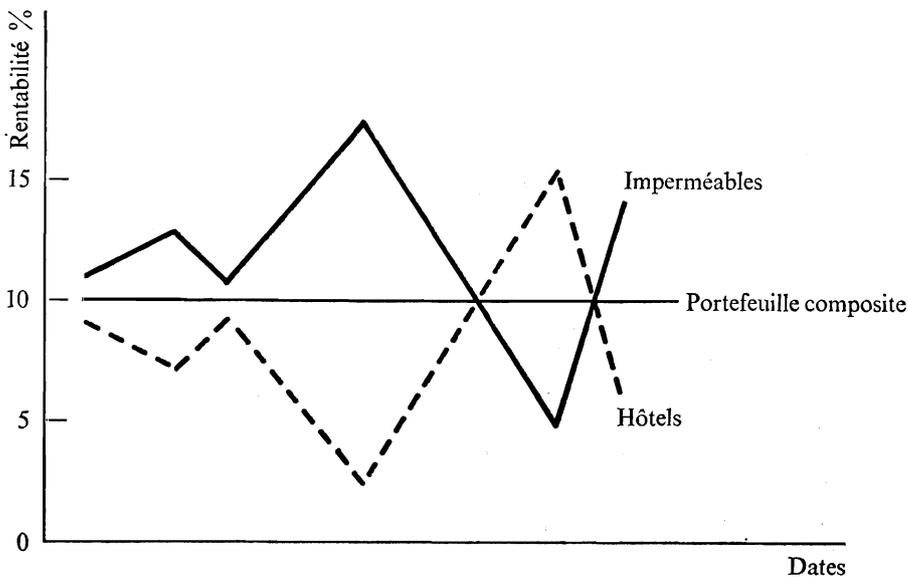


Figure 2  
Diversification du portefeuille  
et réduction du risque

Les intermédiaires financiers transforment les caractéristiques des dettes émises par les investisseurs pour les adapter aux préférences des épargnants, en leur offrant une meilleure liquidité et un meilleur rendement, compte tenu d'un risque donné, ainsi qu'une réduction du risque pour un rendement donné. Ils apportent plus encore que le marché une divisibilité des dettes et une meilleure information sur les risques que présentent les créances. C'est ce service de transformation que vendent les intermédiaires financiers. Il est inclus dans les caractéristiques des dettes que ces entreprises proposent à leur tour au public.

L'intermédiaire financier le plus simple est la Sicav. Elle apporte au petit épargnant une possibilité de diversification plus grande que celle qu'il obtiendrait en achetant directement sur le marché des actions ou obligations. La Sicav achète un portefeuille bien diversifié de ces titres. En contrepartie elle émet dans le public des créances très fractionnées sur ce patrimoine financier : des parts dont le montant est assez faible. Dans le cas des Sicav « indiciaires » qui ont acheté un portefeuille assez vaste pour ressembler en tous points au marché dans son ensemble, l'achat d'une part de quelques centaines de francs permet de réduire le risque inhérent au choix d'une seule ou de quelques actions. Le détenteur de la part possède en fait une créance sur toutes les entreprises cotées en Bourse.

En émettant des parts la Sicav emprunte au même titre que l'investisseur initial. Mais elle obtient du crédit en fournissant comme gage les dettes des investisseurs initiaux. Elle crée ainsi une stratification des dettes : des créances gagées sur des créances. Dans le processus elle crée cependant une valeur ajoutée, une production. Elle rend à l'épargnant un service de divisibilité des titres et une diversification des placements. Elle l'encourage à épargner en lui offrant une meilleure rémunération ajustée pour le risque. Développant l'épargne, elle accroît l'investissement et donc la réallocation des ressources réelles qui détermine la croissance. C'est vrai également de toutes les institutions financières qui répondent au même principe d'organisation et de fonctionnement. Elles proposent aux épargnants leurs propres dettes : dépôts bancaires à vue ou à terme, livrets d'épargne, contrats d'assurance, cartes de crédit. En contrepartie, elles achètent des titres de créance « primaires », émis par les investisseurs : actions, obligations, prêts aux particuliers et aux entreprises. Ces titres servent eux-mêmes de gage aux acheteurs des titres « secondaires » qu'elles émettent. C'est ce que nous voyons dans le bilan des intermédiaires financiers.

**Portefeuilles d'actif  
et de passif  
des intermédiaires  
financiers  
(Bilan)**

<b>Actif</b> <i>Titres « primaires »</i> (émis par les investisseurs et gagés par des garanties réelles ou personnelles)	<b>Passif</b> <i>Titres « secondaires »</i> (gagés par des titres mobiliers)
Actions	Parts de Sicav
Obligations	Dépôts dans les banques
Parts de sociétés	Dépôts dans les Caisses d'épargne
Prêts divers	Contrats d'assurance et de prévoyance
Avances	

Mais en accumulant de vastes portefeuilles de dettes, les intermédiaires financiers font apparaître de nouvelles possibilités économiques. La gestion de ressources importantes permet la spécialisation des tâches dans l'institution et l'élévation de la productivité des gestionnaires. Alors que l'épargnant individuel n'a qu'une évaluation sommaire des risques faute d'information, l'intermédiaire financier peut amortir le coût de recherche et de traitement de l'information sur un grand nombre de déposants ou de souscripteurs. Il est ainsi en mesure, grâce à une compétence accrue de ses gestionnaires mieux informés, de sélectionner les dettes qu'il achète pour ne retenir que les moins risquées ou les plus rentables. Au mécanisme de réduction des risques par diversification, il ajoute celui de réduction des risques par sélection et information. C'est ainsi que le métier du banquier consiste à retenir ou écarter une demande de crédit. Il décide en fonction des risques. Traitant chaque année un nombre élevé de dossiers, il acquiert une compétence particulière dans leur évaluation. Réduisant le risque à l'actif de son bilan, le banquier est alors en mesure de servir une garantie de meilleure qualité et une rémunération plus élevée à ses déposants.

Il en va de même de la Sicav ou de l'assureur ou de tout autre intermédiaire financier. En restant à ce niveau de généralité, on constate que tous les intermédiaires financiers fonctionnent selon le même principe. L'importance de leur chiffre d'affaires permet de mettre en œuvre la spécialisation et le travail d'équipe dans la gestion. Ceux-ci à leur tour permettent une production d'information plus efficace, donc une meilleure sélection du portefeuille d'actif et une plus grande réduction du risque. Ces activités les conduisent à accroître leur collecte en offrant de meilleurs services, ce qui développe aussi leurs prêts et donc leur bilan.

En pratique pourtant les intermédiaires se spécialisent dans des activités différentes. L'intermédiaire financier universel qui proposerait à la fois des dépôts à vue, des contrats d'assurance, du crédit à la consommation, des prêts à long terme à l'investissement et des contrats de retraites n'existe pas vraiment pour deux raisons : la première est qu'il y a probablement des économies de gestion à réaliser en se spécialisant dans le traitement de certaines créances. De même qu'une entreprise automobile n'est pas particulièrement bien placée pour produire des appareils photos mais peut avoir un avantage dans la production de tracteurs, une banque de dépôts peut pratiquer les opérations de change mais pas l'assurance. Cependant ces différenciations, qui s'expliquent par la complémentarité ou la diversité des techniques de ventes ou de traitement de l'information sur le risque, ne sont pas immuables dans le temps. Elles évoluent évidemment avec les techniques elles-mêmes. C'est pourquoi à une époque le « grand magasin » financier qui offre toute la gamme des services existants peut l'emporter, alors qu'à une autre la diversité des institutions sera la règle. La période actuelle semble bien plutôt être celle d'une tendance vers le supermarché ou la banque « à tout faire » et même celle d'une fusion entre activités financières et non financières, le rassemblement se faisant autour des réseaux de distribution traitant indifféremment services financiers et biens <sup>10</sup>. En même temps de nouvelles complémentarités apparaissent aux États-Unis entre banques et assurances, ou courtiers en valeurs mobilières et banques.

La spécialisation peut aussi s'expliquer par la deuxième raison de différenciation des institutions financières : la réglementation publique. En France, la loi a longtemps imposé une distinction entre banques d'affaires et banques de dépôts. La loi supprimée, la différence s'est estompée. De même aujourd'hui les assureurs ne peuvent émettre des dettes sous forme de comptes-chèques et réciproquement les banquiers ne peuvent émettre leurs propres contrats d'assurance. Mais rien n'interdit de penser que des dispositions législatives moins restrictives ne conduiraient pas à d'autres regroupements d'activités financières.

Un exemple a été fourni récemment par les caisses d'épargne qui sont entrées sur le marché des comptes chèques précédemment réservés aux banques. Et le mouvement se poursuit. Comme nous le verrons au chapitre III, les dispositions légales en la matière ont principalement pour objet l'organisation et la défense de certains privilèges publics.

## La croissance des intermédiaires financiers

Les services supplémentaires qu'apportent les intermédiaires par rapport aux marchés expliquent la forte croissance des premiers par rapport aux seconds au cours du développement. La masse des dettes des institutions financières augmente plus vite que la richesse nationale, en particulier depuis un siècle. Alors que les actifs des intermédiaires représentaient en moyenne 7 % de la richesse nationale des dix pays développés en 1880 <sup>11</sup>, ils passent à 21 % en 1913, 24 en 1929 et 37 au début des années 60. Il est intéressant de noter l'évolution de la France où ce rapport est passé, aux mêmes dates, de 6 %, à 16, 19 et 23, témoignant ainsi du retard accumulé de son essor financier alors que le Japon passait de 1 % en 1880, à 19 en 1913, 28 en 1929 et 53 en 1960. Par ailleurs, les États-Unis partis de plus haut avec 12 % en 1880, arrivent à 46 en 1960. La France était d'ailleurs en 1960 l'avant-dernier des dix pays pour le développement des institutions financières, ne devant que l'URSS. Dans l'ensemble des pays développés, la forte croissance de l'intermédiation s'est aussi accompagnée d'une grande diversité des institutions. Les banques sont à l'origine du développement financier et elles en demeurent la composante principale. Cependant, à mesure que la finance croît, de nouveaux types d'institutions apparaissent. Leur part dans le total des dettes du secteur comme dans l'ensemble des créances dépasse aujourd'hui très largement celle des banques. On notera aussi l'important gonflement des banques centrales dans les années de crise et de guerre.

Tableau 1  
Répartition des  
actifs des institutions  
financières (en %)  
dans les pays  
développés

	Banques centrales	Banques de dépôts	Caisses d'épargne	Organismes d'assurance	Autres institutions
1860	13,7	38,7	17,0	8,9	21,7
1880	12,7	45,9	16,1	7,1	18,1
1900	8,7	42,2	19,6	10,8	18,8
1913	6,5	43,2	19,2	14,3	17,5
1929	8,6	40,2	19,6	16,1	15,5
1938	11,3	29,7	20,3	21,7	17,0
1948	18,2	34,8	18,1	17,5	11,5
1963	10,6	28,8	19,3	22,8	18,4

Source :  
Raymond W. Goldsmith,  
*Financial Structure and  
Development*,  
Yale University Press,  
1969.

Le poids croissant des intermédiaires par rapport aux marchés financiers où les vendeurs et les acheteurs de dettes se rencontrent directement témoigne de leur efficacité. Mais cette évolution n'est pas sans limites.

En effet, les gains de pure diversification des risques qui jouent à l'actif sont rapidement atteints. Des portefeuilles de crédit ou d'actions de quelques centaines de lignes permettent de les obtenir. Restent alors les économies de gestion et de spécialisation dues à l'importance du chiffre d'affaires. Certains équipements matériels coûteux, mais surtout l'investissement en réseaux de distribution, nécessitent une certaine dimension de l'entreprise.

Mais en revanche, la grande entreprise pose des problèmes de pertes de contrôle dans la gestion et devient « managériale », c'est-à-dire moins complètement orientée vers l'efficacité et l'obtention de profits<sup>12</sup>. La première raison tient à la dispersion presque inévitable de l'actionnariat lorsque le volume des capitaux requis augmente. Les apporteurs de capitaux plus nombreux voient à titre individuel leur pouvoir de surveillance de la marche de l'entreprise réduit, cependant que leur portefeuille généralement plus diversifié les incite à moins se préoccuper de chacune de leurs actions. Nous verrons pourtant au chapitre V qu'un marché financier fonctionnant correctement peut pallier ces inconvénients. La seconde raison de la perte d'efficacité vient de ce que l'augmentation du nombre des salariés finit par dépasser la capacité de contrôle effectif de l'homme qui se trouve en haut de la pyramide hiérarchique<sup>13</sup>. Dans ces conditions, les gains dus à une meilleure appréciation du risque des créances acquises sont de plus en plus compensés par l'élévation des coûts de gestion. Il n'est plus alors possible d'améliorer le rendement servi aux apporteurs de capitaux et aux autres souscripteurs des dettes de l'intermédiaire. Même si elle est impossible à définir précisément par la simple théorie, une position d'équilibre existe en pratique. Mais elle évolue avec la croissance économique et les conditions techniques de production. L'organisation des activités des institutions centralisées et hiérarchiques, firmes privées ou administrations, devient désavantageuse au-delà de cet équilibre. C'est-à-dire qu'elle ne donne plus satisfaction au consommateur ou à l'épargnant. Par ailleurs, une centralisation toujours plus forte de la gestion des dettes au sein d'entreprises de taille croissante n'est pas nécessairement souhaitable. Elle risque même d'être nuisible à une bonne diversification. De plus, les épargnants tirent avantage de la concurrence entre les firmes et n'ont

aucun intérêt au face à face avec un « monopoleur », quels que puissent être les avantages en information dont celui-ci dispose. C'est que l'échange mutuellement avantageux nécessite un certain équilibre entre l'information du vendeur et celle de l'acheteur, une trop forte asymétrie entraînant des pertes pour le moins bien informé. Une des façons d'obtenir plus d'information est de mettre en parallèle les services de plusieurs entreprises. Un bon exemple en est fourni par la concurrence entre institutions pour la gestion de l'épargne mobilière.

On observe en effet que les épargnants ne confient pas la totalité de leur richesse mobilière à une seule institution financière — c'est-à-dire à un seul investisseur en portefeuille —, mais à plusieurs en même temps, et donnent à chacune d'elles un objectif de gestion indépendant. Faute d'information sur la qualité des prévisions et les performances des diverses institutions financières, les épargnants recherchent deux types de diversification : une « diversification de jugement » par laquelle ils louent concurremment les services de plusieurs institutions financières semblables pour analyser un sous-ensemble donné de titres, par exemple les actions uniquement, et une « diversification de style » par laquelle ils s'adressent à plusieurs institutions différentes pour analyser des ensembles de titres dissemblables incluant par exemple actions, obligations, prêts hypothécaires et contrats à terme de marchandises <sup>14</sup>. Là se trouve la limite effective des institutions et là s'affirme le domaine des marchés.



# L'industrie bancaire et la monnaie

2

« Il examine les jetons d'un œil critique. " Le fric en Formica, j'aime pas beaucoup, me dit-il, cependant que je troque également mon bel auber contre les morceaux de plastique. Une supposition que les dirlos du casino se fasse la valoché, un soir, en emportant la caisse, on serait pas fiérots avec ces bouts de rien du tout ! " »

(Alexandre-Benoît Bérurier,  
dans « San Antonio »,  
*Vas-y Béru !*)

## Introduction

Il est souvent question, dans les traités d'économie comme dans les déclarations politiques, du pouvoir monétaire des banques. Ces entreprises détiendraient une capacité extraordinaire les mettant à part de toutes les autres : le don de créer de la valeur à partir de rien. Elles réaliseraient en somme le rêve des alchimistes du Moyen Age : transformer le plomb en or. Un privilège aussi considérable ne saurait, selon de bons esprits, rester entre les mains d'intérêts particuliers et devrait par nature revenir au Prince pour le plus grand bien du commun. Battre monnaie serait nécessairement un attribut régalien. Comme tous les contes de fées, celui-ci transfigure les réalités au point de rendre méconnaissable le cadre habituel de nos activités quotidiennes. Mais l'affabulation cache bien souvent en l'inversant une réalité profonde. Si le pouvoir monétaire des banques n'existe pas, celui du Prince par contre est bien réel.

Sur un marché concurrentiel du crédit et des dépôts, et sans intervention de l'État, le banquier privé n'a aucun pouvoir particulier. Rien ne distingue son activité de celle du producteur d'automobiles ou de téléviseurs. Le banquier ne peut pas davantage forcer ses ventes de crédits que le fabricant de meubles celles de ses fauteuils ou l'avocat ses plaidoiries. Son pouvoir monétaire n'existe pas. Il n'a que le pouvoir ordinaire de vendre un service demandé. Par contre avec l'intervention de l'État dans l'industrie financière apparaît un réel pouvoir monétaire. Il n'est en rien indispensable au fonctionnement de l'économie, et il ne résulte pas de la nature de la monnaie. Il dérive du pouvoir de monopole qui est celui de tout gouvernement, en particulier le monopole du prélèvement de l'impôt. Le pouvoir monétaire n'est qu'un autre aspect du pouvoir fiscal.

Après avoir examiné ce qu'est concrètement l'activité des ban-

quiers, nous montrerons que dans leurs rapports avec les divers secteurs ils ne peuvent imposer aux autres entreprises une structure d'endettement particulière, et qu'un secteur bancaire non réglementé peut parfaitement fonctionner. Puis nous mettrons en évidence la façon dont l'État prélève les ressources fiscales à l'occasion de l'émission de certaines dettes que l'on appelle monnaie, ce qui constitue sa raison principale de s'intéresser de près à l'industrie des banquiers et de la contrôler étroitement.

### **Ce que produisent les banquiers**

La compréhension du rôle économique de la banque ne nécessite pas que l'on fasse référence à la monnaie. Au contraire. Il est très difficile en effet d'expliquer l'activité des banquiers en partant des instruments — billets ou chèques — que nous avons l'habitude de manipuler. Que ces morceaux de papier puissent s'échanger contre des biens et des services reste inexplicable si nous n'avons pas compris au préalable ce que produisent les banquiers, ce qui les rend en tous points semblables à des cimentiers ou des transporteurs routiers. C'est pourquoi la notion de monnaie, qui n'est qu'une façon commode de décrire une partie des produits bancaires, ne sera abordée qu'à la fin de ce chapitre.

De même, bien que les activités bancaires soient très réglementées par les autorités de tutelle, il est beaucoup plus facile de comprendre les principes du fonctionnement bancaire à partir de l'exemple d'une industrie financière non contrôlée par les pouvoirs publics. Nous sommes tellement habitués à l'intervention massive de l'État dans ce secteur qu'il nous est difficile d'imaginer la simple possibilité d'une économie où l'industrie bancaire serait totalement libre. C'est pourtant ainsi qu'elle s'est initialement développée et l'encadrement par les autorités publiques n'est en réalité qu'une invention récente. Mais en l'absence de tutelle, la production de crédits et de dépôts ne se développe-t-elle pas sans limite ? Les banques, poussées par leur intérêt propre, ne vont-elles pas suralimenter en finance les autres entreprises et déstabiliser l'économie ?

Nous allons montrer que rien de tel ne se produit. Comme toutes les autres entreprises, les banques rencontrent des limites précises à leur expansion. N'ayant pas le secret de la création de richesse sans effort et sans frais, elles ne jouent pas de rôle particulier dans la détermination des prix et de l'inflation <sup>15</sup>.

15. Voir notes p. 138.

Mais commençons par expliquer le service que produisent les banquiers. La banque est d'abord une industrie de transport et de garde-meubles. Elle stocke des richesses appartenant à ses clients et les déplace d'un point à un autre, ou les transmet à d'autres personnes, sur l'ordre du déposant. Ces richesses peuvent prendre des formes variables selon le type d'économie dans lequel nous sommes : grains dans une société agricole, étoffes ou épices dans une société de commerçants, métaux précieux ou droit immatériel à disposer d'une partie des richesses d'autrui, c'est-à-dire titres de créance. L'important est qu'en contrepartie de ce dépôt la banque reconnaisse sa dette à l'égard du déposant et la concrétise en lui délivrant un certificat. Nous dirons que le banquier vend un dépôt et que l'épargnant l'achète.

Pourquoi l'épargnant achète-t-il un dépôt ? Son intérêt est évident : en confiant à la banque ses richesses, il bénéficie des services d'un gardien spécialisé qui le garantit contre le vol ou l'agression mieux qu'il ne pourrait le faire lui-même. Il n'a plus à se déplacer pour apporter ses richesses en paiement d'autres biens ou services. Le banquier effectue ces transferts sur simple ordre écrit du déposant : le chèque. Il rend en somme un service de transport, particulièrement évident lorsque les actifs entreposés ont une forme matérielle encombrante, mais non moins réel lorsqu'il s'agit d'un transfert par lettre ou par téléphone.

Nous pourrions dire ainsi que l'entreprise de gardiennage et de convoyage de fonds constitue l'embryon de l'industrie bancaire. Le service est celui de réduction du risque et d'accroissement de la liquidité. Ce qui obscurcit parfois la compréhension de ce mécanisme dans l'économie contemporaine, c'est le tour abstrait qu'a pris le stockage des richesses. Alors que dans les économies primitives la forme principale d'accumulation d'un patrimoine est celle de biens durables, et il faut rappeler que pendant longtemps le simple vêtement a constitué une fraction importante de la richesse non foncière des paysans, dans l'économie développée les droits abstraits, dettes et créances, se multiplient.

En fonction des désirs de sa clientèle de déposants, le banquier est amené à composer différemment son portefeuille d'actif. Ainsi des banques différentes « vendent » des dépôts produisant des services non nécessairement identiques à leurs clients. Elles sont amenées à se différencier en fonction du marché sur lequelles se développent. Et une différenciation un peu plus poussée fait passer de la banque à d'autres formes d'intermédiation financière, par une transition parfois insensible, qui se traduit par une modification de la composition de l'actif et du passif.

<b>Bilan des banques</b>	<b>Actif</b>	<b>Passif</b>
	Titres de placement (actions et obligations)	Fonds propres Emprunts à long terme Dépôts à terme
	Prêts à moyen et long terme	Dépôts à vue
	Crédits à court terme	Emprunts à court terme (refinancement)
	Réserves liquides	
	<b>Total des emplois</b>	<b>Total des ressources</b>

Ainsi les courtiers en valeurs mobilières du New York Stock Exchange qui gèrent les portefeuilles de titres de leurs clients sous forme de « comptes généraux » leur offrent la possibilité d'emprunter sur ces portefeuilles, sur simple coup de téléphone. A réception du chèque du courtier, le client peut l'endosser à l'ordre de la personne de son choix. Nous sommes très près en fait d'un compte chèque à vue s'appuyant par un portefeuille de valeurs mobilières. Mais par rapport aux banques que nous connaissons, un tel dépôt présente un risque élevé. En effet la valeur des actions fluctue beaucoup. La caractéristique des banques de dépôts classiques est au contraire d'offrir des dettes dont le risque est le plus faible possible, c'est-à-dire dont la valeur fluctue le moins. Pour apporter une telle garantie, le banquier doit limiter les risques sur son portefeuille d'actif du bilan et à cette fin détenir une fraction importante de créances à court terme et choisir des emprunteurs dont il connaît bien la solvabilité.

De cette façon, la particularité des banques dans la vaste gamme des institutions financières se comprend mieux. La banque est l'intermédiaire financier qui se spécialise dans l'émission de dettes particulières répondant à certaines demandes des épargnants : un faible risque et une grande liquidité. Et ce sont les caractéristiques mêmes de ces dettes qui les font retenir comme moyens usuels de paiement, et les rendent donc pratiquement indispensables à tous les échanges.

Mais le fait de produire un bien que tous utilisent n'implique aucun pouvoir mystérieux. Pour procurer des services de garantie de valeur, de comptabilité et de gestion des paiements, le banquier doit, comme les autres industriels, consentir des dépenses et obtenir des recettes. Il doit d'abord *vendre des dépôts*, c'est-à-dire offrir des services réels suffisants pour que les épargnants lui confient une partie de leur

richesse, ou en d'autres termes *achètent ses services de dépôt* comme ils achètent les services du garde-meuble ou du transporteur routier. Les épargnants n'ont donc pas une demande illimitée de dépôts. Leur ouverture de compte ne se fait que contre une mise de fonds équivalente à la disposition du banquier. L'ouverture d'un compte n'est donc pas un accroissement de richesse, mais une simple modification d'une forme de détention en une autre. La demande de dépôts, comme celle de tous les autres biens et services, dépend donc du revenu du demandeur (ou de son patrimoine), et du prix du service rapporté à sa qualité. Pour un compte bancaire le rapport dépend de la gestion des paiements, facturée ou non facturée au client, et du taux de rémunération du compte en intérêt. Au total le développement du passif de la banque est évidemment limité par la demande.

On objectera certainement que les banquiers peuvent à volonté augmenter les dépôts en distribuant du crédit puisque « les prêts font les dépôts ». Mais ce mécanisme bien connu est lui-même limité. Il est classique de rappeler que le bénéficiaire d'un prêt bancaire effectuera des paiements qui formeront des dépôts auprès d'autres banques. Dans un système où plusieurs banques coexistent on montre aisément qu'aucune d'entre elles, agissant isolément, ne peut bénéficier d'assez de retours sous forme de dépôts pour être en mesure de continuer à développer ses crédits. Chaque banque atteint ainsi une dimension d'équilibre parce qu'elle est limitée par la possibilité de collecter des dépôts, c'est-à-dire par la concurrence entre banques pour la collecte et l'émission de titres dans le public. Comme le note Tobin : « En clair, il y a à tout moment une limite économique naturelle à l'échelle de l'industrie bancaire commerciale. Étant donné la richesse et les préférences de portefeuille du public, la demande de dépôts bancaires peut croître seulement si les rendements des autres actifs diminuent... Le même processus limite l'expansion collective des caisses mutuelles, des caisses d'épargne ou des compagnies d'assurance <sup>16</sup> ».

Mais toutes les banques décidant ensemble ne pourraient-elles pas développer à volonté leurs prêts puisque le volume total des dépôts étant égal au volume total du crédit, il suffirait qu'elles conviennent entre elles d'une répartition équilibrée des uns et des autres ? Se partageant le marché des crédits et la collecte de l'épargne selon un système de quotas, elles pourraient développer à l'infini leur activité. L'économie croulant sous l'abondance de crédit et de dépôts sombrerait dans l'hyperinflation et le chaos. Cette vision d'un système bancaire déstabilisant par nature repose sur une omission grossière : celle

d'une demande finie de crédit. Les entreprises ne sont pas plus demandeuses de quantités illimitées de crédit que les épargnants ne souhaitent détenir des quantités illimitées de dépôts. Pour la simple raison que le crédit a un coût et qu'il doit être remboursé sur des ressources futures. Comme ces dernières sont elles-mêmes finies, la demande d'endettement des entreprises est limitée, l'impression contraire ayant été accréditée — à tort — dans les esprits par l'expérience des mécanismes particuliers de la répression financière que nous démontrerons plus loin.

### **Les limites naturelles du crédit**

Le fait que les banques aient pour matière première non le ciment, l'acier ou le caoutchouc, mais des créances qui sont utilisées pour payer tous les autres biens et services a depuis longtemps stimulé les imaginations. La plus grande visibilité de cette forme passe-partout de richesse attire l'attention sur l'activité des entreprises bancaires plus que sur celles qui produisent des machines-outils ou autres biens de capital moins universellement échangeables. De plus les banques ont affaire à tous les secteurs de l'économie. Aussi certains ont-ils cru voir dans cette position centrale le fondement d'une domination sur les autres entreprises. C'est l'idée d'un capitalisme financier exploitant le secteur industriel, jugé implicitement le seul productif. Elle n'est pas nouvelle <sup>17</sup>. Mais elle est surtout fausse.

S'il est exact que les deux partenaires d'un échange, réel ou financier, ont des intérêts contradictoires, il n'en est pas moins vrai que l'échange, quand il est volontaire, doit bénéficier aux deux parties. Ceux qui croient à l'exploitation doivent d'abord montrer où se trouve l'élément de contrainte et de monopole pour que leur hypothèse puisse avoir quelque vraisemblance. Ils citent souvent l'alourdissement de la charge des intérêts dans le produit national au cours des dernières années comme preuve de leur affirmation. Mais il est facile de montrer d'une part que les banques, et plus spécialement les banques privées, n'ont aucun pouvoir de monopole : elles ne contrôlent pas une part significative du capital des entreprises, et d'autre part que l'augmentation des services d'intérêt s'explique par des facteurs sans rapport avec ce pouvoir inexistant.

### *Les banques ne détiennent pas le capital industriel*

La situation des patrimoines financiers est désormais mieux connue en France. Diverses estimations récentes ont permis de connaître la répartition des valeurs mobilières dans le public, et notamment celle des actions.

D'après l'Insee<sup>18</sup>, les banques ne détenaient que 0,87 % de l'ensemble des actions et titres de participation des entreprises en 1972. Et ce chiffre ne s'élevait qu'à 1,46 % en 1976<sup>19</sup>. Il n'est pas possible de soutenir qu'elles contrôlent l'industrie française avec moins de 2 % du capital. A titre de comparaison, la part des autres institutions de crédit — établissements financiers et institutions financières spécialisées — s'élevait à 2,43 % et celle des sociétés d'assurance à 3,34 % en 1976. La part des banques apparaît peu supérieure à celle de la Caisse des dépôts — 1,09 % du total en 1976 — et très nettement inférieure à celle de l'État qui détient 18,97 % de l'ensemble des actions et titres des sociétés françaises à la même date. Si contrôle de l'industrie il y a, c'est bien plutôt celui des pouvoirs publics.

Une autre estimation de la propriété bancaire du capital des entreprises est fournie par l'enquête de la Banque de France sur la clientèle titres des banques. Sur un échantillon de portefeuilles représentant 60 % environ de la capitalisation boursière des actions, la part des « intermédiaires financiers » — catégorie qui regroupe des banques et d'autres institutions financières — s'élève en 1979 à 7,7 % des actions françaises cotées. Sur de telles bases, on estime à 4 % la part des banques dans la capitalisation boursière des valeurs à revenu variable alors que celle des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, Caisse des dépôts, Sicav) est estimée à 20 %, celle de l'étranger à 16 % et que celle des particuliers varie selon les estimations de 35 % à 41 %, celle des entreprises de 19 % à 25 %<sup>20</sup>.

La faiblesse de ces chiffres n'a rien de surprenant. L'activité spécifique des banques, celle pour laquelle elles ont un avantage comparatif, est en effet de détenir et de gérer des portefeuilles de crédit. Aussi les titres de participation et de filiales ne représentent qu'une faible fraction du total de leurs actifs, comme du total de leurs crédits à la clientèle ainsi que le montre le tableau 2. La situation des banques françaises en ce domaine est d'ailleurs tout à fait comparable à celle des banques allemandes<sup>21</sup> par exemple.

L'examen de ces données montre que les banques de dépôts possèdent en fait peu de participations industrielles et commerciales.

Tableau 2  
**L'absence de pouvoir financier  
 des banques**

	Part des titres de participation et de filiales dans le total du bilan (en %)		Rapport des titres de participation et de filiales au total des crédits-clients (en %)	
	début 73	début 81	début 73	début 81
Ensemble des banques inscrites	1,2	1,0	2,2	2,5
Banques nationales	0,4	0,5	0,9	1,3
Banques parisiennes	2,9	1,1	7,9	3,4
Banques régionales	0,5	0,7	1,0	1,3
Banques d'affaires françaises	8,2	4,7	30,5	14,3

Source : Commission de contrôle des banques, *Rapports annuels*.

Encore celles-ci correspondent, quand elles existent, à des opérations de « portage » avant introduction en Bourse ou destinées à aider — pendant 2 ou 3 ans — les entreprises moyennes à régler un problème de fonds propres. Ces opérations sont temporaires<sup>22</sup>. D'autre part, l'essentiel du poste « titres de participation et de filiales » du bilan des banques de dépôts correspond en réalité à des titres de filiales bancaires ou financières ou de filiales exerçant des activités ayant des traits communs avec la production bancaire, comme la fourniture de services d'informatique de gestion financière par exemple. Conformément à leur vocation, les banques d'affaires détiennent davantage de titres de participation et exercent effectivement un contrôle sur les entreprises correspondantes. Mais leur propre intérêt comme actionnaire principal ne les prédispose pas alors à appauvrir celles-ci, ce qui reviendrait à se dépouiller d'une main pour s'enrichir de l'autre.

Reste alors l'éventuelle emprise qu'exerceraient les banques sur les entreprises qu'elles ne contrôlent pas.

*L'augmentation des charges d'intérêt  
 ne provient pas de l'exploitation d'un pouvoir  
 de monopole privé.*

L'accroissement de la part des charges financières dans l'ensemble des charges des entreprises à une époque où le taux de profit tendait à baisser a été considéré comme une illustration du prélèvement crois-

sant que réaliseraient les banques en raison de leur pouvoir de monopole. Ainsi Cohen-Tanugi et Morrisson <sup>23</sup> observent une évolution à la hausse du ratio des frais financiers dans la valeur ajoutée au cours des années 70. Ce rapport passe en effet de 6 % environ en 1969 à 9 % environ en 1975-1976. Les auteurs concluent, sur la base d'un ensemble d'observations, que :

«... le trait le plus marquant de l'évolution récente réside dans l'accroissement de l'emprise du système bancaire sur l'industrie. En effet, ces institutions disposent d'une sorte de monopole en matière de crédit à court terme, tout en jouant un rôle clé dans la mobilisation de l'épargne à long terme au service de l'industrie. Dans les périodes où l'urgence des problèmes de trésorerie rend les entreprises particulièrement vulnérables, elles sont à même d'influencer non seulement le processus d'exploitation, mais encore l'ensemble du processus de croissance et d'investissement » <sup>24</sup>.

Cette interprétation est difficile à soutenir au vu de la faiblesse des participations directes que les banques détiennent dans l'industrie. Elle ne peut guère s'expliquer non plus par l'importance de la production bancaire dans le revenu national, ce qui serait tautologique. Il faut donc expliquer pourquoi les crédits offerts par les banques ont été davantage demandés par les entreprises au cours des dernières années. La réalité des faits, tout d'abord, n'est pas contestable. L'augmentation des charges financières est bien le résultat de l'augmentation du volume d'endettement des entreprises. Celui-ci s'est accru, entre 1965 et 1974, à un taux 1,25 fois supérieur à celui du taux de croissance du produit national. Les explications ensuite doivent être compatibles avec ce que nous savons non seulement du comportement des offreurs de crédit mais aussi de celui des demandeurs puisque, même à supposer qu'il soit dominé par un monopole, le marché des crédits est limité par la demande. Les entreprises en effet n'ont pas une avidité illimitée de crédit. Le principe sur lequel repose cette affirmation est élémentaire : un crédit obtenu constitue une dette pour l'entreprise. Cette dernière n'est acceptée que dans la mesure où elle est équilibrée par un flux équivalent de recettes futures escomptées. Sauf dans le cas où l'entreprise s'engage délibérément sur la voie de la faillite, ses dirigeants n'ont pas intérêt à s'endetter plus qu'ils n'espèrent gagner. De son côté, le banquier n'a pas non plus intérêt à trop prêter à une même entreprise. Lorsque l'endettement s'accroît relativement aux fonds propres, l'entreprise devient vulnérable au moindre accident de conjoncture. L'effet de levier augmente le risque. Or emprunteur comme prêteur

sont attirés non pas par la seule rentabilité mais par le rapport rentabilité-risque. La recherche d'un équilibre en la matière passe par le choix du niveau d'endettement le meilleur, et non par l'émission illimitée de dettes. C'est d'ailleurs l'objet de toute la théorie financière de l'entreprise que de montrer où s'établit cet équilibre<sup>25</sup>. Lorsque l'endettement s'accroît alors que les perspectives de bénéfices, et donc de taux de rentabilité espéré, restent fixes, il réduit la richesse attendue de la firme.

Cependant, si l'on admet que l'entreprise limite spontanément son endettement en fonction de l'accroissement du risque, comment expliquer le recours accru à la finance externe et à l'effet de levier dans les années 70? L'explication se trouve dans l'évolution des taux d'intérêt qui, jointe à celle de l'inflation et aux particularités fiscales, a déterminé une baisse du coût réel de l'endettement par rapport à celui des fonds propres. Les entreprises ont eu davantage recours au crédit parce qu'il leur coûtait de moins en moins cher de s'endetter relativement à ce qu'elles devaient dépenser pour rémunérer les apporteurs de fonds propres. Si en effet le coût du crédit baisse, pour des perspectives de débouchés données, la rentabilité de l'entreprise va augmenter d'autant. Le ratio rendement-risque s'élève. La firme peut alors s'endetter davantage, ce qui augmente son risque mais rétablit la valeur souhaitée du ratio.

Or plusieurs facteurs ont contribué à réduire sensiblement le coût de l'endettement par rapport à celui des fonds propres dans les années récentes, se traduisant par la baisse des taux d'intérêt réels d'une part, et l'alourdissement de la fiscalité réelle sur les bénéfices, de l'autre.

Le premier effet est évident. Malgré la forte hausse des taux d'intérêt nominaux, les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire après déduction du taux d'inflation, n'ont cessé de se situer, dans les dix dernières années, à des niveaux très bas voire négatifs. Or, c'est le taux réel qui donne le véritable coût du crédit. Si l'on emprunte pour un an à 10 % mais qu'à l'échéance tous les prix ont augmenté de 10 %, l'emprunteur de 100 F rend au prêteur un capital amputé de 10 % et les intérêts ne font que compenser cette perte. Au total il aura rendu exactement le pouvoir d'achat emprunté. C'est-à-dire qu'il aura disposé de ce capital pendant un an sans coût aucun. Nous montrons au chapitre IV comment le contrôle des taux d'intérêt nominaux par les autorités monétaires, alors que l'inflation augmentait, a même rendu les taux réels négatifs. Dans ces conditions, il faut être emprunteur puisque le prêteur vous paie pour accepter ses crédits !

Le second effet plus complexe, tient aux modalités de l'imposition du bénéfice des sociétés. Il s'explique par la disparité de traitement que la loi fiscale introduit entre actionnaires et obligataires, ainsi que par la non-indexation des comptabilités d'entreprises. En raison de la déductibilité des intérêts des emprunts, l'augmentation de ces derniers réduit le bénéfice imposable et donc les impôts payés. De cette façon, la masse des capitaux restant à la disposition de l'entreprise est accrue, mais à moindre coût du fait de l'allègement de l'imposition. Ces économies fiscales peuvent avantager l'entreprise. Elles dépendent du taux d'imposition. Il est actuellement de 50 %. Dans le cas d'une entreprise qui veut se financer en émettant des actions et à qui la concurrence sur le marché boursier impose de verser 10 % de dividendes aux actionnaires, il faut obtenir en bénéfices deux fois ce montant. En effet, le fisc prélève la moitié des bénéfices ne laissant que l'autre à la disposition des actionnaires<sup>26</sup>. Pour obtenir 1 000 F en fonds propres, l'entreprise doit payer 100 F en dividendes et faire 200 F de bénéfices, intégralement utilisés pour payer l'impôt et rémunérer les apporteurs.

Pour un même montant de bénéfices, l'entreprise qui emprunte 1 000 à une banque lui verse 100 sous forme d'intérêts. Cette somme est déduite du bénéfice, ce qui ne laisse qu'un bénéfice imposable de 100 sur lequel l'État prélève 50. Il reste 50 de plus à l'entreprise que dans le cas précédent. Elle s'est enrichie de ce montant.

Mais ce mécanisme justifie un niveau d'endettement élevé, non une tendance vers plus d'endettement. Cette dernière s'explique par l'accroissement de l'inflation. En raison de la non-réévaluation des immobilisations et des stocks<sup>27</sup>, il est connu qu'elle aboutit à gonfler les bénéfices comptables, apparents mais non réels<sup>28</sup>. En effet, si l'amortissement des immeubles et des équipements est calculé sur le prix d'achat, les réserves qui sont constituées pour les renouveler lorsqu'ils seront usés seront inférieures au prix de ces biens gonflé par l'inflation. Le bénéfice comptabilisé de cette façon sera supérieur à l'enrichissement réel de la firme, c'est-à-dire à son bénéfice réel. Or, ce sont les bénéfices comptabilisés qui sont imposés à 50 %. Il s'ensuit que l'inflation accroît le taux de prélèvement fiscal sur les bénéfices réels. On a calculé aux États-Unis que le jeu de l'inflation faisait passer le taux d'imposition de 48 % en principe à 66 % effectif<sup>29</sup>.

Dans ce cas, les bénéfices après impôt qui servent à rémunérer les apporteurs de fonds propres coûtent de plus en plus cher à l'entreprise puisque le fisc prélève une part croissante du total des bénéfices

réels qu'il faut réaliser pour verser 100 aux actionnaires. Ceci modifie donc l'équilibre souhaité entre le recours aux fonds propres, imposés de plus en plus lourdement à mesure que le taux d'inflation augmente, et les emprunts dont le coût — les intérêts — vient en déduction du bénéfice imposable. La déduction fiscale des intérêts est d'autant plus avantageuse que l'inflation est forte. L'entreprise qui s'endette voit sa rentabilité augmenter par rapport à celle qui émet des actions. Cela justifie l'acceptation d'un niveau de risque plus élevé.

En réalité, le mécanisme est un peu plus complexe qu'il ne vient d'être dit. Le choix des modes de financement de la firme dépend aussi du jeu de la fiscalité personnelle<sup>30</sup>. C'est en effet le rendement des placements après impôt qui intéresse les épargnants. Or le revenu des actions et celui des obligations ne sont pas imposés à l'identique, notamment en raison de l'existence du prélèvement forfaitaire libératoire de 25 % sur les obligations. L'épargnant qui se trouve dans les tranches les plus élevées du barème de l'impôt a intérêt à souscrire des obligations plutôt que d'acheter des actions. De ce fait pour offrir un revenu de 10 % après impôt au détenteur de titres, l'entreprise peut se permettre de moins rémunérer le capital obligations que le capital actions. Pour le contribuable dont le taux marginal d'imposition est de 50 %, une action rapportant 20 % équivaut à une obligation de même valeur rapportant 16 %. Dans le premier cas, le fisc lui prend la moitié des 20 %. Dans le second cas, le prélèvement forfaitaire de 25 % lui laisse également un rendement net de 10 %. L'entreprise a donc intérêt à s'endetter par l'emprunt obligataire.

Mais le système financier actuel la limite dans cette voie. Le marché des obligations est étroitement contrôlé par le Trésor public qui impose un rationnement de fait sinon de droit sur les émissions des sociétés privées. A l'heure actuelle, près de 65 % des émissions proviennent des entreprises publiques, des institutions financières publiques et de l'État. Les entreprises privées, ainsi que les épargnants eux-mêmes, sont par conséquent renvoyés sur les marchés du crédit et des dépôts bancaires où ils bénéficient en certains cas d'avantages fiscaux comparables : bonifications en matière de crédit, exonérations fiscales sur les intérêts de certains types de placements tels que l'épargne-logement. Mais la réglementation a aussi pour effet d'introduire un rationnement sur ces marchés, en fixant des plafonds aux avantages fiscaux de sorte que l'endettement des entreprises est à la fois stimulé par les règles fiscales, la réglementation des marchés financiers et l'inflation, tandis que d'un autre côté l'État en limite l'impor-

tance en maintenant une situation de déséquilibre sur le marché des dépôts et des crédits. Ces mécanismes sont examinés en détail dans les deux chapitres suivants.

Il suffit de souligner, pour conclure cette analyse, que les entreprises ne sont à l'évidence pas forcées par les banques à emprunter. Elles demandent plus de crédit parce que cela correspond au mieux de leurs intérêts dans une situation où les incitations fiscales et réglementaires, jointes à l'inflation, les découragent d'augmenter leurs fonds propres. Qui plus est, au lieu d'être saturées de crédit, elles en sont frustrées par d'autres réglementations et contraintes publiques. C'est même pour cette raison que certains croient observer que leur demande de crédit est illimitée. Elle ne l'est en réalité que de façon circonstancielle, parce qu'elle est réprimée par les autorités monétaires en dessous de son niveau d'équilibre.

Nous voici bien loin du prétendu « pouvoir de contrôle des banques sur le système productif ».

## **La production de monnaie, les banques de l'État**

La notion de monnaie tient une place spécialement importante dans les débats contemporains de politique économique comme dans la théorie. Au point que l'on a souvent l'impression que toute la politique économique se réduit à la politique monétaire. Nous voudrions au contraire montrer que la politique monétaire et le contrôle des banques ne sont que l'un des aspects d'une politique plus large : la politique financière et fiscale de l'État. L'État intervient massivement dans le secteur financier parce qu'il y trouve un moyen commode d'augmenter ses ressources. De même, la monnaie ne se comprend qu'à partir de la théorie plus générale des dettes <sup>31</sup>.

### *Qu'est-ce que la monnaie ?*

La vogue récente des idées monétaristes et ses difficultés de mise en œuvre, notamment en Grande-Bretagne, ont redonné vie au vieux débat sur la définition de la monnaie. Les mesures se sont multipliées, baptisées M1, M1A, M1B, M2, M3... Ce qui montre que la définition reste imprécise en pratique et laisse à désirer. Pourtant le principe en est simple. On appelle monnaie un bien qui est généralement détenu pour faciliter les échanges, parce qu'il réduit le coût des transactions.

On connaît les avantages de l'échange indirect, qui passe par l'intermédiaire d'une monnaie, par opposition au troc qui exige la rencontre exacte de deux échangistes désirant chacun précisément ce que l'autre veut offrir. Trouver un tel partenaire demande de longues recherches. Au contraire, si l'on accepte en paiement un bien intermédiaire dont la seule qualité est de pouvoir être à son tour échangé contre n'importe quel autre bien, il n'est plus nécessaire de rechercher la « double coïncidence des besoins » pour échanger. Les transactions sont facilitées, leur coût en temps de recherche et de négociation abaissé. Le bien intermédiaire, qui est baptisé monnaie par définition, joue le rôle de lubrifiant, de réducteur de frottement. Il favorise ainsi l'essor des échanges et donc de la production.

Mais cette analyse classique de la monnaie ne se distingue pas de celle des titres de dette présentée au chapitre précédent. Les dettes remplissent la même fonction de facilitation des échanges. C'est précisément pour cette raison qu'elles sont généralement détenues et acceptées comme moyen de paiement. Du moins les plus liquides d'entre elles. Dans une économie où les échanges sont rares, les biens sont échangés par troc. Mais très vite le plus durable, le moins encombrant, le plus facilement divisible sert plus souvent aux échanges que les autres<sup>32</sup>. Ainsi les métaux précieux, qui sont demandés d'abord comme marchandises parce qu'ils procurent une satisfaction ou ont un usage en eux-mêmes, supplantent le bétail ou le blé comme bien indirect d'échange. Ils deviennent monnaie-marchandise.

Puis avec le développement des échanges, les dettes immatérielles servent à l'accumulation de richesse plus aisément que les biens matériels parce que plus commodément échangeables. Les plus liquides, celles qui présentent le plus faible risque de perte de valeur, sont les plus utilisées. Elles deviennent le bien monétaire le plus répandu. Ainsi la société agricole primitive qui ne pratique que peu de transactions se contente d'une marchandise comme bien intermédiaire. La société plus commerçante passe à la monnaie métallique. L'économie marchande qui détient ses principales richesses sous la forme commode des dettes, utilise donc ces dernières comme monnaie.

Ce que l'on appelle monnaie n'est en somme que la forme la plus liquide, dans une économie donnée, de la gamme d'instruments usuels de détention de richesse. Comme des instruments nouveaux apparaissent constamment dans une société évolutive, la définition pratique de ce qui est monnaie est à réviser en permanence. Elle est toujours conventionnelle car la liquidité est une question de degré.

Le tableau suivant présente les définitions les plus courantes des divers agrégats monétaires contemporains. Nous constatons qu'il s'agit toujours d'un rassemblement de certaines catégories de dettes. Mais alors que jusqu'ici nous avons considéré une économie sans intervention de l'État, il faut maintenant expliquer celle-ci et montrer en quoi la monnaie émise par l'État répond à la définition générale qui vient d'être donnée.

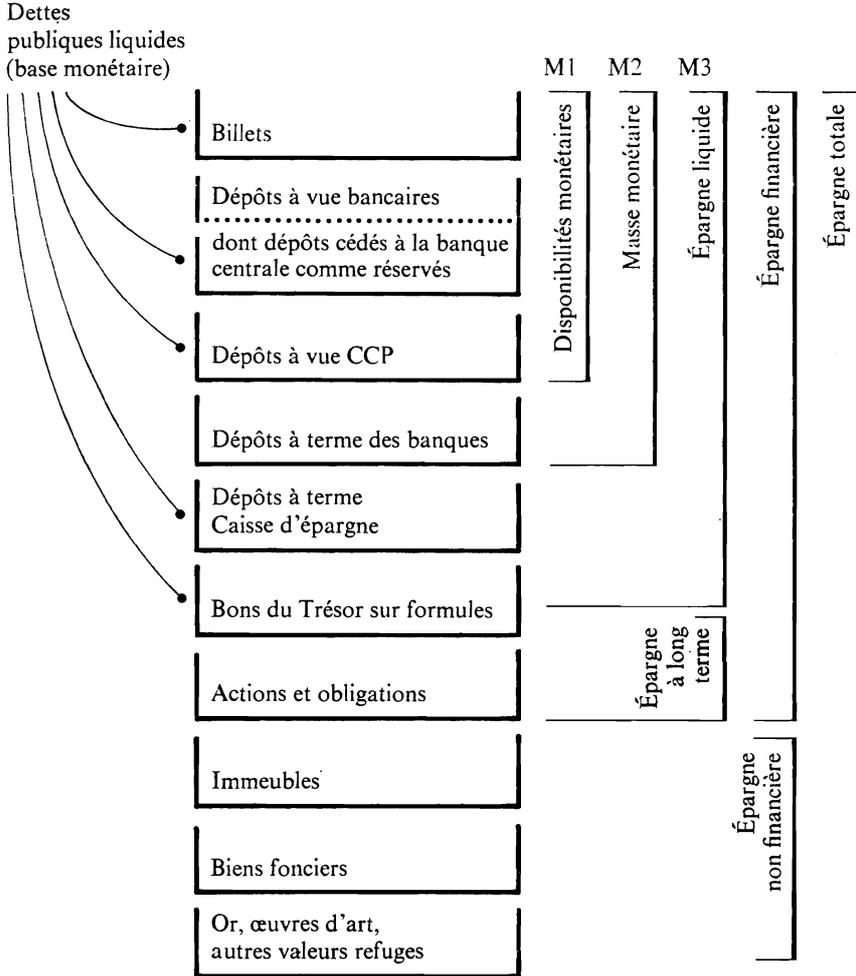


Figure 3  
Instruments de placement,  
structure de l'épargne et monnaie

*Le « droit » régalien de battre monnaie*

Dans l'évolution économique que nous venons de décrire, l'État n'avait pas de place. Et historiquement nous constatons en effet que beaucoup de monnaies sont apparues indépendamment de tout État. Les plus connues sont les monnaies métalliques, mais d'autres exemples abondent dans les sociétés anciennes<sup>33</sup>. La monnaie n'implique donc a priori aucun « droit » régalien. En fait, le privilège d'État qui est à la source de cette notion fautive trouve son origine dans la pratique consistant à certifier le contenu en métal d'une pièce par l'apposition d'un sceau. Or ce label de qualité était accordé par des marchands connus bien avant que les chefs militaires qu'étaient les rois, ou leurs successeurs les États modernes, ne s'en chargent<sup>34</sup>. C'est très logique puisque les autorités publiques ont longtemps obtenu leurs ressources de l'impôt en nature, alors que les marchands étaient plus directement concernés par la qualité d'un instrument d'échange semi-matériel et plus mobile, comme la monnaie-marchandise. Ce label de qualité représentait en lui-même une diminution du risque pour l'utilisateur des pièces. Il a donc une valeur qui justifie une rémunération pour le « changeur ». C'est ce que l'on a dénommé, beaucoup plus tard et par référence à la pratique des souverains, le « seigneurage ». Avec le développement des échanges et l'usage accru de la monnaie, cette activité peut être à l'origine de ressources non négligeables, et le souverain toujours à la recherche de financement saisit cette opportunité. Il s'empare du droit de battre monnaie qu'il finit par monopoliser, ce qui lui permet d'accroître les revenus qui s'y rapportent, *exactement de la même façon qu'il prélève un impôt sur les moulins à huile ou à blé, sur la vente du sel, ou sur les portes et fenêtres.*

C'est parce que l'émission et l'utilisation de monnaie devient une industrie importante que l'État s'y intéresse. Et non parce qu'il serait le seul à pouvoir la produire efficacement. Le « droit » régalien n'est que la création d'un monopole.

Mais ne s'agit-il pas d'un monopole « naturel » ? La concurrence en matière de production de monnaie n'est-elle pas impraticable d'une part, parce que chaque producteur est incité à en surproduire et d'autre part, parce que la monnaie est d'autant meilleure qu'elle est plus répandue ? Son utilité croît avec sa diffusion, ce qui devrait conduire, par le jeu de la concurrence le producteur le plus efficace à s'emparer de tout le marché. Il n'en est rien en fait. Nous avons déjà répondu implicitement à l'argument de la surproduction de monnaie lorsque nous avons

examiné l'équilibre de l'entreprise financière. Celle-ci ne peut pas émettre des dettes à l'infini, pas plus qu'une entreprise non financière d'ailleurs. Si elle se sur-endette, ses titres ne seront plus acceptés. Leur valeur tombera à zéro et elle disparaîtra.

De même, l'argument du monopole naturel résulte d'une confusion entre la monnaie comme instrument d'échange et comme unité de compte. Il est vrai que l'on a avantage dans une société à n'utiliser qu'une seule unité de compte pour simplifier les échanges. Mais il peut y avoir avantage aussi à un système où l'unité de compte est unique et les moyens de paiements multiples. Ainsi au XIII<sup>e</sup> siècle en France coexistaient la livre, unité de compte, et les pièces d'argent et d'or dénommées gros et écu. De même, en Grande-Bretagne, la guinée (unité de compte) a survécu indépendamment de l'instrument d'échange, la livre sterling. Au niveau international, l'unité de compte unique des SDR ou de l'écu européen est compatible avec la multiplicité des monnaies nationales en concurrence les unes avec les autres.

L'avantage de la concurrence, en cette matière comme en toutes les autres, est de permettre à l'usager de choisir le meilleur produit. Ainsi, s'ils étaient libres de détenir des réserves dans la monnaie de leur choix, beaucoup de Français choisiraient le franc suisse, le dollar, le DM ou le yen, qui offrent une meilleure garantie de pouvoir d'achat. Mais des restrictions à ces échanges sont imposées par l'État qui défend son monopole de contrôle monétaire. L'État contemporain, en effet, ne se contente plus d'accorder un label de qualité à une monnaie-marchandise comme l'or ou l'argent. Il est désormais entré dans l'industrie de la production de dettes, l'industrie financière. Il émet des emprunts à court et à long terme. Il offre aussi, par ses intermédiaires spécialisés, des dépôts à vue et à terme. Il fabrique enfin des pièces et des billets. Comme émetteur de dettes ultimes, la garantie que l'État offre aux acheteurs tient à sa capacité de se procurer des ressources en levant l'impôt. C'est ainsi qu'il a obtenu, depuis le Moyen Age, des crédits des grands banquiers. C'est ainsi qu'il obtient aujourd'hui le crédit du public. L'État est donc limité, en principe, dans sa capacité d'émettre des dettes : billets, pièces, bons du Trésor, obligations, par le bon vouloir des particuliers de les accepter. C'est la valeur des ressources futures qu'il peut espérer de l'impôt qui pose une limite à sa capacité d'endettement, tout comme le flux des bénéfices futurs anticipés limite la capacité d'endettement des entreprises. Mais en pratique, la maîtrise de la création monétaire permet à l'État de déplacer cette limite et de se procurer davantage de ressources.

*La création de monnaie comme recette fiscale*

Admettons que dans une économie où les consommateurs attachent beaucoup de prix aux arts graphiques, les peintures atteignent des cours élevés et servent donc de réserve commode et répandue d'épargne. L'invention de la lithographie permet de les reproduire à l'identique et les rend plus facilement échangeables. Un artiste peut vendre ses lithographies à un prix variable en fonction de la quantité d'exemplaires tirés. Il existe en effet une demande qui n'est pas infinie. Plus il en tire, plus il sature la demande et plus le prix baisse. S'il s'engage auprès de l'acheteur à en tirer un nombre restreint, il peut les vendre cher. Mais après en avoir vendu 100 à un bon prix, la tentation est forte de ne pas rayer ou casser la pierre, et d'en tirer 1 000, 10 000 ou 100 000. Cette production de masse va faire baisser les cours et ruiner les premiers acheteurs. Au contraire, l'artiste va s'enrichir du montant même de cette spoliation. Il a réussi un transfert de richesses, involontaire pour les acheteurs mais avantageux pour lui-même.

S'il y a concurrence entre les artistes, sa réputation sera ruinée et il ne pourra recommencer deux fois l'opération. La demande de ses œuvres se réduira ou disparaîtra. Mais s'il parvient à interdire aux concurrents de fournir les acheteurs, sa marge d'action est plus importante car il arrive à augmenter ses débouchés à la demande du marché tout entier. Comme les acheteurs ont besoin de tableaux pour épargner, il peut continuer son opération dans une certaine mesure, à condition d'empêcher ses clients de se tourner vers des fournisseurs étrangers ou vers d'autres formes d'art. Monopole et réglementation sont évidemment complémentaires. Le monopole de la fabrication et de la vente des lithographies est renforcé par la réglementation qui empêche les consommateurs de se tourner vers des substituts. Par exemple, l'artiste établira de lourds impôts sur l'achat de statues, de meubles, d'objets de collection. Ou bien il consentira des « rabais » à certaines catégories d'acheteurs de ses lithographies, leur accordant ainsi une satisfaction qui sera compensée par le surpris qu'il fera payer à d'autres. Ces pratiques seront décrites plus loin s'agissant de l'État comme artiste financier.

Mais peut-on assimiler la monnaie d'État à une lithographie? Son prix baisse-t-il quand la quantité produite augmente? C'est bien le cas. Le prix de la monnaie est son taux d'échange avec tous les autres biens et services. Un prix, en effet, n'est qu'un taux d'échange. Dans une économie où le moyen de paiement universel est l'unité de mon-

naie, nous oublions que dire qu'un journal s'échange contre trois unités de monnaie signifie aussi que trois unités de monnaie ont un « prix » d'une unité de journal. Le prix de la monnaie est donc l'inverse de l'indice général des prix : c'est le pouvoir d'achat de la monnaie. Quand tous les prix augmentent, c'est que le prix de la monnaie, sa valeur, diminue. Et vice versa.

Comme tous les autres biens, la monnaie fait l'objet d'une demande qui est fonction de son prix. Il y a aussi une offre de monnaie, ou offre de dettes liquides. Compte tenu de l'offre  $O_0$  et de la demande  $D_0$  de monnaie, le prix de celle-ci s'établit en  $1/P_0$  et le niveau général des prix en  $P_0$ . Si le producteur de monnaie augmente son offre en  $O_1$ , la demande ne bougeant pas, le prix de la monnaie baisse en  $1/P_2$  et le niveau des prix augmente, passant à  $P_2$ .

Lorsque le producteur s'assure un monopole, sa part de marché augmente, ce qui déplace sa courbe de demande de  $D_0$  en  $D_1$ . Dans ce cas, sa production accrue en  $O_1$  ne fait plus baisser le prix de la monnaie qu'en  $1/P_1$  et le coût de la vie n'augmente que de  $P_0$  à  $P_1$  au lieu d'aller jusqu'à  $P_2$ .

*L'accroissement du pouvoir de monopole du créateur de dettes liquides lui permet d'augmenter ses revenus sans accroître sensiblement l'inflation.*

En effet, il empêche les détenteurs de dettes liquides de leur substituer celles d'un autre émetteur. Ils ne peuvent plus réduire beaucoup leur

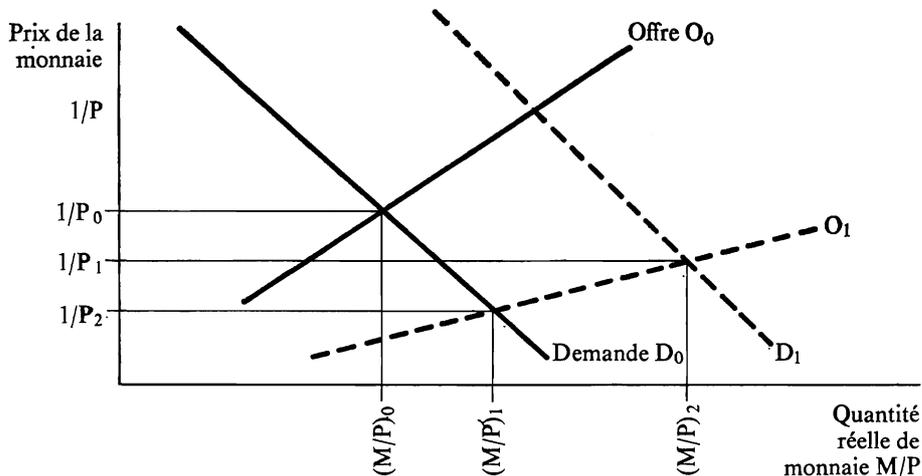


Figure 4  
Offre de monnaie, demande de monnaie  
et niveau général des prix

( $P$  est l'indice général des prix)

demande d'encaisses monétaires pour se protéger contre l'inflation. Dans ces conditions, le rendement de l'impôt monétaire augmente. Le taux de cet impôt est le taux d'inflation puisque les dettes liquides de l'État sont réduites chaque année au rythme de celui-ci. L'assiette de l'impôt est le montant total des dettes liquides de l'État détenu par le public. On sait qu'un impôt est d'autant plus rentable que son assiette se contracte peu lorsqu'on augmente son taux. C'est ce qu'obtient l'État lorsqu'il acquiert le monopole de l'émission des dettes liquides : il élargit l'assiette de l'impôt et la rend moins sensible aux accroissements de son taux.

*Le système financier mixte : l'Etat et les banques*

Sauf dans les économies complètement étatisées, les détenteurs des pouvoirs politiques ne détiennent pas le monopole complet de l'émission des dettes liquides. Dans nos économies mixtes, les intermédiaires financiers privés produisent une fraction plus ou moins importante de ces titres. Néanmoins, la part de l'État dans cette industrie a beaucoup augmenté au xx<sup>e</sup> siècle, et plus particulièrement depuis la première guerre mondiale et la crise de 1929<sup>35</sup>.

L'État développe un marché pour ses propres dettes liquides de plusieurs façons : soit en offrant un taux d'intérêt comme c'est le cas pour les bons du Trésor, soit en développant ses propres intermédiaires de type bancaire, par exemple les chèques postaux, ou encore en nationalisant des banques, soit enfin en imposant aux banques de déposer une partie de leurs ressources auprès de la banque centrale en échange d'une créance émise par celle-ci : ce sont les réserves obligatoires. Ces trois moyens sont utilisés en proportions variables. Aux États-Unis, les réserves obligatoires et l'émission de bons du Trésor sont les plus importants. En France, les circuits publics dominent.

A cela s'ajoute enfin un élément monopolistique supplémentaire qui accroît la demande des entreprises et des particuliers pour les dettes liquides de l'État : c'est que celui-ci n'accepte en règlement des impôts que ses propres titres de dette.

Pour payer ses impôts, un particulier a deux possibilités, dans une économie complètement monétisée : ou bien il détient lui-même de la monnaie d'État, ou bien il en acquitte le montant avec de la monnaie de banque. Dans le premier cas, il demande donc des dépôts des chèques postaux — monnaie du Trésor — ou des billets — monnaie Banque de France — au lieu de demander des dépôts de banques

ou d'autres institutions financières. La demande de monnaie d'État augmente d'autant. Dans le second cas, il règle ses impôts par un chèque tiré sur sa banque et adressé au Trésor. Celui-ci va demander à la Banque de France de créditer son compte auprès d'elle et de débiter celui de la banque sur laquelle le chèque est tiré. Il faut donc que la banque en question détienne un dépôt suffisant auprès de la banque centrale. La demande de monnaie d'État des institutions financières est augmentée d'autant. Dans les deux cas, la demande de monnaie centrale est augmentée par l'obligation faite aux contribuables de s'en servir pour payer les impôts. Cette obligation n'est pas en elle-même indispensable : dans un passé lointain, le paiement se faisait en nature sous forme de grains, ou encore de corvées. Et l'on pourrait fort bien imaginer que le prélèvement se fasse dans la monnaie choisie par le contribuable. Mais à l'inverse, si le gouvernement exigeait d'être payé en potirons, les particuliers seraient obligés de se procurer et de détenir des potirons. L'importance d'une contrainte de ce genre s'évalue aisément : comme les impôts représentent couramment 40 % du revenu national, la demande des titres liquides émis par les autorités politiques constitue automatiquement une large part de ce marché.

Toutes ces mesures, paiement de l'impôt en titres publics, réserves obligatoires des banques, propriété publique d'intermédiaires financiers, émissions de bons du Trésor, visent à déplacer vers la droite la demande de « lithographies » publiques, augmentent le chiffre d'affaires de l'État comme créateur de monnaie, et du même coup ses revenus pour un taux d'inflation donné. Élargissant l'assiette fiscale, elles rendent aussi l'inflation plus rentable pour l'État. La masse de l'impôt monétaire dépendant à la fois de l'assiette de l'impôt par la monnaie — la détention de titres publics — et du taux de cet impôt — le taux d'inflation — on voit aisément que l'État qui cherche à accroître ses ressources fiscales doit augmenter la demande de dettes liquides, c'est-à-dire sa part dans la collecte de cette épargne, et le taux d'inflation.

Arrivés à ce point, nous ne pouvons éviter de constater que le pouvoir régalién de battre monnaie n'est pas un « droit » ni une nécessité économique. Ce n'est que l'expression d'un monopole délibérément acquis pour prélever un impôt dissimulé et relativement peu sensible. Si la richesse était couramment détenue sous forme de stocks d'automobiles qui, accumulées, représenteraient 80% du revenu national — comme c'est le cas de la masse de dettes liquides — certains inventeraient à coup sûr une théorie du « droit » régalién de fabriquer des automobiles.



# L'étatisation du financement 3

« *Canalisation* : réseau de conduites, de tuyaux destinés au transport des fluides.  
*Canaliser* : voir *centraliser*, *concentrer*, *diriger*. »  
(Dictionnaire Robert)

« Avant le 3 septembre 1981, tout les dépôts à terme d'un montant supérieur à 100 000 F et d'une durée inférieure à 1 an pouvaient rapporter 17 % d'intérêt. Depuis cette date, il faut déposer 500 000 F pour obtenir la même rémunération. Pour les dépôts d'un montant inférieur, la rémunération est fixée entre 3,5 et 10,5 %. »  
(La presse, septembre 1981)

« Le taux d'inflation est d'environ 15 % en rythme annuel. »  
(La presse, septembre 1981)

« L'emprunt d'État émis au taux de 16,75 % dont le montant initialement prévu était de 8 milliards, vient d'être porté à 15 milliards. »  
(La presse, septembre 1981)

## Introduction

L'État est omniprésent dans le secteur financier. Non content d'entrer en compétition avec les entreprises privées pour placer ses emprunts à court et à long terme, il organise ses propres réseaux de collecte de l'épargne, auxquels il attribue des privilèges particuliers par l'établissement d'une fiscalité et d'une réglementation discriminatoires. Il décide aussi de la rémunération que recevront les épargnants et du prix que devront payer les emprunteurs, dont près de la moitié bénéficient, sur ses directives, de bonifications avantageuses.

Dans ces conditions, le système financier français se présente moins comme un ensemble de marchés bien intégrés et reliés entre eux par des mouvements coordonnés de prix et de quantités, que sous la forme anachronique du réseau enchevêtré des robinetteries de la salle des machines des premiers navires à vapeur. En abaissant ou relevant tel ou tel taux, en modulant les exemptions fiscales, l'État canalise à volonté les flux d'épargne vers les emprunteurs qui méritent son attention. Mais l'efficacité de cette machinerie s'avère inadaptée aux besoins croissants et diversifiés d'une économie moderne. Elle constitue aujourd'hui un frein financier au développement.

Après avoir examiné l'importance quantitative de l'État dans la collecte et la redistribution des fonds, nous verrons comment il organise et facilite leur canalisation par le moyen d'un compartimentage fiscal et réglementaire des marchés financiers. Nous décrirons pour conclure les discriminations de traitement que ces pratiques introduisent entre les institutions publiques et privées, imposant à ces dernières le handicap particulier d'une concurrence inégale qui réduit encore leur marge d'action.

## L'importance de l'État

En septembre 1981, au moment où un projet de nationalisation des banques privées est déposé devant l'Assemblée nationale, l'État contrôle déjà les quatre cinquièmes du système financier français comme le montre un bref rappel de son double rôle dans la collecte et dans la distribution des fonds.

L'État contrôle directement ou indirectement plus de 85 % des ressources liquides. Il collecte ainsi directement 42 % de l'épargne liquide, à travers le réseau des Comptes chèques postaux et des comptes du Trésor, celui des Caisses d'épargne<sup>36</sup> et l'émission des billets de banque, des bons du Trésor sur formules et des bons de la Caisse nationale de l'énergie. Mais ses pouvoirs de tutelle sur les banques nationales et sur les caisses mutuelles, qui s'exercent en particulier à travers la nomination des dirigeants et le contrôle des emplois, lui assurent un droit de regard sur environ 80 % des autres ressources liquides.

De plus, le secteur public prélève 65 % des ressources à long terme disponibles dans le pays. Le tableau 3 montre qu'au cours des dernières années l'État a encore accru sa part dans la collecte des fonds sur le marché financier. En effet, alors même que le Trésor public prélevait une partie croissante des ressources sur le marché obligataire pour financer d'importants déficits des finances publiques, la part relative des actions tendait à se stabiliser sinon à décroître.

Tableau 3  
Part du secteur public dans les émissions  
sur le marché financier

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
<b>Actions et parts de sociétés</b>	<b>22,2</b>	<b>31,2</b>	<b>18,4</b>	<b>18,3</b>	<b>18,4</b>	<b>20,0</b>	<b>18,0</b>
<b>Obligations</b>	<b>77,8</b>	<b>68,8</b>	<b>81,6</b>	<b>81,7</b>	<b>81,6</b>	<b>80,0</b>	<b>82,0</b>
<i>dont secteur public</i>	<i>76,9</i>	<i>67,5</i>	<i>67,8</i>	<i>64,8</i>	<i>74,2</i>	<i>81,7</i>	<i>79,6</i>
secteur public non financier (1)	27,8	30,6	38,8	31,4	27,1	36,2	37,5
secteur public financier (2)	49,1	36,9	29,0	33,4	41,1	45,5	41,1
<i>dont secteur privé et étranger</i>	<i>23,1</i>	<i>32,5</i>	<i>32,2</i>	<i>35,2</i>	<i>31,8</i>	<i>18,3</i>	<i>21,4</i>
<b>Total</b>	<b>100</b>						

1. Équipements collectifs et entreprises nationales.

2. Trésor public et établissements de crédit spécialisés.

Source : Rapports du F.D.E.S.

Dans le domaine de la distribution des fonds, l'intervention de l'État se fait directement par le moyen du Trésor public, de la Caisse des dépôts et des autres institutions financières spécialisées publiques ou semi-publiques<sup>37</sup> qui consentent des prêts. Elle est aussi indirecte lorsque les autorités monétaires imposent des règles de spécialisation aux banques inscrites et aux banques mutuelles. Il les utilise comme canaux de répartition des prêts aidés à taux privilégiés entrant dans le cadre de la politique sélective du crédit.

L'intervention directe des institutions financières publiques dans la distribution des ressources concerne essentiellement le financement à long terme. En ce domaine, comme le montre le tableau 4, le Trésor public et les autres institutions ont distribué en moyenne au cours des années 70, 37,5 %<sup>38</sup> des ressources longues parvenant sous quelque forme que ce soit — crédits, émissions d'actions et obligations, prêts des apports non financiers — à l'ensemble des secteurs non financiers. Dans la distribution des seuls crédits à moyen et long terme la part de ces institutions publiques est aussi prédominante : 52 % du total des crédits à moyen et long terme non mobilisables distribués en 1979, soit 34 % de l'ensemble des crédits à l'économie. De plus, pour ces derniers, en accordant des avantages de taux, de garantie ou de durée à certains besoins particuliers tels ceux de l'agriculture, de l'artisanat, ou de l'exportation, l'État détermine à volonté la répartition réalisée par les banques mutuelles et les banques inscrites.

Cet engagement actif dans le financement n'a pas diminué dans la période récente. Au cours des années 60, la débudgétisation des investissements a augmenté considérablement le rôle de la Caisse des dépôts et des institutions financières spécialisées du secteur public par rapport à celui du Trésor. Alors que la part de l'investissement financée par des fonds budgétaires et des emprunts d'État passait de 22 % en 1958 à 12 % en 1973, celle que financent les institutions publiques passait dans le même temps de 8 % à 18 %, assurant le maintien de la part du secteur public dans le financement de la formation du capital.

Au cours de la même période, diverses incitations fiscales du côté de l'offre, comme par exemple l'instauration de l'avoir fiscal pour les actions et l'exonération partielle et le taux forfaitaire pour les obligations, ainsi que diverses modifications institutionnelles au côté de la demande (système de la prise ferme, création des Sicav), avaient pour objet de réanimer le marché financier et d'y restaurer les mécanismes concurrentiels. De même les réformes bancaires de 1966 et

Tableau 4  
**Rôle des différentes  
institutions financières  
dans le financement  
à long terme**  
(en %)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979 provisoire
Banques + B d F	13,8	18,6	29,0	26,0	23,8	19,2	23,8	17,8	22,9	39,2
Crédit mutuel agricole	9,2	11,1	12,1	11,7	10,6	10,5	8,5	11,8	11,2	
Caisse des dépôts et Caisse d'épargne	8,2	7,6	7,6	9,3	10,9	11,1	11,5	12,3	11,4	8,8
Autres institutions de crédit	28,6	24,0	20,7	23,1	23,6	26,6	23,5	24,2	23,6	26,5
Trésor public	5,7	4,6	3,0	2,2	2,8	3,9	2,9	2,0	3,2	2,0
prêts	2,7	1,7	0,5	0,4	1,2	2,1	1,8	0,9	1,5	1,1
dotations en capital	3,0	2,9	2,5	1,8	1,6	1,8	1,1	1,1	1,7	0,9
Assurances	1,0	1,3	0,6	0,4	0,5	0,6	0,3	0,4	0,6	0,4
Marché financier	20,4	21,0	19,9	18,8	16,8	18,6	18,0	15,9	19,7	19,6
obligations	7,2	10,4	8,3	5,6	4,6	8,6	7,5	7,2	6,7	8,8
actions	13,2	10,6	11,6	13,2	12,2	10,0	10,5	8,7	13,0	10,8
Entreprises non financières et ménages	8,8	9,1	6,6	6,7	6,1	7,0	8,0	10,7	5,9	2,7
Extérieur	4,3	2,7	0,5	1,8	4,9	2,5	3,5	4,9	1,5	0,9
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,4

Source :  
Tableaux de financement  
à long terme, rapports du  
FIDES et Banque de France.

1967 ont ouvert la possibilité pour les banques — nationalisables et privées — d'accroître leurs interventions dans le financement à long terme, ce qu'elles ont fait.

Mais depuis le début des années 70 une relative stabilisation des parts de marché des différents réseaux de distribution des ressources longues paraît avoir succédé aux transformations de la décennie antérieure, comme le montre le tableau 4. Deux grandes constatations peuvent être faites à l'examen de celui-ci.

En premier lieu, l'intervention directe du Trésor public est désormais relativement faible, mais désengagement du Trésor ne signifie pas désengagement de l'État. Les autres institutions financières publiques maintiennent en effet leur part à un niveau élevé qui représente environ le tiers des financements à long terme. Elles tendent même à l'accroître depuis 1975, en raison notamment de l'intervention croissante de la Caisse des dépôts et des Caisses d'épargne sur le marché des prêts à long terme. De ce fait, la part relative du crédit public dans le financement à long terme de l'économie, après avoir fléchi jusqu'en 1974, s'est rétablie depuis cette date.

En second lieu, mesurée par l'ensemble des flux annuels à long terme, la contribution des banques au financement long de l'économie est loin d'être régulière ou croissante. L'évolution des parts de marché montre plutôt un phénomène de substitution entre les crédits bancaires et les crédits des institutions publiques spécialisées dans le financement du logement et de l'investissement productif. Au total, il apparaît bien que ce sont principalement les institutions financières spécialisées publiques et non les banques commerciales qui se sont substituées au Trésor<sup>39</sup>, et aussi à certaines périodes au marché financier, dans le financement à long terme de l'économie.

### **Fiscalité, réglementation, cloisonnement**

Les pouvoirs publics déplorent régulièrement le caractère trop liquide de l'épargne mais ils prennent plus rarement des mesures favorisant sa transformation en épargne longue. Le loi Monory constitue un intermède exceptionnel interrompant une période de 13 ans — depuis les réformes fiscales de 1965 — pendant laquelle rien n'a été fait pour encourager en pratique les placements en actions et en obligations. Cette disparité du discours et de l'action ne doit pourtant pas surprendre lorsque l'on sait, comme nous venons de le constater, que les

institutions publiques sont bien placées pour collecter l'épargne liquide. En réalité, l'action de l'État paraît ordinairement inspirée par le souci de canaliser l'épargne vers des placements courts qui alimentent des circuits qu'il contrôle plus aisément. Dans cette perspective, il convient de réduire les possibilités de substitution d'une forme de placement à l'autre, c'est-à-dire de segmenter ou cloisonner le marché, ce qui permet aux autorités d'accroître leur emprise sur la collecte des fonds, même quand elles en réduisent la rémunération en vue d'en alléger le coût.

### *La segmentation du marché des capitaux*

Dans le choix des formes de placement de leur épargne, les ménages sont sensibles aux taux de rendement proposés, contrairement à ce qui est parfois soutenu. La meilleure preuve en est que tout assouplissement de la réglementation des intérêts créditeurs sur les dépôts à terme et bons de caisse offerts par les banques — comme ce fut le cas en avril 1979 lorsque le montant du dépôt ouvrant droit à une rémunération libre a été ramené de 200 000 F à 100 000 F — et toute augmentation de la rémunération de ces dépôts par rapport à celle des autres formes de placement, se traduisent par des transferts de l'épargne vers les actifs les mieux rémunérés<sup>40</sup>. Comme l'ont souligné les auteurs du rapport du Conseil national du crédit :

«... lorsqu'ils prévoient des relèvements des taux d'intérêt, les agents économiques cherchent, généralement, à réduire la durée de leurs placements en vue de tirer parti des hausses futures. Tel a été sans doute le cas au cours du second trimestre de 1979 »<sup>41</sup>.

De même, on estime à 1,2 million le nombre de foyers qui ont utilisé en 1978 et 1979 les possibilités offertes par la loi Monory, parmi lesquels un foyer sur deux aurait accédé de cette manière pour la première fois à la Bourse<sup>42</sup>.

Mais ces possibilités de substitution sont étroitement limitées par la réglementation. Dans le cas des comptes à terme, il fallait acheter une coupure d'au moins 100 000 F. Pour les achats d'actions, l'avantage fiscal est plafonné. Le contrôle de la substituabilité entre placements auprès des réseaux ou émetteurs privés et placements auprès des réseaux ou émetteurs publics apparaît comme le principal moyen par lequel l'État peut assurer à ces derniers une alimentation régulière. Les instruments qu'il utilise en ce domaine sont d'ordre fiscal, comme l'exonération des intérêts des livrets A des Caisses d'épargne et du livret bleu du Crédit mutuel, le prélèvement libératoire de 25 % sur

les obligations et l'abattement de 3 000 F sur les revenus des capitaux mobiliers, et d'ordre réglementaire, comme le montant minimum de 100 000 F pour les placements bancaires à taux libre et le plafonnement des taux pour les dépôts d'un montant inférieur à cette somme.

Les disparités du traitement fiscal des divers placements ont pour résultat d'orienter en priorité les épargnants vers certains placements plutôt que d'autres, en raison de la position qu'ils occupent dans le barème de l'impôt sur le revenu. Ces distorsions avantagent particulièrement les titres offerts par les institutions publiques. La comparaison des rendements avant et après impôt des principales formes de placement du tableau 5 met en évidence les effets de clientèle induits par la fiscalité. Ainsi, par exemple, les épargnants ne pouvaient obtenir en 1979 un taux de rendement sur les actions équivalant à celui du livret A des Caisses d'épargne que si leur taux d'imposition marginal était inférieur à 30 %. Ils ne pouvaient obtenir le même taux sur les bons de caisse et dépôts à terme bancaires que si leur taux d'imposition était inférieur à 20 %, à condition de pouvoir acquitter un droit d'entrée, récupérable, de 100 000 F. Par contre, le traitement fiscal préférentiel des livrets de Caisse d'épargne, des plans d'épargne-logement et des obligations confère à ces instruments un net avantage pour toutes les catégories de contribuables, mais plus encore pour ceux qui se trouvent dans les tranches élevées du barème de l'impôt sur le revenu.

Tableau 5  
Taux de rendement des placements financiers,  
avant et après impôt (en 1979)

	Livret A de la Caisse d'épargne	Livret B de la Caisse d'épargne	Dépôts à terme bancaires (1)	Plans épargne- logement	Obligations	Actions
Taux de rendement avant impôt (2)	6,5	6,5	8,5	8,0	9,4	8,8
Taux de rendement après impôt	0,20	6,5	5,2	6,8	8,0	7,5
pour divers taux marginaux	0,30	6,5	4,5	5,9	8,0	7,0
d'imposition	0,40	6,5	3,9	5,1	8,0	7,0
pour le taux d'imposition marginal de l'ensemble des contribuables (3)		6,5	3,9	5,1	8,0	7,9
						6,8

1. Dépôts à terme dont le taux n'est pas réglementé (estimé à partir du taux de base bancaire moins 1,5 point).
2. Pour les actions, le taux de rendement, y compris l'avoir fiscal, est celui qui a été calculé par la Direction de la prévision à partir du modèle de l'impôt sur le revenu. Pour les obligations, c'est le taux de rendement recensé par l'enquête clientèle-titres de la Banque de France, cf. Annexe B7 au *Rapport du comité du financement du VIII<sup>e</sup> Plan*, La Documentation française, 1980.
3. Calculé également par la Direction de la prévision à partir du modèle d'impôt sur le revenu.

Ces barèmes fiscaux et réglementaires, qui ont été maintenus au cours des années 70, ont contribué à niveler la hiérarchie des taux d'intérêt <sup>43</sup>. Ils favorisent la canalisation de l'épargne vers les institutions publiques — les Caisses d'épargne et la Caisse des dépôts, principalement — et vers les émetteurs d'obligations qui appartiennent, comme nous l'avons vu précédemment, en grande majorité au secteur public <sup>44</sup>. Dans ces conditions, les limites imposées à l'expansion du secteur financier public aux dépens du secteur privé ne peuvent venir que de la réglementation elle-même. C'est, en partie au moins, la raison d'être des plafonds de dépôts sur les livrets A des Caisses d'épargne, sur le livret bleu du Crédit mutuel, ainsi que sur les plans d'épargne-logement. Mais un autre objectif, non moins important, du contrôle est de réduire le coût des ressources financières pour l'État et les autres émetteurs du secteur public.

### *La réduction du coût du capital pour l'État*

La recherche d'une diminution du coût du capital pour les émetteurs publics passe par le contrôle des taux sur le marché obligataire. Ce contrôle est mis en œuvre conjointement par le Trésor et la Caisse des dépôts. Il exerce un double effet en faveur de l'État : d'une part, il diminue le coût de ses emprunts à long terme, d'autre part, il incite les épargnants à se tourner vers des placements liquides. Et là l'offre de dépôts est principalement le fait d'institutions publiques ou contrôlées par l'État. Celui-ci peut alors utiliser des fonds qui présentent l'avantage d'être moins rémunérés encore que les placements longs réglementés.

La meilleure indication de ce que ces taux sont situés en dessous du niveau d'équilibre qui se déterminerait spontanément sur le marché est qu'il existe une file d'attente des emprunteurs qui souhaitent y avoir accès. Nombreuses sont les entreprises qui voudraient placer des emprunts à des taux qu'elles jugent apparemment assez bas, compte tenu de l'inflation. Mais le Trésor ne les autorise à le faire que dans un certain ordre, et après une certaine attente. Comme l'écrit un observateur :

« Un point essentiel [...] du contrôle financier concerne la gestion de la file d'attente pour les nouvelles émissions des titres [...] A l'origine, toute émission d'actions et d'obligations supérieures à 250 000 F nécessitait l'accord du ministre des Finances, mais ce contrôle rigoureux a été graduellement atténué depuis 1955.

A présent, l'émission de titres nécessite seulement une notification préliminaire <sup>45</sup> ».

Mais le rationnement n'a pas disparu en pratique pour autant. Comme le note un bon connaisseur du secteur <sup>46</sup> :

« Le meilleur point de départ pour comprendre le système de la distribution du crédit en France est de se référer au marché du capital. Le Trésor y décide du niveau et de la structure de base des taux d'intérêt sur les obligations. Ceci étant déterminé, le secteur privé détermine le volume des obligations qu'il veut acquérir. Comme les taux sur les obligations sont maintenus à un niveau peu élevé (en termes réels), la quantité désirée est toujours inférieure à la quantité des nouvelles émissions qui sont désirées par les secteurs public et privé pris dans leur ensemble. Aussi, y a-t-il toujours une file d'attente du côté des emprunteurs sur le marché des obligations. Bien entendu, la longueur de celle-ci peut être en partie réduite dans la mesure où les sociétés décident de substituer des émissions d'actions à celles des obligations, mais très partiellement seulement car les actions et les obligations ne sont que des substituts imparfaits.

« En tête de la file d'attente, on trouve le Trésor, l'ensemble des institutions financières ainsi que les entreprises nationales sous le contrôle du Trésor (PTT, EDF, SNCF...). En deuxième position, ce sont les entreprises nationales qui appartiennent au secteur concurrentiel, selon la terminologie généralement acceptée (Renault, l'aéronautique...), ainsi que toutes les institutions financières privées. En dernier rang viennent les sociétés privées non financières. Il apparaît nettement que le secteur privé non financier est toujours rationné dans un tel contexte. Certaines réformes, au début des années 70, laissent penser que toutes les sociétés qui veulent bien attendre leur tour peuvent être éventuellement satisfaites ne serait-ce que partiellement. Toutefois, même si c'est le cas, cela modifie la répartition du rationnement entre les rationnés et non son volume d'ensemble. »

Dans ce mécanisme, la Caisse des dépôts intervient en contrôlant étroitement le marché des obligations. On sait qu'elle y joue le rôle de « gendarme » en exerçant une influence considérable sur les cours de ces titres, grâce à l'énorme masse de manœuvre dont elle dispose. Contrôlant les cours, elle contrôle aussi les taux d'intérêt et donc la rémunération de l'épargne ainsi placée. Contrôlant d'autre part les taux sur le marché monétaire par l'intermédiaire de la Banque de

France, l'État obtient la maîtrise de l'ensemble des taux de rémunération de l'épargne, depuis la plus courte avec l'interdiction de rémunérer des dépôts à vue, en passant par le moyen terme avec la réglementation des dépôts à terme, jusqu'au long terme avec le contrôle des taux obligataires.

Dans un tel système de répression des taux, l'épargnant se précipite vers la moindre occasion d'obtenir une rémunération. Ainsi, malgré un revenu nominal après impôt des plus modestes, soit 3,9 %, le solde moyen des 135 000 livrets B des Caisses d'épargne s'élevait à 98 000 F en 1979<sup>47</sup>. Ce chiffre n'est pas négligeable. De plus, il ne correspond pas à une opération d'attente mais à un placement relativement stable. En effet, le nombre moyen d'opérations réalisées sur ces comptes diffère assez peu de celui des opérations effectuées sur les livrets A qui sont des instruments de placement à moyen terme. Cela veut dire que les épargnants n'ont pas trouvé de placements longs plus avantageux que ceux rémunérés au taux nominal de 3,9 %, soit un taux réel de - 6,8 % en 1979.

Il est d'ailleurs significatif de rapprocher ces 98 000 F du minimum de 100 000 F dont il fallait à l'époque disposer pour obtenir une rémunération bancaire à un taux libre de marché, qui elle pouvait se situer à 11 %, soit le taux du marché monétaire moins 1,5 point. *Or, même ces taux « libres » sont maintenus à de faibles niveaux en raison de la fixation par l'État du taux du marché monétaire.*

Le système étant ainsi verrouillé, il devient facile d'atteindre les deux objectifs majeurs : obtenir pour le secteur public et le Trésor un financement à bas prix, et canaliser à volonté, par des avantages fiscaux et des conditions dérogatoires, l'épargne vers les institutions financières publiques, ce qui est la condition sine qua non d'une politique sélective de subvention au crédit qui ne se traduise pas de façon trop visible, et donc gênante, dans le budget de l'État. Là se trouve la clé de l'organisation si particulière du système financier cloisonné qui est le nôtre et qui n'a guère d'équivalent qu'en Inde. La politique sélective du crédit, pour échapper au contrôle des électeurs, doit s'appuyer sur le développement d'institutions financières publiques et sur la conduite forcée de l'épargne qu'il devient possible par la même occasion de sous-payer. La même politique des taux d'intérêt permet de faire d'une pierre deux coups : elle donne un fort privilège financier au secteur public qui ne paie pas l'épargne à son prix de marché. Et ce faible coût du capital pour l'État n'est certainement pas étranger à l'expansion continue du secteur public<sup>48</sup>. Elle permet

d'autre part de mettre en œuvre l'orientation centralisée des crédits. Le contrôle de la rémunération de l'épargne est en effet le principal instrument de la politique sélective du crédit <sup>49</sup> qui est une politique de taux artificiellement bas. En interdisant de trop rémunérer les dépôts des épargnants, le gouvernement fournit aux institutions financières des ressources à faible coût. Il peut ensuite, sans mettre leur équilibre financier en péril, leur demander de réduire le coût du crédit. Il pourra d'autant plus aisément, d'ailleurs, exercer son influence sur la fixation des taux débiteurs, toujours difficile, qu'il est propriétaire d'institutions financières du secteur public. Dans ce cas, en abaissant la rémunération de l'épargne il obtient un financement à bon marché, qu'il canalise à prix de faveur vers les agents et les secteurs qu'il veut favoriser.

*Cette opération équivaut au prélèvement d'un impôt assorti d'une subvention. L'impôt est supporté par l'épargnant qui n'obtient le plus souvent qu'un taux d'intérêt réel négatif sur ses placements, c'est-à-dire qui paie en fait l'institution financière pour utiliser son épargne. L'institution financière, qui devient ainsi un auxiliaire de fait du fisc, consent ensuite à certains emprunteurs privilégiés des taux débiteurs faibles, voire nuls ou négatifs, ce qui équivaut à payer ces agents pour qu'ils empruntent. C'est une subvention à l'emprunt.*

*Le grand avantage pour l'État de l'impôt-subvention par réglementation des taux et par institutions financières publiques interposées est que cette fiscalité supplémentaire ne figure pas explicitement dans le budget et échappe dans une large mesure à l'attention et au contrôle des contribuables.*

Il est d'ailleurs significatif que ces subventions à l'emprunt, après avoir longtemps été effectuées au grand jour par le Trésor et le Fonds de développement économique et social (FDES) dont les comptes figuraient au budget de l'État, aient été transférées au secteur financier public et notamment à la Caisse des dépôts et consignations, vers le milieu des années 60, dans le grand mouvement de débudgétisation d'un certain nombre de dépenses. Le souci explicite de l'époque était de rétablir l'équilibre budgétaire. On suivait ainsi le premier exemple de l'après-guerre, la débudgétisation de la Sécurité sociale en 1945, qui avait aussi pour objectif avoué la limitation de l'impasse budgétaire. L'évolution qui devait suivre montre à l'évidence que le moyen adopté n'apportait pas le résultat espéré. Car en réalité la débudgét-

tisation accompagnée d'une manipulation des prix de l'argent et du crédit, tout comme celle de la Sécurité sociale s'accompagnait d'une manipulation des cotisations et des remboursements, avait une autre ambition pratique. L'opération se limitait en fait à trouver de nouvelles sources de financement des dépenses et aides de l'État, moins visibles et moins douloureuses que l'impôt ou l'emprunt. Moins coûteuses aussi. *Il s'agit d'une innovation fiscale. Le développement du secteur financier public autorise l'accroissement de l'impôt caché.*

### **La concurrence inégale**

L'industrie bancaire est certainement l'une des industries les plus réglementées. Les pouvoirs dont disposent les autorités monétaires leur permettent en effet de décider qui peut produire des services bancaires, quels types de services et en quelles quantités, à qui ces services peuvent être destinés et comment les banques doivent les produire. Les instruments du contrôle des banques inscrites sont classiques. Ils comprennent le contrôle à l'entrée dans l'industrie par l'intermédiaire du droit d'établissement, la fixation des règles de spécialisation des institutions, les contraintes en matière de taux et de quantité, et les contraintes sur la structure du bilan.

Avec de tels moyens, auxquels s'ajoutent les discriminations fiscales précédemment analysées, les autorités publiques instaurent une grande inégalité dans les conditions de la concurrence bancaire et financière. Mais ces distorsions de la concurrence ne suffisent pas à la supprimer. Elles ont surtout incité les banques à développer la rémunération implicite des dépôts par la production de services autres que le taux d'intérêt versé et liés à la gestion des moyens de paiements.

Cette concurrence par la qualité se substitue à la concurrence par les prix qui est étroitement limitée. Elle est leur seule chance de conserver une part de marché face aux rivaux privilégiés. Mais elle les oblige à encourir des frais de gestion plus élevés que ces derniers. La concurrence inégale impose un handicap plus lourd aux institutions privées.

#### *La concurrence réglementée*

Pour maintenir ou accroître la part de collecte des institutions financières publiques, les autorités monétaires utilisent deux types d'instruments. Les premiers consistent à maintenir, par la fiscalité et le règle-

ment, le rendement des titres publics à un niveau en moyenne légèrement supérieur à celui des autres formes de placement, comme nous l'avons vu à la section précédente. Les seconds consistent à assurer certaines institutions d'une clientèle captive de déposants obligés, en leur conférant le monopole de la distribution de certains régimes de prêts privilégiés. C'est le cas par exemple du Crédit agricole pour les prêts bonifiés à l'agriculture<sup>50</sup>. Cette institution s'attache ainsi une clientèle que les autres banques ne pourront pas attirer. La détention d'un compte auprès du Crédit agricole est en effet un moyen pour les agriculteurs et artisans d'accéder aux régimes des prêts bonifiés. La diminution du coût du crédit entre donc dans les services rendus sur les dépôts<sup>51</sup> qui remplacent une rémunération explicite, d'ailleurs interdite. L'existence de telles contraintes en matière de rémunération des dépôts pousse les banques à les rechercher en jouant sur d'autres termes que les prix : en particulier par la multiplication des guichets, et la diversification des services commerciaux comme les prélèvements automatiques pour le règlement de factures, cartes de crédit, transferts électroniques des fonds. Ils diminuent le coût d'opportunité de la détention des dépôts à vue et augmentent leur rémunération implicite. Le rendement effectif d'un dépôt se compose donc de deux éléments : un rendement monétaire, dont nous avons vu qu'il est étroitement réglementé, et un rendement non monétaire qui prend la forme soit d'un meilleur accès au système des paiements, soit d'un accès privilégié au crédit<sup>52</sup>. Le développement de cet élément non monétaire permet aux banques de compenser en partie les entraves fixées par la réglementation des taux créditeurs et il restaure les possibilités de concurrence des dépôts bancaires face aux autres formes de placement.

C'est le rôle également des dépenses de publicité. Dans une industrie réglementée, celles-ci s'établissent à un niveau élevé<sup>53</sup>. Elles alourdissent encore les charges d'exploitation des banques commerciales qui sont déjà fortes en raison de la course aux guichets et de la multiplication, coûteuse, des services offerts. Mais toutes les banques ne bénéficient pas, par ailleurs, de privilèges identiques compensant cette augmentation des charges d'exploitation.

*La disparité des conditions d'exploitation*

Les conditions d'exploitation des diverses institutions financières font l'objet d'une discrimination de la part des pouvoirs publics. Les disparités de traitement proviennent, d'une part, de l'inégalité du régime d'imposition des bénéficiaires — jusqu'en 1979, ceux du Crédit agricole étaient totalement exonérés d'impôts en raison du statut mutualiste de cette institution, et ceux du Crédit mutuel n'y sont soumis que sur les revenus tirés de son patrimoine —, d'autre part, des différences de règles en matière de liquidité et de transformation des fonds. En ce domaine, les disparités concernent principalement le régime des réserves obligatoires et les règles d'encadrement du crédit. Le Crédit agricole bénéficie de dérogations en matière de réserves obligatoires et les Caisses d'épargne en sont exemptées. Par ailleurs, les institutions publiques sont moins encadrées (le Crédit agricole possède un pouvoir de négociation en ce domaine dont ne disposent pas les banques) ou totalement désencadrées.

Ces diverses distorsions de la concurrence aboutissent en fait à créer un impôt additionnel sur certaines institutions, en particulier les banques. Comme les réserves obligatoires ne sont pas rémunérées, les banques qui sont astreintes à les détenir paient sur celles-ci l'impôt réel dû à l'inflation. Les institutions qui en sont dispensées disposent d'autant de fonds supplémentaires qu'elles peuvent placer à intérêt, notamment à court terme sur le marché monétaire. L'avantage procuré par le traitement différentiel est donc égal au revenu tiré de ces placements. La marge bénéficiaire de ces institutions tend donc à croître en raison même de la réglementation.

De la même façon, l'exclusivité d'un privilège d'exonération fiscale en matière de dépôts d'épargne ou la distribution des prêts aidés (qui peut se traduire en termes d'un pourcentage de la clientèle rendue captive par la réglementation) créent une prime pour l'institution qui bénéficie de cette exclusivité. Elle obtient plus de ressources stables sans rémunérer davantage les déposants. Pour obtenir l'équivalent de cette prime, les banques inscrites doivent accroître les taux créditeurs — mais on connaît les limites de leur liberté en la matière — ou les taux débiteurs — ce qui tend à réduire leur compétitivité sur le marché des crédits. Ainsi, comme le soulignent les auteurs du rapport Mayoux :

« Des réseaux fortement excédentaires, comme le sont les réseaux non bancaires, peuvent, au moyen de réserves de liquidités, mieux

faire face au risque de transformation. Leur charge fiscale allégée leur permet de constituer en franchise les réserves nécessaires pour faire face aux périodes dans lesquelles le coût de la ressource s'élève au-dessus du revenu tiré du stade des prêts à long terme. Enfin, deux de ces réseaux (Caisses d'épargne et Crédit agricole) sont juridiquement adossés à l'État, qui est de ce fait le garant final de leur liquidité et de leur solvabilité <sup>54</sup> » .

Les effets de ces distorsions peuvent être dégagés à partir de la comparaison des principales variables d'exploitation des diverses catégories de banques (tableau 6). L'observation montre que si le coût des dépôts-clients est sensiblement équivalent dans les banques privées <sup>55</sup> et nationales d'une part, le Crédit agricole de l'autre (le coût moyen plus élevé du Crédit mutuel s'explique en raison du livret bleu), la marge rendement/coût apparaît nettement plus élevée dans les banques privées que dans cette dernière institution. Cela tient à la fois à ce que les banques privées distribuent moins de crédits à taux préférentiel que le Crédit agricole ou même que les banques nationales et que, *prenant en moyenne davantage de risques*, elles obtiennent une rentabilité plus élevée sur leur portefeuille de prêts. Cependant, dans le domaine des coûts réels d'exploitation (frais généraux) la hiérarchie des établissements est exactement l'inverse de la précédente. Pour un même volume de dépôts et de crédits, les coûts opératoires supportés par les banques privées sont plus élevés. La taille des établissements joue ici sans doute un rôle : les banques privées étant en moyenne de plus petite taille, elles bénéficient d'économies d'échelle moins importantes <sup>56</sup>. Ceci pourrait expliquer également l'écart entre ces banques et les banques nationales. Cependant, la différence la plus frappante est celle qui apparaît entre le Crédit agricole et le Crédit mutuel, d'une part, les autres banques de l'autre. L'explication en a été donnée dans l'analyse qui précède. Pour un même taux global de rendement des dépôts imposés par la concurrence, la rémunération implicite offerte par les banques mutuelles comprend davantage d'éléments dont le coût de production est faible — en particulier, l'accès automatique aux crédits privilégiés. Pour amener la rémunération de leurs dépôts à un niveau comparable, les banques inscrites doivent engager davantage de dépenses réelles : investissements dans le réseau de guichets, production accrue de services et dépenses de publicité plus élevées. Toutefois, l'exemption totale ou partielle du paiement de l'impôt sur les sociétés dont bénéficient les caisses mutuelles leur permet aussi d'engager de telles dépenses. La mise en réserve des

ressources qu'elles ne versent ni à l'État ni aux actionnaires leur permet de financer leurs investissements de croissance. On constate ainsi que le Crédit agricole possède un coefficient de rendement des capitaux investis (bénéfice net/bilan + refinancement) nettement plus élevé que celui des banques inscrites. Les marges dégagées par les banques privées, notamment les banques régionales et les banques à caractère national, sont en revanche largement entamées par les charges d'amortissements et l'impôt sur les bénéfices.

Tableau 6  
La rentabilité des banques en  
1977 (en %)

	Coefficient de rendement RI (1)	Frais généraux/ dépôts + crédits	Coût moyen des dépôts de la clientèle	Rendement moyen des crédits à la clientèle	Marge rendement/ coût
Banques inscrites					
Banques privées <i>locales</i>	0,36	4,02	4,86	15,34	10,48
<i>régionales</i>	0,24	3,84	4,45	14,83	10,38
<i>à caractère national</i>	0,12	3,59	4,55	12,69	8,14
Banques nationales	0,16	2,98	4,76	10,93	6,17
Ensemble des banques inscrites	0,29	3,05	4,96	11,50	6,54
Crédit agricole mutuel	0,46	1,86	4,96	9,74 (2)	4,78
Crédit mutuel	0,22	2,18	6,06	11,43	5,37
Banques populaires	0,20	3,69	4,50	14,40	9,90

1. Bénéfice net/bilan + refinancements.

2. Y compris la bonification versée par l'État.

Source : Rapport du groupe de réflexion sur *Le développement des initiatives financières locales et régionales*, présidé par J. Mayoux, La Documentation française, 1979.



« En général  
l'art du gouvernement  
consiste à prendre  
d'autant d'argent qu'il est possible  
à une catégorie de citoyens  
pour le donner aux autres. »  
(Voltaire, *Dictionnaire  
philosophique*)

## Introduction

Le système financier français se présente comme une industrie importante, diversifiée et bien développée. Les taux d'épargne et d'investissement sont élevés et supérieurs à ceux de beaucoup de pays à niveau de vie comparable. Il ne semble donc pas, à première vue, que l'économie française souffre d'un quelconque problème de financement. Pourtant il est habituel de déplorer la faiblesse du marché financier de Paris. Les petites et moyennes entreprises se plaignent de la rareté et du coût élevé du crédit. Les épargnants ne sont pas satisfaits des taux de rémunération qui leur sont servis. Les autorités monétaires s'alarment de l'insuffisance des fonds propres des entreprises ainsi que du caractère trop liquide de l'épargne.

Ces diverses critiques sont apparemment contradictoires, ce qui fait douter de leur bien-fondé. Comment, par exemple, peut-on avoir à la fois une épargne abondante et mal rémunérée ? Comment les entreprises peuvent-elles se plaindre de la rareté du crédit alors que celui-ci augmente aussi vite ou plus vite que le revenu national ? Comment celui-ci peut-il être jugé trop coûteux alors que les taux débiteurs sont souvent inférieurs au taux d'inflation ? Pourquoi les épargnants choisiraient-ils une épargne plus liquide qui ne rapporte pas d'intérêt alors que l'inflation persiste ou augmente ? Pourquoi, enfin, les entreprises s'endettent-elles plutôt que d'augmenter leurs fonds propres alors que, d'autre part, les épargnants se plaignent de la faible rentabilité des actions ? La réalité des problèmes sous-jacents ne fait pourtant pas de doute. Tous les dix ans, un rapport d'experts souligne les insuffisances et dysfonctions du système : Rueff-Armand en 1959, malgré la censure du gouvernement de l'époque qui leur interdit de s'occuper de trop près des institutions financières, Marjolin-Sadrin-Wormser en 1969, Mayoux en 1979. Tous soulignent l'insuffisante capacité d'adap-

tation de l'industrie financière, malgré sa forte croissance et ses transformations.

Ainsi, Marjolin-Sadrin-Wormser écrivent :

«... alors que l'État prélevait une part toujours croissante du produit national, les besoins des entreprises et des particuliers s'accroissaient. Sur ce phénomène bien connu, le groupe insiste parce que la conjonction des demandes de l'État et de celles des entreprises et particuliers aboutit à ce que *la demande de capitaux tend constamment à dépasser l'offre* [souligné par nous], ce qui est une caractéristique essentielle des temps présents. Par là même se trouvent posés avec une acuité sans précédent des problèmes de financement » (page 8).

Ils poursuivent :

« Une proportion très importante des fonds collectés l'est par des organismes autres que les banques. Ces fonds sont affectés, par voie administrative, soit aux besoins du Trésor (Chèques postaux), soit aux besoins des collectivités locales et à ceux de la construction (Caisse des dépôts et consignations), soit à la satisfaction des besoins d'une clientèle déterminée (Caisse nationale du Crédit agricole) sans être tous offerts sur le marché, sans concourir par conséquent à la formation des taux. *Ils sont donc répartis par des procédures particulières, la loi du marché n'ayant pas l'occasion de jouer, d'éliminer telle demande, de satisfaire telle autre. Aussi, dans la mesure où il y a cependant un marché, est-il un marché fragmenté* [souligné par nous] » (page 10).

C'est-à-dire, peut-on ajouter, un marché inefficace où les adaptations, partielles, n'assurent pas un équilibre global de l'offre et de la demande de fonds. Les auteurs attribuent la responsabilité de cette situation à l'ampleur des besoins de capitaux stimulée par la dépréciation de la monnaie. La faiblesse de l'épargne et un certain compartimentage des marchés de l'argent rendent difficile la formation d'un équilibre satisfaisant entre les ressources et les emplois financiers. De même, les auteurs du rapport Mayoux soutiennent que le cloisonnement des circuits nuit au bon fonctionnement des marchés de l'argent en supprimant la concurrence, comme nous l'avons rappelé dans le chapitre précédent.

Parallèlement, un autre aspect du mauvais fonctionnement du système de financement tient à l'insuffisance des fonds propres — ou capital à risque — des entreprises. La dégradation des fonds propres depuis une dizaine d'années a été souvent soulignée, tant pour les

petites et moyennes entreprises que pour les grandes. De 1967 à 1977, ils sont passés de 47,1 à 34,5 % du bilan des entreprises, tandis que la croissance de ces dernières était de plus en plus financée par le recours au crédit. Cela signifie que les entreprises vont vers une situation de plus en plus risquée. En effet, les fonds propres constituent la garantie ultime des créanciers de l'entreprise puisque les actionnaires ne sont rémunérés qu'après tous les autres ayant-droits. Le bénéfice ne peut leur être distribué qu'après paiement des fournisseurs et des salariés, de la Sécurité sociale, des impôts et des charges d'intérêt. A la liquidation de l'entreprise, il en va de même de l'actif net qui est en principe la propriété des actionnaires, mais ne peut leur revenir qu'après remboursement de toutes les dettes. Une entreprise très endettée mais qui ne dispose que d'un faible montant de fonds propres est une entreprise risquée. Les épargnants n'accepteront de prendre une part dans son capital que contre une rémunération assez élevée, incluant une forte prime de risque. Pour la payer, il faut que l'entreprise dégage assez de bénéfices. Or, d'après les travaux de l'Insee<sup>57</sup> ainsi que d'après les recherches effectuées par les principales Centrales de bilan<sup>58</sup>, on constate, depuis le milieu des années 60, une baisse de rentabilité du capital investi. Celle-ci se reflète d'ailleurs dans la faiblesse de la Bourse depuis son sommet de 1962 jusqu'à 1977. Au demeurant ces insuffisances du système financier français sont aussi à l'ordre du jour de l'actuel gouvernement, qui vient de décider la création d'une commission sur l'épargne. Nommée par le ministre des Finances, elle devrait remettre son rapport au printemps 1982. Ses travaux s'orienteront autour de trois thèmes : favoriser et développer l'épargne à long terme, la canaliser de façon prioritaire vers l'industrie, en particulier les PMI, et créer les conditions d'une rémunération supérieure à l'inflation pour l'épargne populaire<sup>59</sup>. C'est là un bon témoignage de la permanence de nos problèmes financiers, quels que soient les gouvernants en place.

Cette permanence étonne. Il semble bien que ces difficultés pourraient se résoudre aisément si les marchés fonctionnaient correctement en égalisant les offres et les demandes par des variations de prix. Ainsi par exemple, les entreprises pourraient obtenir plus de fonds propres en rémunérant mieux les actions. Les épargnants devraient être sensibles à l'attrait d'un placement ayant une rémunération réelle positive comme ils l'ont montré en souscrivant massivement aux plans épargne-logement ou aux Sicav Monory. De même, une meilleure rémunération de l'épargne à moyen terme devrait réduire l'épargne liquide et développer les placements plus longs.

Mais ce n'est pas ce qui se passe. Les ajustements ne se produisent pas. Les mécanismes financiers paraissent bloqués. Et c'est précisément le cas. La caractéristique constante du secteur financier français est le contrôle des prix — les taux d'intérêt — par les autorités monétaires. Cette réglementation empêche l'établissement d'un équilibre entre les quantités offertes et demandées. Elle introduit de nombreuses distorsions dans les flux financiers en réduisant le volume de l'épargne mobilière et en affaiblissant l'efficacité de l'investissement. Elle réprime les mécanismes de financement et compromet de ce fait la croissance de l'économie et sa stabilité.

Un tel système de déséquilibre financier entretenu par les autorités publiques existe dans de nombreux pays. Il est notamment typique des économies sous-développées. C'est d'ailleurs à l'occasion de l'étude de ces pays qu'il a été analysé initialement, il y a une quinzaine d'années. Économie moderne depuis le début des années 60, la France a conservé des structures financières sous-développées. Elle est un pays de finance réprimée.

### **Répression, inflation et taux réels négatifs**

Dans la finance réprimée, les taux d'intérêt sont le plus souvent soit directement fixés par les autorités monétaires, soit encadrés par des taux minimaux et maximaux choisis paires. Les taux administrés sont peu flexibles. Il s'ensuit que l'inflation fait varier sensiblement les taux réels<sup>60</sup>. C'est notamment ce qui s'est produit dans les dix dernières années où la plupart des taux réels des placements financiers sont devenus négatifs. Les périodes inflationnistes sont donc particulièrement redoutables pour les épargnants qui choisissent des placements à taux réglementés par l'administration. Leurs revenus réels deviennent plus variables, c'est-à-dire plus risqués, et souvent négatifs en moyenne. Par contre le coût du crédit ne baisse pas dans la même proportion.

#### *La rémunération de l'épargne*

Les principaux taux de rémunération de l'épargne nominaux et réels, depuis 1969, sont présentés dans le tableau 7. Tous ces taux sont contrôlés directement ou indirectement par les pouvoirs publics. On remarque que les taux réels sont presque tous négatifs durant presque toute la période, avec une accentuation à la baisse dans les récessions

Tableau 7  
La rémunération de l'épargne.  
Taux créditeurs nominaux et réels en fin d'année.

	Caisse d'épargne livret A		Dépôts à terme et bons de caisse		Bons du Trésor à 5 ans		Plans épargne- logement		Obligations (secteur public) (3)		Actions (4)			
	Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel		
1969	4,00	1,40	4,50	1,90	8,85	6,25	7,50	4,90	8,0	5,4	8,63	6,03	3,95	1,35
1970	4,25	- 1,55	4,50	- 1,30	8,15	2,35	8,25	2,45	8,0	2,2	8,26	2,46	4,47	- 1,33
1971	4,25	- 1,25	4,50	- 1,00	7,15	1,65	7,87	2,37	8,0	2,5	8,28	2,78	5,28	- 0,22
1972	4,25	- 1,95	4,50	- 1,70	7,65	1,45	7,50	1,30	7,0	0,8	8,78	2,08	4,55	- 1,65
1973	4,25	- 3,15	4,50	- 2,90	10,95	3,55	7,50	0,10	7,0	- 0,4	9,65	2,25	5,40	- 2,00
1974	6,50	- 7,20	6,75	- 6,95	12,95	- 0,75	9,02	- 4,68	8,0	- 5,7	11,21	- 2,49	7,82	- 5,88
1975	7,50	- 4,20	7,00	- 4,70	9,35	- 2,35	9,25	- 2,45	9,0	- 2,7	10,18	- 1,52	6,17	- 5,53
1976	6,50	- 3,10	6,50	- 3,10	10,15	0,55	10,50	0,90	9,0	- 0,6	11,04	1,44	6,96	- 2,64
1977	6,50	- 2,90	5,50	- 3,90	8,80	- 0,60	9,75	0,35	8,0	- 1,4	11,07	1,67	7,68	- 1,72
1978	6,50	- 2,60	5,50	- 3,60	8,30	- 0,80	9,50	0,40	8,0	- 1,1	9,94	0,84	5,84	- 3,26
1979	6,50	- 4,20	5,50	- 5,20	11,00	0,30	9,50	- 1,20	8,0	- 2,7	12,59	1,89	5,79	- 4,91
1980	7,50	- 5,80	6,50	- 6,80	10,75	- 2,55	10,50	- 2,80	8,0	- 5,3	14,31	1,10	6,69	- 6,61

Les taux réels sont définis comme les taux nominaux diminués du taux de croissance de l'indice des prix à la consommation.

1. Taux maxima fixés par le Conseil national du crédit.

2. Estimés à partir des taux de base bancaire moins 1,5 point. Ces taux concernent les dépôts et bons à plus d'un an ainsi que ceux d'un montant supérieur à 100 000 F et d'une durée minimale de 1 mois; ces seuls étaient de 2 ans et 200 000 F du 31 décembre 1975 à la fin avril 1979.

3. Taux de rendement des obligations des secteurs public et semi-public achetées en Bourse.

4. Taux de rendement des actions achetées en Bourse, y compris avoir fiscal.

Source : *Bulletin trimestriel* de la Banque de France et Insee.

de 1974-75 et 1979-80. On notera également que la hiérarchie des taux, c'est-à-dire les différences de niveau en fonction de la durée du placement, reste constamment assez faible. Les placements à long terme ne sont guère mieux rémunérés que les placements à court terme. Or, si la rémunération des placements à long terme n'est pas suffisamment élevée par rapport à celle des placements courts, les épargnants ne renonceront pas à la liquidité et à la sécurité plus grande qu'apportent généralement ces derniers. La politique des taux explique bien la structure très liquide de l'épargne française, comme nous l'avons vu au chapitre précédent. Cette orientation vers les emplois courts s'accroîtra encore dans les périodes où l'on s'attend à une augmentation de l'inflation. On sait en effet que sur des marchés financiers où les taux sont libres, les emprunteurs sont contraints de payer aux épargnants une prime en fonction des prévisions d'inflation. Si l'on s'attend en général à ce que l'inflation augmente sensiblement dans les prochaines années, les emprunteurs ne pourront se procurer des fonds à long terme qu'en les rémunérant mieux que les placements à court terme. Quand la hiérarchie des taux d'intérêt reste étroite malgré de fortes anticipations inflationnistes, les épargnants s'orientent systématiquement vers les placements les plus courts. L'épargne longue est découragée. Rappelons que les taux d'inflation français ont régulièrement augmenté depuis 15 ans. L'insuffisance d'épargne longue s'explique alors aisément<sup>61</sup>.

Ainsi dans beaucoup de cas, la répression financière est le résultat imprévu de la stabilisation contrôlée des taux d'intérêt nominaux, qui est maintenue alors même que l'inflation s'accélère. C'est ce que montre l'évolution des taux nominaux et réels sur les obligations publiques et sur le marché monétaire — le taux du marché monétaire servant de taux directeur pour la rémunération des dépôts importants qui est elle en principe libre. La tendance relativement régulière d'augmentation des taux nominaux n'est guère sensible à l'accroissement de l'inflation en 1974-75 et 1978-79, entraînant ainsi une plongée du taux réel.

Il ne faut donc pas s'étonner de la rareté des capitaux à long terme qui donne lieu à de nombreuses gloses et discussions. Le problème dit de la transformation, c'est-à-dire de la transformation des ressources liquides en prêts à long terme, n'est que le résultat d'une politique qui consiste à écraser la hiérarchie des taux d'intérêt et à trop stabiliser les taux nominaux. Ce problème, qui ne semble pas préoccuper les économistes ni les autorités monétaires des autres pays, n'est donc pas une

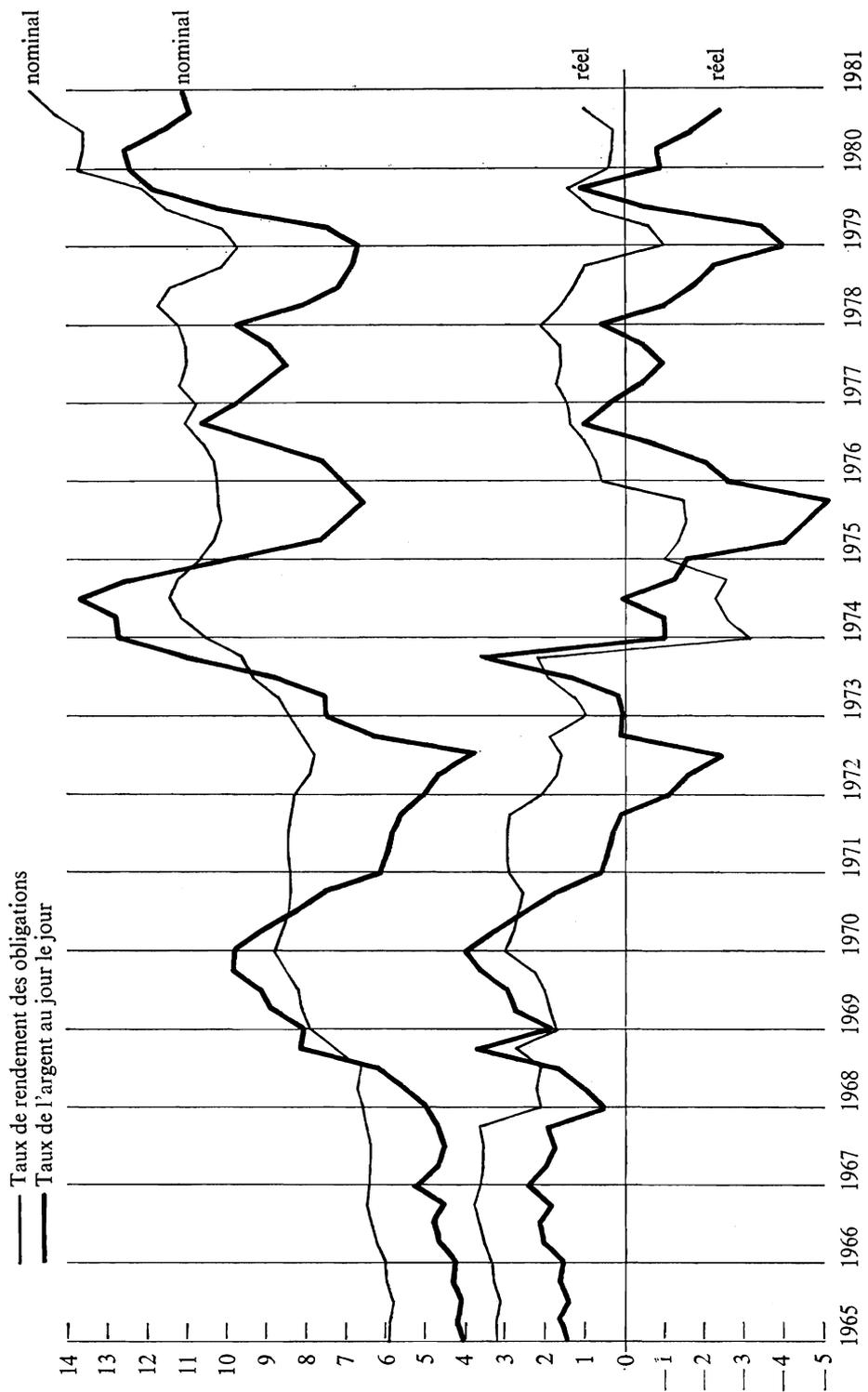


Figure 5  
L'évolution de la répression financière

particularité nationale inexplicable. Certes le financement des investissements de long terme par des fonds à court terme ou par l'emprunt à des banques commerciales est apparemment plus important que le secteur privé ne le voudrait. Mais l'argument qui consiste à blâmer les ménages qui refuseraient simplement de détenir des actifs à maturité relativement longue est pour le moins curieux.

### *Le coût du crédit*

Contrairement aux taux créditeurs, les taux débiteurs sont généralement positifs dans la période récente, comme le montre le tableau 8. Malgré la rémunération souvent négative de l'épargne, le coût du crédit reste élevé pour les entreprises. Il convient d'ajouter cependant que les séries relatives aux crédits « normaux » ne cernent pas au plus près la réalité de leur coût. Elles ne constituent que des points de repère généraux. L'existence de multiples bonifications et privilèges fait que beaucoup d'emprunteurs se fournissent à des conditions plus avantageuses. En effet, les crédits à taux privilégiés occupent une place importante dans le financement de l'économie. D'après une étude de la Banque de France<sup>62</sup>, et bien qu'il apparaisse difficile de mesurer exactement l'écart entre les taux privilégiés et les taux de marché, deux catégories de crédits subventionnés peuvent être distinguées : les crédits à taux d'intérêt « faibles », qui constituent la masse la plus importante, et les crédits à avantage prédéterminé (voir tableau 8).

Pour les premiers, les taux peuvent varier, mais les barèmes ne sont pas systématiquement revus lors des variations du taux de marché. L'avantage est alors variable : plutôt réduit dans les périodes de taux d'intérêt de marché bas (en 1972 par exemple), il devient important lors des périodes de hausse (1969-1970 ou 1978-1980 par exemple). On constate que l'avantage est alors substantiel. Cette formule concerne surtout les prêts bonifiés à l'agriculture, les crédits à l'exportation, les prêts au logement tant des sociétés que des ménages, les prêts du FDES, et ceux de la Caisse des dépôts et des Caisses d'épargne aux collectivités locales.

Pour les crédits à avantage prédéterminé, l'écart par rapport au taux de marché est fixé et invariable. Dans ce cas le taux du crédit varie parallèlement au taux de marché, mais à quelques points en dessous. Il s'agit la plupart du temps de nouvelles procédures mises en place depuis 1974. Entrent dans cette catégorie, par exemple, les prêts en faveur des industries exportatrices, les prêts aux économies d'énergie

et économies de matières premières, ainsi que les prêts aux petites et moyennes entreprises sur ressources d'emprunt national tels ceux des années 1975, 1976 et 1977.

L'importance des crédits à taux privilégiés dans l'ensemble des crédits à l'économie est considérable, comme le montre la figure 6 au verso. L'évolution de ces prêts qui connaît un sensible redressement après 1974 s'explique en particulier parce que l'encadrement du crédit leur est moins strictement appliqué qu'aux crédits ordinaires, et que d'autre part de nouvelles procédures privilégiées ont été mises en place à la même date. L'étude de la répartition de ces crédits fait appa-

Tableau 8  
Le coût réel des crédits  
normaux et privilégiés

	1969	1972	1977	1979
<i>Crédits normaux (1)</i>				
Escompte commercial (2)	4,65	3,8	3,4	4,4
Découverts-avances (3)	5,85	5,0	4,1	5,0
Prêts personnels	7,05	6,55	8,48	6,85
Taux de base bancaire	2,0	0,8	- 0,1	0,8
Crédits à moyen terme (2)	4,55	3,2	2,25	3,25
Crédits-logement (acquéreurs) (2)	6,30	4,8	5,6	5,2
<i>Crédits privilégiés</i>				
Prêts aux jeunes artisans	- 0,95	- 0,95	- 3,4	4,7 à - 3,2
Prêts aux artisans	0,55	0,55	- 1,4	- 1,2
Crédits à l'exportation	n.d.	0,70	- 1,4	- 2,7
Prêts bonifiés à l'agriculture	- 1,70	- 1,70	- 4,9	- 4,7
Participation à l'effort de construction des entreprises	- 3,20	- 3,20	- 6,4	- 7,7
Prêts HLM-accession (5)	- 1,20	- 2,5	- 2,9	n.d.
Prêts d'épargne-logement (6)	- 0,70	- 1,2	- 3,9	- 5,2
Prêts spéciaux du Crédit foncier (5)	- 0,70	0,8	- 1,4	n.d.
Prêts bonifiés à l'agriculture (7)	0,80	0,8	- 2,4	- 3,7
Prêts immobiliers conventionnés (5)	n.d.	2,3	0,9	n.d.

1. Les taux des crédits normaux sur des taux moyens. Ils sont compris dans une fourchette de 4 points.

2. Ces taux (hors coût des garanties) s'entendent de crédits mobilisables à la Banque de France. Les crédits non mobilisables se traitent en moyenne à un taux supérieur de 1 à 3 points à celui indiqué.

3. Non compris les commissions sur le plus fort découvert : 1,20 % et 1,10 % par mois.

4. Exemple : prêts de base individuels pour l'acquisition de biens fonciers.

5. Taux moyen.

6. Taux qui sera appliqué pour les plans souscrits cette année-là.

7. Ils ne sont pratiquement plus distribués depuis 1979.

Source :

Conseil national du crédit.

Pour les taux de crédits, *Bulletin trimestriel* de la Banque de France, n° 35, juin 1980.

raître une concentration massive et permanente de l'aide sur les secteurs de l'exportation, du logement et des équipements de l'administration. Il s'ensuit qu'une bonne partie des prêts consentis dans les années 70 l'ont été à des taux réels négatifs, les autres n'étant le plus souvent que légèrement positifs, sauf pour ce qui est des prêts personnels et des avances et découverts bancaires.

La pénalisation de l'épargne et la subvention aux emprunteurs nous donne tous les éléments du mécanisme de répression financière.

### Le mécanisme de la répression financière

La complexité du système financier permet au gouvernement de canaliser l'épargne tout en la sous-rémunérant. Les taux d'intérêt, créditeurs et débiteurs, ne sont plus alors des taux d'équilibre. Leur fixation en dessous du niveau de marché détermine une réduction de l'épargne

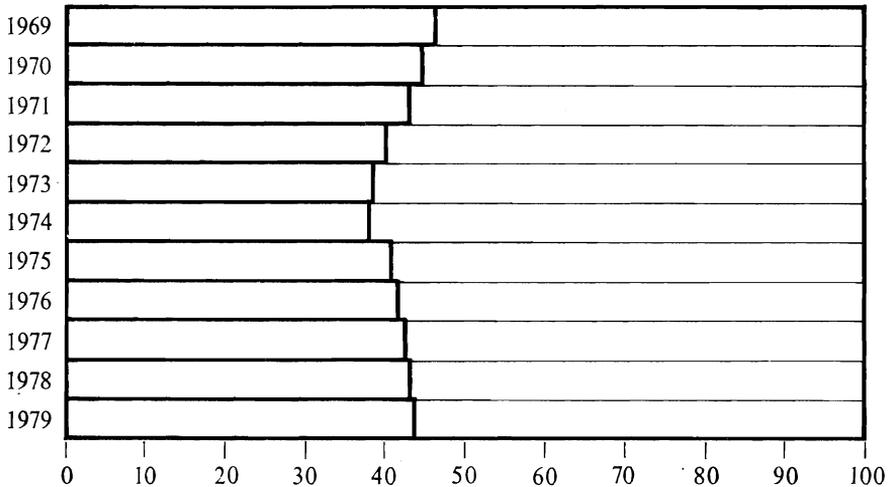


Figure 6  
La place des crédits privilégiés  
dans le total des crédits.

Situation au 31 décembre de l'année.  
Source : Banque de France, *Bulletin trimestriel*,  
n° 35, juin 1980.

financière, raréfie le crédit et freine la monétisation de l'économie tout en déterminant une structure trop liquide des placements : c'est la finance réprimée.

L'analyse du mécanisme de base de la répression financière est assez simple. Le point de départ est le suivant : en maintenant les taux d'intérêt créditeurs à des niveaux artificiellement bas, les autorités monétaires provoquent un déséquilibre sur le marché des fonds prêtables. Ce déséquilibre apparaît sous la forme d'un excès de la demande de fonds (ou demande de crédit venant des emprunteurs) sur leur offre (ou offre d'épargne venant des épargnants).

Pour mettre en lumière le mécanisme, supposons dans un premier temps que tous les crédits sont consentis à un taux unique donné que les autorités monétaires maintiennent aussi à un niveau artificiellement bas. Soit  $r_0$  le taux d'intérêt réel payé sur les dépôts, fixé par les autorités financières en dessous du taux d'équilibre  $r_e$ . Admettons comme une première approximation que le coût du crédit est fixé au

Tableau 9  
Les bénéficiaires des crédits  
à taux privilégiés

	1969			1979		
	En % du total	En % des crédits de même objet	En % des concours à l'économie	En % du total	En % des crédits de même objet	En % des concours à l'économie
<b>Entreprises</b>						
Exportations	6,7	56,1	3,2	6,9	78,0	3,0
Investissements	27,3	46,8	12,7	15,6	34,4	6,8
dont <i>agriculture</i>	12,6	21,6	5,9	8,0	17,7	3,5
<i>non-agriculture</i>	14,7	25,2	6,8	7,6	16,7	3,3
Logement	23,6	86,4	10,9	16,1	85,3	7,1
Ménages (logement)	21,4	56,7	10,0	31,7	50,2	13,9
<b>Administrations (équipe- ment collectif)</b>	20,8	89,2	9,7	19,4	76,9	8,5
Non-résidents	0,2	5,8	—	10,3	43,6	4,5
	<b>100,0</b>	<b>46,5</b>		<b>100,0</b>	<b>43,8</b>	

Source : Banque de France, *Bulletin trimestriel*, n° 35, juin 1980.

même niveau, la marge bancaire étant nulle. Alors qu'à  $r_e$  la quantité d'épargne offerte sous forme de dépôts  $S(r_e)$  est égale à la quantité de crédit demandée pour l'investissement  $I(r_e)$ , l'offre étant égale à la demande au point E, à  $r_o$  la quantité d'épargne devient inférieure à la demande de crédit :  $I(r_o)$  donné par le point C sur la demande de crédit est supérieur à  $S(r_o)$  donné par le point B sur l'offre d'épargne. La situation de répression financière est donc caractérisée par le déséquilibre et l'excès de la demande de crédit sur l'offre. L'excès de demande est représenté par la distance BC. La quantité  $S(r_o)I(r_o)$  d'investissement ne pourra être financée, faute d'une épargne suffisante, c'est-à-dire de dépôts suffisants, et donc d'une capacité de prêt des institutions financières.

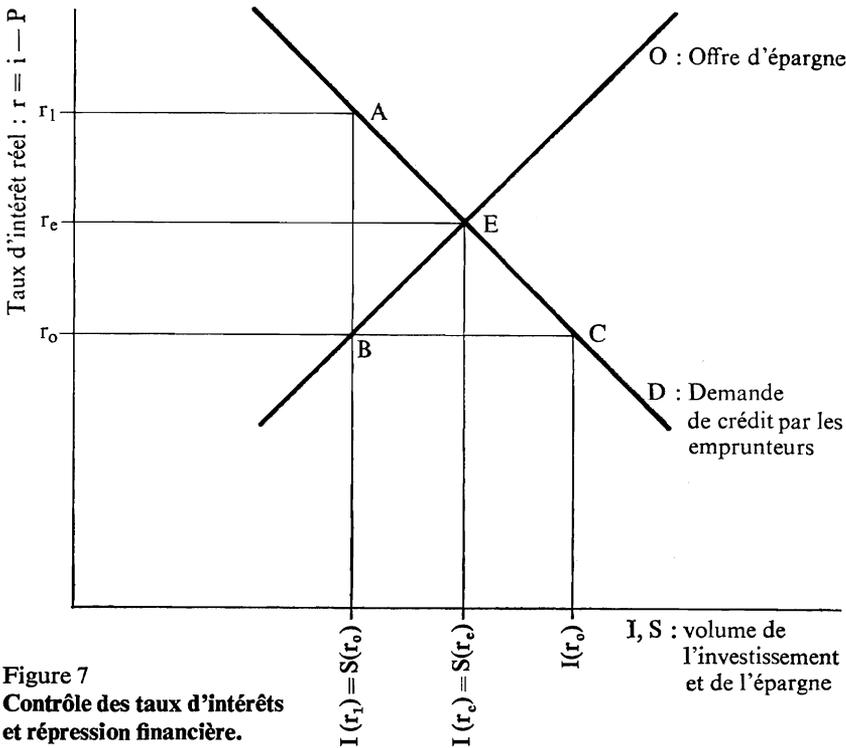
La demande de crédit étant supérieure aux ressources d'épargne, elle doit être rationnée. Si le coût du crédit est effectivement maintenu au taux privilégié  $r_o$  par les autorités monétaires, il se formera une file d'attente. Les banquiers devront choisir. Cependant leur choix est biaisé. Ils ne peuvent véritablement orienter l'épargne disponible vers ceux qui acceptent de payer les taux les plus élevés parce qu'ils en ont le meilleur usage. En effet, les projets abondent dans la mesure où le coût du crédit est artificiellement bas. A l'équilibre, le coût du crédit serait  $r_e$  et les projets d'investissement seraient en  $I(r_e)$ . La politique de subvention à l'investissement par les taux d'intérêt a développé le nombre des projets jusqu'en  $I(r_o)$ . Par la force des choses, les nouveaux projets proposés au financement sont moins rentables que les autres. En effet, les entreprises commencent par mettre en œuvre les plus rentables, mais si le coût du crédit vient à baisser, elles peuvent dégager un bénéfice différentiel de projets moins rentables que les précédents.

Les banquiers ont alors recours à d'autres critères de choix dans une telle situation. Ils prennent en compte les garanties offertes par l'emprunteur, l'importance de ses dépôts auprès de la banque, sa notoriété, ses relations, et ses appuis politiques. Ainsi, toutes les institutions financières — principalement publiques — qui distribuent les prêts à taux bonifiés ont-elles recours à de tels critères, explicitement ou plus souvent encore tacitement. L'épargne est orientée vers les politiquement forts ainsi que vers les investissements jugés les plus sûrs et les plus simples, sans que des distributeurs de crédit soient eux-même véritablement responsables de cet état de fait. C'est la réglementation des taux qui canalise les ressources vers les investissements les plus traditionnels, les moins rentables, et les moins difficiles à gérer.

Le mécanisme est un peu plus complexe mais peu différent dans

son principe quand il existe plusieurs taux débiteurs, dont certains sont libres et d'autres pas, les taux créditeurs continuant eux d'être réprimés au niveau  $r_0$ . Cette situation se produit notamment lorsque l'État cherche avant tout à supprimer la concurrence dans la rémunération de l'épargne pour conserver un accès privilégié à un financement à bas prix qui lui permet de mettre en œuvre sa politique sélective du crédit. Dans un tel cas, une gamme de crédits à taux privilégiés existe à côté des crédits normaux dont les taux sont libres, alors que les diverses formes d'épargne sont rémunérées à des taux (nets d'impôts) très proches les uns des autres.

Supposons à nouveau que le taux de crédit privilégié soit unique et fixé égal à  $r_0$ . La demande totale de crédit est alors toujours supérieure à l'offre totale d'épargne, contrainte au niveau  $S(r_0)$ . L'excès de demande de crédit est, comme dans le cas précédent, mesuré par la distance  $I(r_1)I(r_0)$  sur la figure 7. Dans ce cas, les institutions financières vont rationner l'excès de demande en augmentant les taux débi-



teurs libres. En effet, si tous les prêts s'effectuaient au taux libre, alors que la rémunération de l'épargne est maintenue au taux  $r_0$ , l'équilibre de la demande et de l'offre de crédit s'établirait au taux  $r_1$  supérieur au taux d'équilibre  $r_0$ . A ce niveau, l'investissement  $I(r_1)$  est égal à l'épargne disponible  $S(r_0)$ . Cet équilibre est aussi, comme dans le cas simple précédent, un équilibre de rationnement.

Dans cette situation typique de la répression financière, les épargnants se plaignent d'être mal rémunérés, et à juste titre, tandis que les emprunteurs se plaignent du coût élevé du crédit, également avec raison. La situation réelle comportant un mélange de prêts privilégiés et de prêts normaux, on enregistre des réclamations contradictoires et qui paraissent incohérentes. Certains sont « affamés » de crédits et voudraient emprunter davantage au taux d'intérêt courant mais les institutions financières « refusent » de leur prêter davantage. Ce sont les bénéficiaires des crédits privilégiés. D'autres estiment « excessifs » les taux  $r_1$  pratiqués par les banques et constatent qu'ils ne peuvent développer leurs activités car le crédit est trop cher. Ce sont ceux qui s'adressent au marché des crédits normaux et n'ont d'autre choix. Tous enfin savent comme épargnants que leurs fonds ne sont guère rémunérés à  $r_0$ , même en tenant compte des avantages fiscaux particuliers. Au total, la répression financière engendre des mécontentements qui, pour être contradictoires, n'en sont pas moins généralisés.

Il est facile de comprendre que la libération financière augmenterait simultanément la rémunération de l'épargne — qui passerait en  $r_e$  —, le volume de l'épargne et de l'investissement — qui passerait en  $S(r_e)$  et  $I(r_e)$  —, et elle abaisserait le coût des emprunts normaux — qui passerait de  $r_1$  à  $r_e$ . En revanche, elle élèverait le coût des emprunts privilégiés — de  $r_0$  à  $r_1$ . Mais dans la mesure où un coût faible engendre, comme nous l'avons vu plus haut, une inefficacité certaine dans la répartition des ressources financières, un coût plus élevé du crédit peut en fait amener un gain pour l'économie. Nous reviendrons sur ce point.

Il est peut-être utile d'opposer la politique de répression financière à celle de l'encadrement du crédit et de montrer en quoi ces politiques ne se confondent pas. Une mesure d'encadrement du crédit rationne le montant que les banques peuvent distribuer. Elle a donc, sur les taux débiteurs libres, les mêmes conséquences qu'un abaissement du taux créditeur  $r_0$ . Sur la figure 8, on voit que la mesure d'encadrement peut être effective si elle se situe à gauche de  $S(r_0)$ , ou sans effet si elle se situe à droite. Si l'encadrement est effectif, il accroît

le rationnement. Il doit dans ce cas faire monter le coût du crédit en  $r_2$ . Mais on sait que l'encadrement n'est pas toujours effectif. Il mord plus ou moins sur la demande de crédit selon les périodes<sup>63</sup>. Par contre, la répression financière développe ses effets de manière permanente et durable.

## Les conséquences

Les effets de la répression financière sont nombreux et affectent l'ensemble du fonctionnement de l'économie. Ils concernent en premier lieu l'industrie financière en restreignant son développement, en élevant ses coûts, et en freinant sa capacité d'innovation. Ils touchent en même temps l'épargne qu'ils découragent, au moins sous sa forme mobilière, poussant les ménages et les entreprises à l'autofinancement des achats d'équipements et conduisant les uns et les autres à recher-

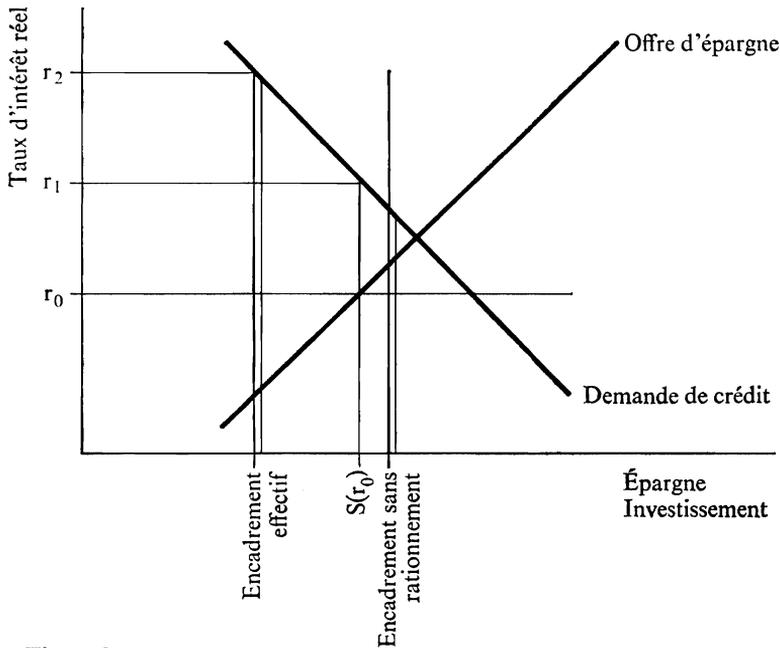


Figure 8  
Encadrement  
et rationnement.

cher les valeurs refuges qui apportent, elles, un taux de rémunération réel positif, ce que certains qualifient de « spéculation ». Enfin, ils consistent à orienter l'épargne vers des activités peu rentables. C'est dire que la qualité moyenne des investissements baisse. Ces derniers sont moins productifs de valeur ajoutée. La croissance en est diminuée d'autant. Insuffisamment irriguée financièrement, investissant dans des projets à rentabilité souvent réduite, l'économie française ne peut répondre rapidement à une politique de relance monétaire et financière. L'offre globale reste peu élastique aux variations des taux et l'augmentation de la demande se traduit davantage en hausse des prix — qui accroît encore la répression financière — qu'en croissance de la production. La finance réprimée accroît l'instabilité de la croissance et nous enferme dans le « stop and go ».

#### *Les conséquences pour l'épargnant*

L'épargnant est doublement victime de la répression : la marge entre les taux débiteurs et créditeurs, c'est-à-dire le coût de l'intermédiation financière, augmente sans qu'il en bénéficie, et l'innovation financière est freinée. L'industrie financière ne lui apporte pas les formules de placement les plus commodes et les plus aptes à le protéger de l'inflation.

#### *Le coût de l'intermédiation*

En abaissant les taux d'intérêt sur les dépôts, la répression financière fait monter le coût du crédit au-dessus de son niveau d'équilibre, comme nous l'avons montré précédemment. Ainsi, contrairement à ce que l'on pourrait croire, le coût du crédit n'est-il pas déterminé par le coût des dépôts plus une marge. Il a tendance à augmenter d'autant plus fortement que la rémunération des dépôts est plus faible. De ce fait, la marge entre les taux débiteurs et créditeurs tend à s'accroître avec la répression financière. En d'autres termes le coût de l'intermédiation financière s'élève à mesure que la répression financière augmente.

Au cours des dernières années, le coût d'intermédiation des banques françaises s'est maintenu à un niveau moyen d'environ 10 % pour les banques locales et régionales et 6 % pour les banques d'importance nationale. La stabilité de cette marge illustre bien le mécanisme théorique : le coût moyen des dépôts a souvent été négatif en termes réels

alors que le rendement moyen des prêts restait positif, phénomène caractéristique de la répression des taux. Par ailleurs nous constatons que le coût de l'intermédiation est plus élevé en France que dans d'autres pays industriels. C'est ce que met en évidence la comparaison des ratios de la marge d'intérêt au total du bilan des banques françaises et des banques étrangères<sup>64</sup>.

Mais, si les emprunteurs et les épargnants en pâtissent, le coût élevé d'intermédiation n'augmente pas nécessairement pour autant les profits des banques françaises. Malgré des marges relativement élevées, la rentabilité de leurs opérations apparaît dans l'ensemble sensiblement plus faible que celle de leurs homologues étrangères sur la période 1968-1977. Le ratio moyen annuel des bénéfices avant impôts au total du bilan est en effet de 0,45 contre 0,75 pour les grandes banques allemandes, 0,66 pour les banques italiennes, 0,74 pour les banques suisses et 0,79 pour les banques américaines<sup>65</sup>. Cette différence ne paraît pas provenir de l'importance des frais d'exploitation. Leur poids dans le chiffre d'affaires est en effet assez semblable. Mais les banques des autres pays diversifient davantage leurs opérations, ajoutant aux revenus tirés de leurs services à la clientèle ceux venant d'opérations de placement sur les marchés financiers ou monétaires — activités plus limitées en France en raison du cloisonnement et de l'étroitesse des marchés. Ceci se traduit par un ratio de marge bénéficiaire plus élevé en moyenne à l'étranger<sup>66</sup>. D'autre part, les banques des autres pays ont de moindres charges d'amortissement, le nombre de leurs agences

---

### Les marges bancaires

<i>Intitulé</i>	<i>Contenu</i>
Intérêts débiteurs	Intérêts perçus sur les crédits à la clientèle
— Intérêts créditeurs	Intérêts versés aux déposants
= <b>Marge d'intérêt</b>	Ou produit net bancaire
+ Autres revenus	Revenus des placements sur les marchés financiers et monétaires
= <b>Marge bénéficiaire brute</b>	Charges de personnel et autres frais généraux
— Frais d'exploitation	Ou résultat brut d'exploitation
= <b>Marge bénéficiaire nette</b>	
— Amortissements et provisions	Ou résultat d'exploitation
= <b>Bénéfice avant impôt</b>	
— Impôt sur les sociétés	
= <b>Bénéfice net</b>	

---

ayant augmenté nettement moins vite depuis 15 ans que celui des banques françaises. Ceci explique par les modalités particulières de la concurrence inégale qui s'exerce dans notre pays. Comme nous l'avons vu le handicap que l'État impose aux banques par la discrimination fiscale et réglementaire les contraint à s'engager dans des frais supplémentaires pour intensifier la concurrence dans la course aux guichets et le développement de rémunérations implicites<sup>67</sup>. Mais ces coûts supplémentaires présentent l'inconvénient d'être difficilement compressibles ce qui place les banques dans une situation inconfortable lorsque leur chiffre d'affaires ne suit pas l'expansion prévue. Leur rentabilité est ainsi non seulement faible mais aussi vulnérable.

L'apparent paradoxe d'une forte marge d'intermédiation et d'une rentabilité faible et décroissante s'explique ainsi aisément dans le cadre d'analyse de la répression financière. En effet, si la répression financière maintient à un niveau artificiellement bas tant les taux débiteurs que les taux créditeurs, les banques ne réalisent qu'un taux de profit normal et ne portant, de plus, que sur un volume d'activité réduit par rapport au volume d'équilibre, puisque le plafonnement du taux sur les dépôts décourage la formation d'épargne financière. Dans ce cas, le rationnement portant sur un volume de crédit réduit ne détermine pas de rentes de situation explicites pour les banques, pas plus qu'il ne détermine des rentes implicites qui seraient dissipées par un alourdissement des charges d'exploitation correspondant à des dépenses de rémunération implicites. Dans ce cas simple, où tous les taux sont contrôlés, le coût d'intermédiation est modéré mais le volume du profit est réduit. Les emprunteurs cependant sont subventionnés par les épargnants.

Tableau 10  
Le coût de  
l'intermédiation bancaire  
dans divers pays (1)

Source :  
OCDE, *Coûts et marges  
en secteur bancaire. Un  
panorama international*, 1980  
(pour les pays étrangers),  
et *Rapport Mayoux*, 1979  
(pour la France).

	1967	1972	1977
Allemagne (grandes banques)	2,39 (2)	2,30	2,53
France (banques inscrites)	4,30	3,80	3,60
Italie (toutes banques)	2,57	2,43	2,71
Pays-Bas (banques commerciales)	2,63	2,61	2,33
Suisse (grandes banques)	0,83	0,63	0,68
États-Unis (banques assurées FDIC)	2,70	2,66	3,29

1. Mesuré par le ratio marges d'intérêts/bilan.  
2. 1968.

Dans le cas plus complexe où un taux débiteur libre voisine avec un taux privilégié, le taux créditeur étant maintenu à un faible niveau, le coût du crédit libre s'élève. Le coût de l'intermédiation est alors différent selon l'emprunteur ou l'objet de l'emprunt. Les prêts « normaux » sont plus coûteux qu'ils ne le seraient en l'absence d'intervention de l'État (taux  $r_1$  sur la figure 7). Les prêts privilégiés sont moins coûteux. Les emprunteurs « normaux » subventionnent les emprunteurs privilégiés. Le coût d'intermédiation augmente d'autant plus que les autorités monétaires abaissent le taux d'intérêt sur les dépôts. Ce faisant, la quantité d'épargne diminue encore (sur la figure,  $S(r_0)$  se déplace vers la gauche), et le taux débiteur libre s'élève en conséquence. Le coût d'intermédiation augmente en valeur absolue alors que le chiffre d'affaires  $S(r_0)$  diminue. Le taux de rentabilité, c'est-à-dire la marge d'intérêt rapportée au total du bilan (ou chiffre d'affaires), tend à s'accroître. Si les charges d'amortissement et les profits tirés des autres activités financières des banques restent constants, le volume du profit peut alors diminuer ou augmenter en fonction de la forme de la courbe de demande de crédit. Il augmente si la demande de crédit reste relativement insensible au taux, en d'autres termes quand elle est inélastique (la courbe de demande sera plutôt verticale en ce cas), de sorte que le volume du crédit demandé change peu. Le volume du profit baisse dans le cas contraire où la demande de crédit est élastique,<sup>68</sup> ce qui se produit notamment lorsque les demandeurs de crédit peuvent se tourner vers d'autres sources de financement.

Ainsi, l'élévation de la marge bancaire peut s'accompagner d'une baisse de la rentabilité des banques dans le cas d'une politique de répression financière. Comme nous l'avons vu, cette diminution de rentabilité est encore plus forte lorsque la concurrence pour les dépôts pousse les banques à accroître leurs frais. De ce point de vue, on explique bien la baisse des profits bancaires depuis les réformes de 1966-1967 qui ont libéré les conditions de l'implantation des guichets et marqué le début d'une phase d'intense compétition, disputée sur les éléments autres que le coût monétaire du crédit. En effet, la concurrence accrue signifie que la demande de crédit des entreprises et des particuliers devient plus horizontale, c'est-à-dire plus élastique, plus sensible au coût. On comprend ainsi que l'on puisse avoir aujourd'hui simultanément un coût réel du crédit assez modéré, un coût élevé de l'intermédiation, un chiffre d'affaires insuffisant, un coût de gestion élevé et des profits faibles. Au lieu de bénéficier des rentes de situation dues à la

finance réprimée, les banques concurrentielles en pâtissent. Une libération des taux d'intérêt augmenterait leur chiffre d'affaires et abaisserait leur coût de gestion, en les conduisant à mieux rémunérer l'épargne tout en offrant un crédit à meilleur marché.

L'étude des effets de l'encadrement du crédit vient confirmer cette analyse. L'expérience de l'encadrement montre en effet l'assez grande élasticité de la demande de crédit. Dans les périodes de rationnement prolongé et effectif, « le taux de base bancaire semble se fixer à un niveau qui assure aux banques une rente par rapport à une situation fictive, caractérisée par les mêmes conditions d'offre — en ce qui concerne les coûts de refinancement, les coûts d'exploitation unitaires, la part de marché, les réserves exogènes, [...] — mais sans encadrement du crédit. *Ce supplément de taux reste cependant très modéré puisqu'il ne dépasse à aucun moment 4 % du niveau atteint par les taux en 1963-1964 et 8 % en 1969-1970.* Son existence ne doit pas laisser penser que les banques tirent nécessairement profit de l'encadrement, puisqu'au gain résultant de cette "rente de rareté" s'oppose le manque à gagner imputable au freinage de la distribution des crédits »<sup>69</sup>.

Un dernier aspect du coût de l'intermédiation dans une situation de répression financière est celui de la stratification qui se développe avec le cloisonnement des circuits financiers et l'orientation de l'épargne vers les placements liquides. La stratification consiste en une multiplication des institutions financières intermédiaires entre l'épargnant et l'emprunteur final, les institutions à excédent structurel reprêtant des fonds à celles qui ont un besoin structurel de ressources. C'est en somme le circuit long de la distribution financière spécialisée, par opposition au circuit court que peuvent introduire des supermarchés financiers. Le phénomène se retrouve dans certains pays sous-développés :

« La pratique d'une politique de crédit sélective ou même d'une planification du crédit a provoqué un fort degré de stratification financière. Plutôt que de se procurer les capitaux nécessaires à partir d'une source commune de fonds disponibles, chaque institution financière possède ses propres réseaux, chacun étant affecté à des utilisations spécifiques.

« Il s'ensuit que toute cette stratification réduit le volume réel total des capitaux disponibles plutôt que de l'augmenter. Cela provient du fait que 7 % des ressources totales sont absorbées par les coûts administratifs<sup>70</sup> ».

La description s'applique aussi bien au Crédit agricole qui recueille par ses multiples guichets plus de fonds qu'il ne peut ou ne veut prêter directement, et vient ensuite les proposer à d'autres institutions financières sur le marché monétaire. De même, les Caisses d'épargne reprêtent les fonds collectés à la Caisse des dépôts qui souscrit ensuite des obligations ou prête à son tour aux collectivités locales. On entend souvent critiquer les gaspillages par duplication de la concurrence, mais ici il s'agit de gaspillages dus à l'intervention et à la réglementation. En sens inverse, dans les pays où le secteur financier est plus libre, le développement de supermarchés financiers — les banques à tout faire — réduit les coûts et engendre une forte innovation qui bénéficie à l'épargnant. Comme dans les autres secteurs, l'innovation profite au consommateur.

### *Le freinage de l'innovation*

La répression financière freine l'innovation tant en matière de crédit que d'instruments d'épargne. Du côté du crédit, l'excès de demande pour les prêts privilégiés à bas taux facilite le travail des institutions financières qui sont toujours en position d'être sollicitées et jamais d'avoir à chercher des clients. Elles ont moins d'efforts à faire et ne sentent pas la nécessité de proposer des produits nouveaux. Pour les prêts normaux l'excès de demande se manifeste aussi et fait monter les taux. Là encore il s'agit d'un marché de vendeurs.

C'est au contraire du côté des dépôts que les banques sont plus demandeuses que les épargnants ne sont offreurs. Mais la réglementation des taux par les autorités monétaires interdit la concurrence ouverte. On comprend le souci du gouvernement d'en limiter les effets pour continuer à bénéficier de ressources abondantes à bas prix. Il contrôle aussi, dans ce but, l'innovation en matière de formules de rémunération de l'épargne. Comme le déclare un banquier : « Dans les vingt dernières années, les principales nouveautés ont été d'origine fiscale. Elles consistent en des avantages particuliers accordés à certaines institutions ou certaines fractions de la clientèle. » C'est-à-dire que les seules nouveautés mises en pratique sont celles autorisées par les pouvoirs publics. Une analyse analogue est faite par les économistes :

« En France, les autorités sont censées préserver l'intérêt public dans le domaine financier. Aucun représentant important de l'opinion publique n'a jamais remis en question leur responsabilité dans la censure et la répression des innovations dans le

domaine de la finance, lorsqu'elles sont jugées contraires à l'intérêt public. Tout cela donne un secteur financier très timoré<sup>71</sup>. »

Malheureusement évidemment pour l'épargnant. Ainsi, en France, n'a-t-il pas pleinement bénéficié d'une série d'innovations qui interviennent ailleurs, aux États-Unis par exemple. Pourtant ce pays était, jusqu'à une date récente, caractérisé par une réglementation assez contraignante. Le Banking Act de 1933 avait cru trouver une réponse aux problèmes de la dépression dans la création d'un cartel bancaire, avec cloisonnement géographique des marchés, et fixation collusive des taux d'intérêt. La plupart des banques américaines n'ont en effet l'autorisation d'exercer leurs activités que dans un seul État de l'Union. L'esprit du Banking Act était de réduire la concurrence pour les dépôts en faisant fixer par les autorités monétaires des plafonds pour les taux créditeurs (Regulation Q). Dans les années récentes cependant, la concurrence des caisses d'épargne est devenue très intense. Avec la hausse des taux d'intérêts les dépôts à vue dans les banques perdaient leur attrait comparés aux taux du marché financier. C'est ce que l'on a nommé le phénomène de désintermédiation. Pour lutter contre celui-ci, les caisses d'épargne mutuelles inventèrent dès la fin des années 60 les comptes à terme rémunérés, convertibles à chaque instant en comptes à vue, mais pour le seul montant du chèque tiré. Ce qui était une façon de rémunérer les comptes à vue sur leur solde, ou encore de proposer un service de chèques aux détenteurs de comptes à terme. Ces comptes Now (negotiable orders of withdrawal) furent reconnus légalement en 1972. Dans le même temps, les Sicav monétaires (money market funds) qui permettent aux petits épargnants de bénéficier des taux de ce marché, réservé en France aux institutionnels et par leur canal aux gros déposants, offrirent à leurs souscripteurs les services de chèques (comptes Now) sur leurs parts. Ce qui revient à proposer des comptes chèques rémunérés en permanence au taux du marché monétaire sur les soldes quotidiens. Dans ces conditions le cartel financier de 1933 avait, dans les faits, disparu. La nouvelle loi de déréglementation de 1980 pouvait alors prévoir la libération progressive de tous les taux créditeurs dans les six ans<sup>72</sup>.

Sur cette toile de fond, les mouvements de fusion entre organismes de crédit et agents de change comme entre assureurs et courtiers en valeurs mobilières annoncent que les grandes manœuvres de l'innovation ne font que commencer dans un secteur financier qu'il deviendra de plus en plus difficile d'isoler des autres branches d'activité. Il est peu probable que les marchés et les intermédiaires français puissent

rester complètement à l'écart de ces mouvements, sauf à accepter un affaiblissement de leur compétitivité et à se protéger par des barrières douanières. Pour l'instant cependant, la création récente (elle date de 1980) des premières Sicav monétaires constitue en fait la seule innovation marquante des dernières années<sup>73</sup>. Cependant, leur expansion est encore modeste et de toutes façons limitée par l'existence d'un plafonnement de dépôts. En outre, des chèques ne peuvent être émis sur de tels comptes. Le contraste entre le dynamisme et l'invention que manifestent les banques françaises sur les marchés internationaux — ouverts — et le maintien des formules les plus traditionnelles sur le marché intérieur — réglementé — témoigne de ce que les capacités humaines existent, mais qu'on les empêche de s'exprimer.

La levée de la répression financière s'impose donc et l'introduction rapide de l'innovation qui en résultera devrait améliorer enfin le sort de l'épargnant autrement qu'en paroles.

### *Les conséquences pour l'économie*

La répression financière fait supporter à l'économie le coût de la sélectivité du crédit, bien souvent passé sous silence. Mais elle a pour conséquence encore plus grave de déstabiliser la croissance en favorisant les à-coups du « stop and go ».

### *Le coût de la sélectivité*

L'orientation du crédit vers des activités jugées prioritaires par le moyen de taux subventionnés, entraîne deux inconvénients majeurs. En premier lieu, lorsque les établissements financiers obtiennent une compensation au faible rendement de leurs crédits sous forme de privilèges fiscaux sur les dépôts ou autres avantages particuliers pour leur collecte, la réglementation tend à créer un déséquilibre permanent entre les disponibilités en fonds et la capacité de prêt. C'est le cas, par exemple, des Caisses d'épargne et du Crédit agricole qui disposent en permanence de fonds excédentaires et sont ainsi des prêteurs structurels sur le marché monétaire. Ils placent leurs disponibilités excédentaires auprès des autres institutions financières qui — du fait de leurs règles de spécialisation et de la réglementation des taux créditeurs — n'arrivent pas à collecter tous les dépôts dont elles auraient l'emploi. Une stratification, ou circuit long, est ainsi introduite dans le système financier qui multiplie les intermédiaires dans l'acheminement de l'épargne depuis le prêteur initial jusqu'à l'emprunteur final. On

remplace le face à face direct par une cascade d'institutions. Comme chacune d'elles a des frais de fonctionnement, les dépenses consenties par franc épargné et prêté augmentent d'autant. *Le coût réel du crédit dans le pays augmente, alors même que les taux d'intérêts privilégiés peuvent être maintenus assez bas. Mais ce sont les emprunteurs sans privilèges et les épargnants qui règlent la différence.*

Le second inconvénient est lié à la mise en œuvre de la distribution sélective — c'est-à-dire discriminatoire — du crédit. Or, toute politique sélective du crédit comporte des incohérences majeures<sup>74</sup>.

En premier lieu, elle encourage, par les bonifications d'intérêt, la mise en œuvre de projets de faible rentabilité, et décourage le financement des projets à forte rentabilité. On objecte habituellement à cela que les projets à forte rentabilité privée ne sont pas socialement les plus utiles. Mais la notion d'utilité sociale est bien difficile à définir. Les capitaux engloutis dans la sidérurgie ont-ils, par exemple, eu une plus grande utilité sociale que des primes à la reconversion qui auraient réglé le problème en quelques années ? Lorsque les objectifs prioritaires sont simples et peu nombreux dans une économie détruite, comme celle de la France en 1945, une coordination centrale peut être mise en œuvre avec succès. Aujourd'hui encore, la sélectivité du crédit peut atteindre son objectif pour une réalisation unique et de grande envergure comme l'Airbus, le Concorde, ou la fusée Ariane. Les fonds sont abondants et rapidement disponibles. Mais les risques d'échec économique, d'absence de rentabilité, sont aussi présents. Dans ce cas, il faut constater que les consommateurs attribuent moins de valeur à ce qui est produit qu'au montant des dépenses nécessaires à la production. Au lieu de créer de la richesse le projet en question en a détruit. Et le gaspillage que la sélectivité entraîne est évidemment plus fort dans une économie complexe et diversifiée où le choix des projets s'effectue au sein d'une plus vaste gamme de possibilités. C'est alors que l'homme informé, le spécialiste, celui qui porte les conséquences de ses décisions, est indispensable. C'est dans ce cas que la décision bureaucratique comporte le plus de chances d'erreur. Et comme on le sait, lorsque le risque existe il finit toujours pas se réaliser.

La deuxième incohérence est que la politique sélective du crédit aboutit à ne pas rémunérer davantage les prêts à long terme que les prêts à court terme. Ce qui est contraire à tout ce que nous savons des préférences des épargnants à l'égard de la liquidité et du risque. Les placements à long terme étant plus risqués et moins liquides impliquent une rémunération plus élevée si l'on veut leur amener l'épargne.

La troisième incohérence vient de l'inversion de la relation entre taux débiteurs et créditeurs. Il est difficile d'envisager la viabilité d'une entreprise qui, à long terme, paie plus cher ses ressources qu'elle ne vend ses produits. C'est pourtant souvent le cas des établissements qui distribuent le crédit sélectif.

La quatrième incohérence est que les taux d'intérêt négatifs donnent aux entreprises des indications d'action erronées. Le prix du capital étant maintenu à un niveau artificiellement bas par rapport à celui du travail, ces entreprises tendent à choisir alors des équipements très capitalistiques qui limitent l'emploi du travail par rapport à la solution qui conviendrait compte tenu des disponibilités relatives en travail et en épargne dans le pays.

La cinquième incohérence est que la politique sélective décourage l'épargne et réduit ainsi les fonds disponibles. Avec les coûts que cela comporte. Ceci nous conduit à l'examen des conséquences de la répression financière pour la croissance économique.

La sixième incohérence tient au fait que le crédit est fongible. Un franc est un franc. Il est donc difficile de juger si un crédit donné a bien financé tel projet plutôt que tel autre. Tout d'abord, le bénéficiaire d'un crédit peut le reprêter, ouvertement ou de façon dissimulée. Par ailleurs un crédit subventionné, par exemple pour l'achat de matériel agricole, permet au bénéficiaire qui voulait entreprendre cet investissement de dégager ses propres ressources et d'installer l'air conditionné chez lui. La bonification d'intérêt a-t-elle finalement servi l'équipement agricole ou l'équipement domestique? Enfin, il ne faut pas oublier que le circuit financier forme un tout. Le ménage qui bénéficie d'un prêt subventionné pour construire sa maison ne trouvera pas de crédit — ou devra le payer beaucoup plus cher — pour acheter une automobile parce que l'allocation privilégiée de l'épargne au premier secteur entraîne une raréfaction des fonds pour le second. Cette fongibilité du capital financier est bien illustrée par la longue histoire du financement de la construction aux États-Unis. Pendant plusieurs années, le gouvernement a voulu encourager la construction en facilitant les prêts hypothécaires. Pour ce faire, les institutions financières publiques ont augmenté leurs achats de créances hypothécaires, faisant baisser les taux. Mais en contrepartie elles ont dû se procurer des ressources en asséchant le marché financier par des émissions obligataires<sup>75</sup>. Des exemples analogues peuvent aisément être trouvés en France, notamment dans le financement du logement. Le seul effet net dont on soit certain est que l'importance des administrations chargées d'effec-

tuer ces interventions est finalement accrue. Cela signifie une augmentation des charges réelles pour un volume de services donné. C'est un appauvrissement de la collectivité.

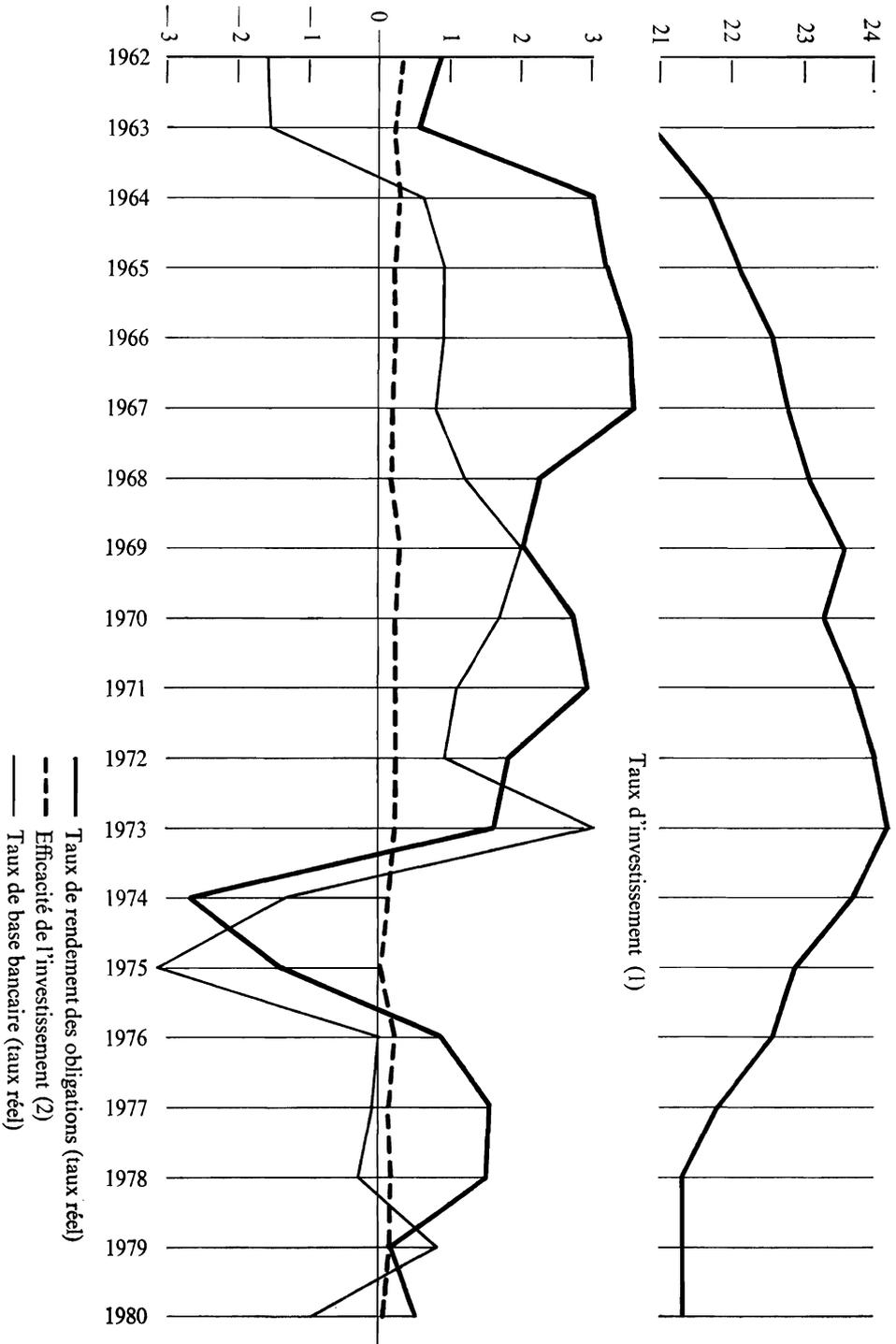
### *La déstabilisation de la croissance*

Les conséquences de la répression financière se font sentir dans la manière dont l'économie poursuit sa croissance. En premier lieu, la politique des taux bas tend à accroître l'investissement tout en réduisant son efficacité. En second lieu, elle tend à déstabiliser la croissance, notamment en favorisant le développement de tensions inflationnistes. Nous exposerons successivement ces deux effets.

En orientant une part importante de l'épargne vers des emplois peu rentables, la politique sélective de bas taux d'intérêt contribue à diminuer l'efficacité économique de l'investissement. Une mesure approchée de l'efficacité globale de l'investissement est obtenue en comparant le taux de croissance du produit intérieur et le taux d'investissement<sup>76</sup>. Ce ratio indique de combien une augmentation de 1 % de l'investissement dans le produit intérieur permet d'augmenter le taux de croissance de ce dernier. Il n'a cessé de se dégrader au cours des années 70.

Il apparaît qu'en même temps le taux d'investissement augmentait de la fin des années 60 jusqu'en 1974, cependant que le coût réel du crédit baissait depuis 1966 pour devenir faible et négatif au milieu des années 70. Ainsi, la répression plus intense des taux encourage l'investissement, comme il est normal, mais par ailleurs en abaisse également l'efficacité. Au contraire, le tassement de l'investissement depuis la crise, accompagné d'une légère remontée des taux réels, permet de sélectionner davantage et d'augmenter son efficacité.

Mais la répression financière tend aussi à déstabiliser la croissance. C'est sans doute son principal effet. Le mécanisme est le suivant : alors que de bas taux d'intérêt stimulent en permanence l'investissement, ils dépriment l'épargne volontaire, ce dernier phénomène ne devant pas être jugé sur le niveau absolu de l'épargne mais sur son adéquation par rapport à celui de l'investissement. Dans l'économie financièrement réprimée, l'investissement est très sensible à la conjoncture. La moindre reprise l'amplifie considérablement. L'épargne au contraire reste très stable. Il s'ensuit que toute expansion devient rapidement inflationniste puisqu'elle accroît davantage l'investissement que l'épargne. Pour un volume donné de consommation, elle augmente sensiblement la demande globale. Dans le très court terme, et en l'absence de fortes capacités de production inutilisées, l'offre



**Figure 9**  
**Répression des taux et efficacité**  
**de l'investissement.**

(1) Rapport formation brute de capital fixe/production intérieure brute (PIB).  
 (2) Rapport taux de croissance annuel du PIB réel/taux d'investissement.  
 Source : Insee, *Le mouvement économique de la France, 1949-1979*, Séries longues macroéconomiques, mai 1981.

globale ne peut répondre à cet afflux de demande. L'ajustement ne se fait donc pas tant par une augmentation du volume de la production que par la hausse des prix. Une estimation empirique des fonctions d'épargne et d'investissement dans l'économie française met bien en évidence ces effets de la répression financière sur la stabilité de la croissance (voir tableau 11).

L'analyse des équations d'épargne et d'investissement qui figurent dans ce tableau montre que l'investissement réagit davantage que l'épargne à la fois aux variations du produit intérieur brut, c'est-à-dire au taux de croissance de l'économie, et aux changements des prix. En effet, les valeurs des coefficients relatifs à ces deux variables apparaissent dans les équations précédentes nettement plus élevées dans le cas de l'investissement que dans celui de l'épargne. C'est aussi ce que confirment les valeurs des élasticités-revenu et des élasticités-prix calculées à partir de ces équations :

Élasticité de l'épargne au revenu	0,08
Élasticité de l'investissement au revenu	1,27
Élasticité de l'épargne à l'inflation	— 0,026
Élasticité de l'investissement à l'inflation	0,69

C'est en se référant à la politique de répression des taux que l'on peut comprendre l'effet de la croissance et celui de l'inflation sur l'épargne et l'investissement. Le fait que la croissance relance très vivement l'investissement (l'effet d'accélération), joint à la faible réponse de l'épargne, entraîne une instabilité des phases d'expansion. Celle-ci se traduit par une inflation accrue. Dans la mesure où l'investissement tend à augmenter sous l'effet de l'inflation alors que l'épargne tend à se réduire — comme le montrent les valeurs des élasticités — la tension inflationniste s'aggrave. Ce déséquilibre conjoncturel ne peut être alors interrompu que par un freinage de la croissance (et une dévaluation si le déséquilibre de la balance des paiements qu'il induit est trop important). La répression financière est évidemment au cœur de ce déséquilibre. En effet, comme nous l'avons montré précédemment, la stabilité des taux d'intérêt nominaux fait que l'inflation abaisse les taux d'intérêt réels, tendant ainsi à réduire l'épargne. L'inflation agit positivement sur l'investissement en partie parce qu'elle abaisse les taux réels. Mais elle agit négativement sur l'épargne pour les mêmes raisons. De plus, ce signe négatif peut bien correspondre à une désépargne du secteur public (un déficit) qui est financée par une création de monnaie. Ceci nous amène à examiner de plus près les liens entre cette stabilité structurelle de l'épargne et la répression financière.

Dans l'équation d'investissement, on remarque que la variable crédit en volume est affectée d'un signe négatif. Plus de crédit semble ralentir l'investissement, et indirectement stabiliser l'économie. Cela semble paradoxal. Mais seulement si nous nous situons dans le cadre de marchés du crédit et d'intermédiation financière en équilibre. En se reportant au schéma de déséquilibre de la figure 7, il apparaît qu'au taux d'intérêt  $r_0$ , inférieur au niveau d'équilibre, il y a excès d'investissement souhaité sur le volume d'épargne financière. Disons pour simplifier que les dépôts auprès des institutions financières sont inférieurs à la demande de crédit pour l'investissement.

Or le crédit que peuvent consentir les banques est lié aux dépôts qu'elles recueillent. Pour qu'elles puissent alimenter toutes les demandes correspondant à l'investissement souhaité, il faut que l'État crée de la monnaie centrale. Les crédits nominaux augmentent alors. Mais comme les dépôts sont mal rémunérés, il y a fuite devant la monnaie au profit d'actifs non financiers. Ceci se traduit par plus d'inflation

Tableau 11  
Facteurs de l'épargne et de l'investissement  
en France (1950-1979) (1)

	Constante	Variation du PIB	Inflation	Épargne précédente	Variation du volume réel du crédit	DW
		$\Delta Y$	P	S-1	$\Delta CR$	
Épargne S	4,64 (0,46)	0,44 (0,97)	- 0,62 (- 0,49)	0,96 (12,13)	—	1,65
Investissement I	123,59 (1,77)	6,27 (2,23)	14,68 (3,25)	—	0,53 (0,37)	2,60

1. L'estimation porte sur des données annuelles.  
Elle a été obtenue par la méthode des doubles moindres carrés.  
Les coefficients t de Student figurent entre parenthèses.

S est le montant de l'épargne en volume  
S-1 l'épargne de l'année précédente;  
I le montant de l'investissement en volume;  
 $\Delta Y$  la variation annuelle du produit intérieur brut;  
P le taux d'inflation; et  
 $\Delta CR$  la variation annuelle du montant de crédit déflaté par les prix.  
DW est le test de Durbin-Watson.

et le volume réel des crédits ne peut plus augmenter parce que le volume réel des dépôts diminue. Le volume des liquidités diminue en termes réels alors qu'il augmente en termes nominaux<sup>77</sup>. Le crédit diminue donc en volume alors que l'investissement moins rentable financé à un taux privilégié a augmenté. La répression financière est en marche.

Au contraire, une politique de stabilisation consisterait à augmenter le volume réel de crédit. Dans ce cas, l'écart entre investissement et épargne diminue, réduisant la pression inflationniste qui, à son tour, diminue l'investissement sans réduire pour autant la croissance. La clé de ce mystère est que pour augmenter le volume réel de crédit, il vaut mieux rémunérer les dépôts bancaires. L'épargne financière augmente. Le coût du crédit, jadis subventionné, revient à son niveau d'équilibre. Ne sont alors retenus que les projets d'investissement les plus rentables et abandonnés les autres, ce qui soutient la croissance du revenu réel. Dans le même temps, l'épargne augmente puisque mieux rémunérée. Mais cette augmentation supprime aussi la tension entre demande globale et offre globale qui alimentait l'inflation. L'essor de l'épargne contribue ainsi à augmenter encore la rémunération réelle des dépôts. L'économie se dirige vers l'équilibre avec un taux de croissance soutenu, un investissement réduit mais plus efficace, une épargne accrue.

L'inflation chronique et le cheminement en « stop and go » qu'elle impose à la croissance sont ici structurels : ils sont inscrits dans le mode de fonctionnement de l'économie. Tant que celui-ci n'est pas modifié, toute augmentation, même fortuite, de la croissance et de l'inflation est déstabilisante. Au lieu que l'équilibre entre l'offre et la demande s'établisse spontanément pour une certaine augmentation du niveau des prix, celui-ci poursuit son mouvement en une inflation autoentretenu qui accroît le déséquilibre. Pour éviter la succession de phases d'inflation et de déflation, il faut alors éviter toute inflation initiale. Cela signifie qu'une politique prudente et régulière en matière de manipulation de la demande globale s'impose tout particulièrement. Mais il s'ensuit aussi qu'une condition d'une croissance plus forte et moins sujette au « stop and go » est la mise en œuvre d'une politique financière libérant l'épargne.

Nous reviendrons en conclusion sur la politique de libération financière. Mais, auparavant, nous devons étudier la façon dont la politique qui se dessine actuellement contribue à accroître la répression financière.

# Serendip et nationalisation bancaire

5

« Dans l'étrange pays de Serendip, tel qu'Horace Walpole en a évoqué la légende... tout arrive à l'envers. Vous trouvez par hasard ce que vous ne cherchez pas. Vous ne trouvez jamais ce que vous cherchez. Vous commettez une erreur : elle tourne à votre avantage. Vous voulez du mal à quelqu'un : vous assurez sa prospérité. Fort de l'expérience, vous manœuvrez en sens opposé : vous aboutissez à plus inattendu encore... La France m'est souvent apparue comme un royaume de Serendip... »  
(Alain Peyrefitte,  
*Le mal français*)

« Les nationalisations aideront la France à sortir de la crise. »  
(Pierre Bérégovoy,  
secrétaire général de la Présidence  
de la République,  
2 septembre 1981)

## Introduction

La nationalisation des banques qui donnera à l'État un monopole presque absolu dans le secteur financier reste une énigme pour beaucoup de Français, même s'ils n'y attachent que peu d'importance. Mais ses promoteurs eux-mêmes paraissent éprouver quelques difficultés à lui trouver des justifications. Ainsi M. Le Garrec secrétaire d'État chargé de l'Extension du secteur public, déclare qu'elle constitue « un moyen indispensable pour sortir le pays de la crise et aller vers une autre politique industrielle en passant par une autre politique du crédit », mais il ajoute aussitôt que « les nationalisations ne sont pas une panacée ni le seul moyen de sortir de la crise »<sup>78</sup>. Il s'agit d'une affirmation, non d'une démonstration. Il est difficile au demeurant de comprendre où se trouve la nécessité de la nationalisation complète du crédit. Celui-ci ne constitue pas un service public au sens précis que les économistes attribuent à ce terme<sup>79</sup>. Les banques privées ne disposent d'aucun monopole mais bien au contraire sont réduites à la portion congrue dans le secteur. L'État dispose de tous les moyens réglementaires si ce n'est légaux pour les contraindre dans tous les aspects de leurs activités. Pourquoi faut-il alors interdire aux épargnants individuels de détenir des actions de sociétés financières, alors qu'aucun pays développé ne préconise une telle solution, même si les effets de la crise sont parfois plus sévères chez eux que chez nous ? L'attitude surprend d'autant plus que les coûts directs — privés comme collectifs — de la nationalisation seront élevés. Nous verrons cependant que cette politique n'est pas dénuée de toute raison. Malheureusement, en remplissant effectivement le rôle que les pouvoirs publics en attendent, la nationalisation aura des conséquences inverses à celles que des électeurs moins avertis en espèrent. C'est en cela que réside l'effet Serendip de la nationalisation. Au lieu de libérer notre

potentiel de croissance, la nationalisation consiste en un accroissement direct de la répression financière, dont les épargnants et les consommateurs devront subir les conséquences.

### **La spoliation par l'OPA publique**

La nationalisation bancaire, comme toute autre nationalisation, fait subir des coûts privés aux actionnaires des nationalisables, qui sont nécessairement spoliés. Mais elle fait subir également des pertes à la collectivité en raison de l'infériorité de la performance économique de la firme publique par rapport à celle de la firme privée. L'extension du domaine de la première au détriment de la seconde réduit le volume des biens et services mis à la disposition des consommateurs.

Il a été affirmé à plusieurs reprises que l'indemnisation des actionnaires serait « équitable »<sup>80</sup>. On sait aussi que la notion de « juste prix » fixé a priori n'a guère de sens. Quel peut être alors le critère de l'équité dans l'indemnisation ? Depuis qu'il existe des économistes ils n'en ont trouvé qu'un seul : celui de l'accord librement consenti des partenaires en présence. Dans un échange libre, les deux parties conviennent du prix et de la quantité échangée par accord mutuel. Il n'y a donc pas de raison a priori pour que la transaction soit inéquitable, chacun ayant la faculté de s'abstenir. Au contraire, lorsqu'un des deux partenaires a le pouvoir d'imposer à l'autre sa volonté, on peut s'attendre logiquement à ce que le premier inflige au second une perte nette. C'est le cas dans la situation de la nationalisation puisque l'État interdit à toute autre personne physique ou morale de détenir des actions de la société visée, par une loi particulière, contrevenant au droit commun des sociétés. La procédure d'expropriation mettant aux prises des particuliers, dont les droits antérieurement garantis sont désormais niés, et le pouvoir, qui fixe lui-même les nouvelles règles et les conditions de l'indemnisation, doit faire l'objet d'une surveillance particulière des juristes et des économistes, car la présomption de spoliation est évidemment forte.

Un point de repère commode est constitué par le prix de marché des actions de l'entreprise nationalisable. Sur une Bourse fonctionnant correctement, le cours de l'action reflète la valeur présente des bénéfices futurs espérés de la firme. L'acheteur paie alors ce flux de revenus futurs à sa valeur, compte tenu du taux d'intérêt qui intervient pour établir l'équivalence entre des francs futurs et des francs d'aujourd'hui.

Mais ceci ne suffit pas à garantir l'équité de l'indemnisation. En effet, le cours d'une action varie de jour en jour sous l'influence de multiples facteurs, tels que l'évolution des taux d'intérêt, mais aussi en fonction des modifications des perspectives bénéficiaires de la firme. Si, par exemple, les développements politiques amènent à croire à une hausse du pétrole dans les prochaines années, les perspectives bénéficiaires des firmes qui utilisent beaucoup de pétrole vont baisser aujourd'hui, par rapport à celles des firmes qui en utilisent peu. Le cours des actions des premières va, en conséquence, baisser par rapport au cours des actions des secondes. De même, l'annonce des nationalisations fait baisser le cours des nationalisables, ce qui signifie que les porteurs d'actions s'attendent à ce que la valeur de leur richesse soit réduite par la nationalisation, soit parce que l'entreprise devenue publique créera moins de bénéfices dans les prochaines années que ceux qu'ils attendaient de l'entreprise privée, soit parce qu'ils s'attendent à une indemnisation inférieure à la valeur actualisée des bénéfices futurs anticipés de l'entreprise privée, c'est-à-dire une spoliation. Il faut noter que l'attente de la spoliation s'enregistre immédiatement dans le cours boursier. Elle réduit donc la richesse des porteurs d'actions dès qu'elle est connue, bien avant son intervention effective.

Ainsi, les cours boursiers des entreprises nationalisables apparaissent-ils inférieurs à ceux de l'ensemble des valeurs depuis le début des années 70 et ils ont subi une décote accentuée au cours de l'été 1981 par rapport à l'indice d'ensemble du cours des actions. Cette décote donne une indication de la perte de patrimoine qu'anticipent les porteurs actuels de ces actions, c'est-à-dire du montant de la spoliation attendue.

Encore cette estimation pêche-t-elle par défaut. En effet l'ensemble des entreprises françaises devraient être affectées par la nouvelle politique économique dont le marché s'attend à ce qu'elle réduise leurs capacités bénéficiaires. De ce point de vue les nationalisables sont affectés comme les autres. Par conséquent, l'acte juridique de nationalisation qui justifie la décote ne fait que *s'ajouter* aux pertes anticipées du fait du contrôle accru attendu du pouvoir politique sur les entreprises, qui constitue tout autant une réduction des droits de propriété des actionnaires. Dans ce cas ce n'est pas la décote moyenne d'environ 15 % qu'il faut prendre en compte, mais la baisse moyenne d'environ 33 % entre le 8 mai et la fin juillet. La nationalisation, juridique et de fait, coûte un tiers de leur capital aux actionnaires des banques nationalisables. La remontée capricieuse des cours à la

fin août n'a fait que traduire les espérances d'une restriction du domaine des nationalisations et de meilleures conditions d'indemnisation. Mais l'incertitude demeure<sup>81</sup>.

La perte de capital subie au vu de l'évolution boursière n'est toutefois pas certaine si le rachat des actions s'effectue à un prix différent. De toute façon une indemnisation sur la base des cours postérieurs à l'annonce de la nationalisation paraît exclue. Elle ne ferait qu'entériner les craintes de spoliation en la rendant effective et ne répondrait pas au principe d'une « juste et préalable » indemnité. Faut-il alors indemniser sur la base des cours précédant l'annonce de nationalisation ? Les prix de cette période reflétaient les perspectives bénéficiaires de l'entreprise, non encore affectées par la modification autoritaire des droits de propriété. Mais on peut montrer que, même dans ce cas, il y a spoliation des actionnaires.

En effet, l'équilibre du marché financier qui détermine jour après jour le cours des actions s'établit à la rencontre d'une offre d'actions

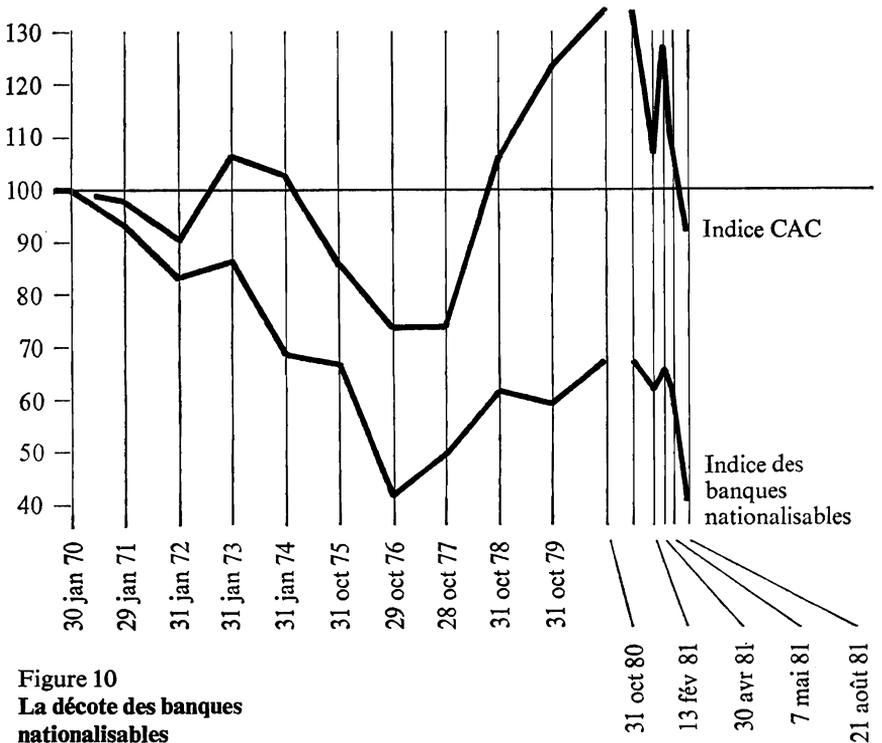


Figure 10  
La décote des banques  
nationalisables

Source : Compagnie des agents de change.

et d'une demande mais pour un nombre de titres généralement restreint relativement au capital actions total de la société. Pour des perspectives données, les quantités offertes sont d'autant plus fortes que le cours est élevé, et les quantités demandées réduites, et vice versa. C'est ce que nous représentons sur la figure 11.

L'offre et la demande représentées ici correspondent à un état donné des espérances de flux de bénéfices futurs de l'entreprise. Une baisse de ces espérances par exemple à la suite d'une hausse des coûts de production, de l'introduction de réglementations nouvelles, ou de perspectives de spoliation, aurait pour effet de déplacer l'offre vers la droite (davantage de vendeurs) et la demande vers la gauche (moins d'acheteurs), faisant baisser les cours, et réduisant la richesse des porteurs. C'est le cas précédemment étudié de spoliation anticipée.

Le marché courant de l'action, au cours  $P_0$  et pour les quantités  $O_0$ , ne correspond qu'à une faible part du stock total des actions de l'entreprise,  $Q_T$ . Aussi, tout acheteur désirant se procurer une quantité plus

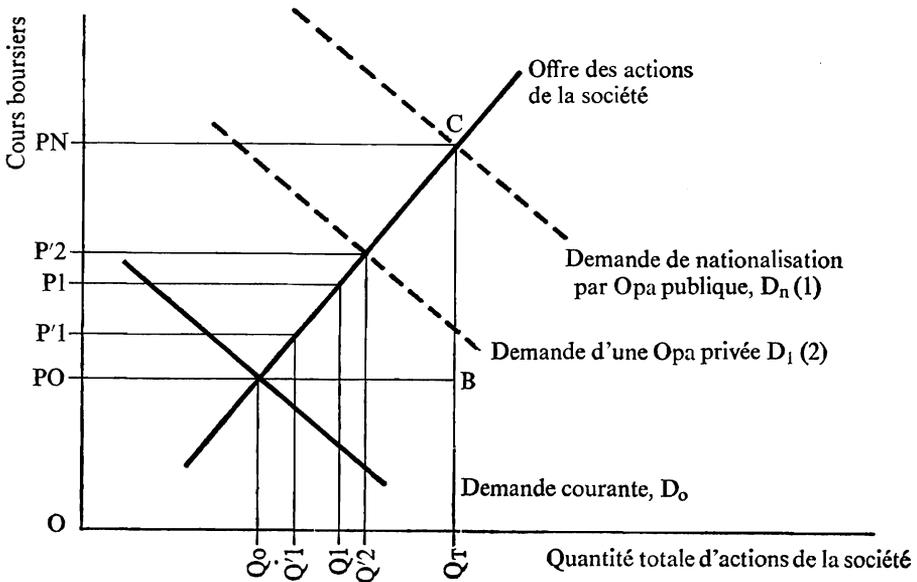


Figure 11  
**Offre et demande d'actions  
 en fonction du cours boursier**

- (1) Opa visant à obtenir 100 % des actions.
- (2) Opa visant à obtenir 51 % des actions.

importante des actions de l'entreprise pour contrôler un pourcentage significatif du capital total, comme lors d'une offre publique d'achat (Opa) par exemple, déplacera la courbe de demande sur le marché, comme en  $D_1$  sur la figure. Il fera ainsi monter le prix en  $P_1$ . Dans le cas d'une Opa, cela se justifie car l'entreprise qui fait la proposition d'achat anticipe un flux de bénéfices plus élevé que précédemment pour l'entreprise rachetée, résultant d'une réorganisation des méthodes de gestion et du remplacement de l'équipe dirigeante. Elle peut donc se permettre de payer plus cher des droits à une richesse supérieure. Ce faisant, elle permet aux anciens actionnaires de bénéficier aujourd'hui, en vendant au prix  $P_1$ , de l'accroissement futur de la richesse de leur firme dû à l'Opa. Au total, les anciens actionnaires comme les actionnaires de la firme acheteuse bénéficient de cette opération, et de nombreuses études montrent que les cours de la firme acheteuse montent aussi bien que ceux de la firme achetée lors d'une telle opération<sup>82</sup>.

La difficulté, cependant, pour la firme acheteuse, est que, se fixant la quantité d'actions  $Q_1$  à obtenir pour contrôler la firme et mettre en œuvre son plan de réorganisation, elle doit proposer un prix  $P_1$  suffisant pour lui permettre d'obtenir une vente  $Q_0Q_1$  d'actions supplémentaires. Si elle propose un prix  $P_1$  insuffisant, l'Opa ne réussira pas car les anciens actionnaires ne vendront que  $Q_0Q_1$ . Si le prix  $P_1$  est proposé, la firme acheteuse paiera trop cher la quantité d'actions  $Q_0Q_1$  qu'elle souhaite obtenir.

Du point de vue économique, une nationalisation équitable consiste à proposer un échange d'actions contre du liquide ou d'autres titres à un prix qui détermine un échange volontaire de la part des porteurs actuels. Une nationalisation équitable est donc assimilable à une Opa qui porterait sur la totalité des titres de l'entreprise, soit  $Q_T$ . Puisque le gouvernement ne veut pas se contenter de disposer d'une majorité des actions, voire d'une minorité de contrôle, il déplace la courbe de demande des actions en  $D_N$  (demande de nationalisation). Il est clair que le prix équitable d'une offre publique d'achat aboutissant à une nationalisation complète réussie serait alors de  $P_N$ , très supérieur au cours du marché  $P_0$ , même en période « normale » où aucune perspective de nationalisation n'est attendue.

En proposant d'indemniser tous les actionnaires au prix  $P_0$ , qui ne satisfait que les vendeurs quotidiens de la quantité  $OQ_0$ , et non les vendeurs potentiels de la quantité  $Q_0Q_T$ , le gouvernement spolie ces derniers. Le montant de la spoliation est  $P_0BCP_N$ , l'indemnisation

effective envisagée étant  $OP_oBQ_T$ . Mais, pour que le gouvernement accepte de payer le prix plus élevé et équitable  $P_N$ , il aurait fallu qu'il attende un avantage de la nationalisation correspondant à une richesse supplémentaire de  $P_oP_NCB$ . S'il n'indemnise que sur la base de  $P_o$ , c'est soit qu'il ne peut espérer un tel bénéfice social de la nationalisation, soit qu'il met à profit son avantage politique pour spolier des agents moins puissants, porteurs des actions nationalisables.

Dans les deux cas, il est douteux que « l'intérêt général » soit bien servi tandis que les intérêts privés soient incontestablement lésés.

## **Le coût collectif de la nationalisation**

A côté des coûts privés, qui ne concernent qu'une fraction de la population et laissent indifférents la plupart des Français, la nationalisation comporte des coûts collectifs qui devraient les intéresser au premier chef. Il ne s'agit pas tant du montant de l'indemnisation elle-même, le plus souvent retenu par la presse, mais plutôt de la baisse de performance économique qu'entraîne l'appropriation publique.

### *La neutralité des modes d'indemnisation*

Il est évident que le montant même de l'indemnisation ne constitue pas une perte pour la collectivité puisqu'il ne consiste, lorsque l'évaluation est équitable, qu'en un simple changement dans la forme des richesses détenues par les uns et par les autres. A cet égard les modalités de l'indemnisation seraient indifférentes. Mais en fait elles peuvent comporter des effets de court terme assez différents. Il existe une infinité pratique de modalités imaginables de remboursement des actionnaires d'une entreprise nationalisée. Mais toutes doivent recourir soit à l'augmentation des impôts, soit à l'augmentation de la dette publique, soit à la création monétaire.

Dans le cas d'un financement par l'impôt, les sommes prélevées sur le contribuable diminuent sa richesse et par conséquent sa consommation, dans la mesure où il n'attend pas de bénéfices particuliers de l'inclusion de l'entreprise nationalisée dans le patrimoine de l'État. Le fait que celui-ci comprenne désormais des banques supplémentaires ne diminuera pas la charge fiscale à l'avenir et n'est pas source d'enrichissement pour le contribuable moyen. Celui-ci, appauvri, réduit ses dépenses. Les actionnaires indemnisés voient changer la structure de

leur patrimoine, les actions étant remplacées par du liquide. Si l'indemnisation est équitable leur richesse est inchangée. Mais ils peuvent souhaiter revenir à la composition initiale de leur portefeuille et acheter d'autres titres en Bourse. Le cours moyen des actions augmente et leur rentabilité baisse. Ce qui équivaut à une baisse du coût du capital pour les entreprises et à une stimulation de l'investissement si rien n'est changé par ailleurs. L'effet net sur l'activité économique est probablement déflationniste à court terme, surtout si les entreprises disposent d'une capacité de production excédentaire. Mais cet effet déflationniste est probablement faible.

Dans le cas d'un financement par création de monnaie, au contraire, qui peut être réalisé de façon détournée, par exemple en émettant des bons du Trésor réescomptés rapidement par la Banque de France, la consommation ne diminue pas et les actionnaires indemnisés, recomposant leur portefeuille d'actions, font augmenter les cours boursiers et baisser la rentabilité et le coût du capital, stimulant ainsi l'investissement. Il y a donc un effet net d'augmentation des dépenses qui sera plus ou moins inflationniste selon les capacités des entreprises à augmenter rapidement la production.

Le cas du financement par l'emprunt est plus complexe. Mais les deux possibilités souvent évoquées de l'emprunt d'État effectivement placé sur le marché financier et servant à indemniser en liquide les actionnaires, ou de l'indemnisation « en papier », les actions des nationalisables étant remplacées directement par des obligations publiques, sont équivalentes.

Dans la première situation, un emprunt est placé sur le marché financier au taux en vigueur, par exemple pour un montant de 50 milliards de francs. Les actionnaires reçoivent cette somme. Leur richesse est inchangée si l'indemnisation est équitable. La consommation ne change pas. L'épargne non plus, car les actionnaires recomposent leur portefeuille en se portant acquéreurs de titres équivalents, actions et obligations. L'équilibre du marché financier est inchangé. Mais désormais, l'État s'est engagé à verser les intérêts de l'emprunt, indéfiniment s'il s'agit d'une rente perpétuelle<sup>83</sup>. Cependant, ayant acquis les actifs de l'entreprise nationalisée, il dispose de revenus supplémentaires qui doivent lui permettre de couvrir ces dépenses supplémentaires. Au total, rien n'est changé dans l'économie, si ce n'est le mode de gestion de l'entreprise nationalisée, point que nous étudierons plus loin.

Dans la deuxième situation, l'État ne prélève pas de liquidités sur les marchés financiers. Il substitue aux créances-actions des pro-

priétaires sur l'entreprise une créance-obligation, ou une action sans droit de vote, sur l'État. Si l'indemnisation est équitable, les caractéristiques de risque et de rendement sont comparables. Il n'y aurait pas d'effet sur l'équilibre des marchés financiers si l'inflation pendant la durée de l'emprunt était correctement anticipée et incorporée dans le taux d'intérêt nominal servi aux nouveaux obligataires. Dans ce cas, il n'y a pas non plus d'effets sur la consommation et l'épargne, car la richesse des actionnaires anciens n'a pas varié. L'État, désormais, doit payer les intérêts sur les obligations, ou les actions sans droit de vote, qu'il a créées. Mais il a aussi augmenté son patrimoine des actifs de la firme nationalisée et il dispose ainsi de ressources supplémentaires. Là encore, l'effet sur l'économie est nul, sauf si l'inflation dépasse pendant la durée de l'emprunt le taux initialement attendu. Dans ce cas, l'État voit disparaître une partie de sa dette<sup>84</sup>.

Ainsi, dans le cas idéal d'une indemnisation sans spoliation, et en négligeant pour l'instant les effets probables du changement de propriétaire sur la gestion de l'entreprise, le financement par la dette de l'indemnisation des actionnaires n'impose aucune charge supplémentaire à l'économie, et ne comporte donc aucun coût réel en régime d'inflation stable et de taux d'intérêt libres. Il constitue une spoliation si l'inflation s'accélère ou si les taux sont contraints. Au contraire, le financement par l'impôt serait plutôt déflationniste, et celui par création monétaire plutôt inflationniste.

En pratique toutefois, si rien n'interdit que l'indemnisation soit équitable, nous avons vu qu'il y avait de fortes raisons de penser qu'elle entraînerait effectivement une spoliation des actionnaires. Mais de plus, la nationalisation changera les droits de propriété effectifs, donc la gestion de la firme et sa performance, et ce faisant appauvrira la collectivité.

### *Droits de propriété réduits et entreprise publique*

La comparaison systématique de la performance des entreprises publiques et des entreprises privées constitue une branche assez nouvelle de l'analyse économique. Elle cherche à déterminer les effets de l'organisation économique et juridique des entreprises sur les résultats obtenus par celles-ci.

Toute organisation économique est un rassemblement d'individus en vue de la production de biens ou de services par une action coopérative. Dans beaucoup de cas concrets, la production en équipe permet

une meilleure utilisation des efforts des uns et des autres grâce à la spécialisation des tâches et à l'amélioration de la productivité qu'elle autorise. Cette amélioration n'est pas indépendante du fait que la coopération s'établit pour de longues durées et en un lieu unique. Il est reconnu aujourd'hui que toute organisation productive — famille, administration, entreprise privée — est un ensemble de contrats établis explicitement ou implicitement entre les participants. Par commodité, ces contrats sont tous négociés avec le personnage central qu'est l'entrepreneur, dans le cas de l'entreprise créée et animée par un seul homme, ou la personne morale, entreprise, fiction juridique simplificatrice, dans le cas où la propriété est dispersée entre un grand nombre d'épargnants.

La notion de droits de propriété et leur définition sont étroitement liées à la résolution du problème central de toute production en équipe : celui de la tricherie. Alors que dans un effort solitaire, la prestation de service est aisément vérifiable, le membre d'une équipe importante peut plus facilement limiter son effort sans que les autres s'en aperçoivent, et prétendre cependant à une rémunération identique. C'est ce que l'on appelle ici « tricherie ». La réalisation du potentiel de productivité d'une équipe nécessite donc la surveillance de l'effort de chacun. Un dirigeant, ou un groupe de dirigeants, est donc indispensable dans l'intérêt même de chacun. Car, si tous les membres de l'équipe trichent, celle-ci produira peu, n'obtiendra que de faibles recettes et ne pourra guère rémunérer ses membres<sup>85</sup>.

La surveillance des coûts est le fait des dirigeants de l'entreprise. Mais ceux-ci doivent être contraints d'exercer une surveillance efficace. Dans l'entreprise privée, cette contrainte vient de ce que les actionnaires perçoivent le profit résiduel de la gestion de l'entreprise, c'est-à-dire celui qui n'apparaît qu'après que tous les autres partenaires de l'entreprise — salariés, fournisseurs, Sécurité sociale, prêteurs, fisc — ont été payés. Si les coûts ne sont pas comprimés, le profit est facilement nul ou négatif. C'est pourquoi la loi donne aux actionnaires, partenaires les plus vulnérables de l'entreprise parce que les derniers servis, le droit de nommer ceux qui gèrent et doivent surveiller les coûts, s'ils ne sont pas eux-mêmes les gérants de l'entreprise. Les droits de propriété des actionnaires comprennent le droit sur le revenu résiduel et le droit sur l'utilisation des ressources. Si les gérants de l'entreprise n'accomplissent pas correctement leur tâche et ne dégagent pas de profit, les actionnaires peuvent les remplacer. Ceci peut s'effectuer facilement lorsque le marché financier fonctionne bien. Une entreprise qui n'est pas ren-

table voit baisser le cours de ses actions, dont les porteurs se débarrassent. Dans ce cas, elle devient vulnérable à une offre publique d'achat, qui permet à une nouvelle majorité d'actionnaires de désigner de nouveaux gestionnaires. C'est pourquoi la Bourse joue un rôle central et irremplaçable dans la surveillance et la qualité de gestion des entreprises.

L'entreprise dite « managériale » est celle dont le dirigeant salarié est assez peu contrôlé par les propriétaires. Le degré de liberté des managers dans la gestion de l'entreprise dépend de sa dimension, de la dispersion de son capital dans le public, et du degré de perfection ou d'imperfection du marché boursier. On s'attend généralement à ce que l'entreprise managériale, toutes choses égales par ailleurs, fasse moins de profits que l'entreprise dont le dirigeant est étroitement contrôlé, que ses frais de personnel et frais généraux soient plus élevés, qu'elle prenne moins de risques et pratique une politique de prix plus stable. On s'attend aussi à ce que l'entreprise managériale poursuive plus fréquemment un objectif de croissance pour la croissance, même au détriment des profits, les dirigeants recherchant le prestige qui s'attache à la dimension et à la construction d'un « empire » financier ou industriel. Comme dans l'entreprise managériale, le contrôle des dirigeants est relâché dans l'entreprise publique. Les 36 millions d'électeurs, qui sont aussi contribuables-actionnaires, n'ont aucune incitation directe à s'enquérir de la gestion des entreprises publiques. Le voudraient-ils d'ailleurs qu'ils ne le pourraient pas, puisque les fonctionnaires du contrôle ont eux-mêmes des difficultés à obtenir les renseignements, qui sont a fortiori inaccessibles aux propriétaires théoriques<sup>86</sup>. Auraient-ils même ces renseignements qu'ils ne pourraient agir puisqu'ils ne peuvent vendre librement leur part de ces entreprises publiques qu'ils financent.

Les effets de ce relâchement du contrôle dans les entreprises publiques ont été soulignées dans diverses études récentes<sup>87</sup>. Dans le cas des banques, l'étude la plus complète porte sur le système bancaire australien<sup>88</sup>. Celui-ci comprend sept grandes banques commerciales qui drainent à elles seules 92 % des dépôts du secteur. Parmi les deux plus grandes, l'une est privée (The Bank of New South Wales) et l'autre publique (The Commonwealth Trading Bank). Les autorités monétaires ont pris soin de placer banques privées et publiques dans des conditions de concurrence équitables. L'étude des caractéristiques d'activité, sur la période allant de 1962 à 1972, montre que les investissements de la banque nationalisée vont à des projets moins risqués,

qui ont une rentabilité plus faible et sont plus faciles à gérer que ceux des banques privées. La banque nationalisée consent moins de prêts aux entreprises privées et souscrit moins de leurs obligations, pour inclure dans son portefeuille plus d'obligations du gouvernement que les autres banques. Ses profits rapportés soit à ses fonds propres, à ses dépôts, à ses dépenses, ou au nombre de ses employés, sont inférieurs à ceux des banques privées.

Mais la liberté d'action des dirigeants ne dépend pas seulement du degré de contrôle exercé par les propriétaires. L'entreprise est aussi soumise au jugement quotidien de ses clients. C'est pourquoi une entreprise qui dispose d'une part de marché importante a toutes chances de se comporter de façon plus managériale qu'une entreprise située sur un marché très concurrentiel. Ainsi Renault, qui se situe sur un marché mondial très compétitif, a toutes chances d'être mieux gérée qu'un secteur bancaire monopolisé à 100 % par l'État.

Enfin, le comportement des entreprises privées réglementées donne une indication de ce que l'on peut attendre des nationalisations. En effet, la réglementation des activités par les autorités de tutelle gouvernementales équivaut à une réduction des droits de propriété des actionnaires dont la nationalisation n'est que l'exemple extrême. Or les contraintes imposées aux entreprises ont pour effet de limiter l'obtention du profit. Elles rendent l'entreprise plus managériale dans son comportement.

Des études portant sur le système bancaire aux États-Unis ont tenu compte de ces variables<sup>89</sup>. L'une d'elles, portant sur plus de 1735 banques<sup>90</sup>, montre bien que les banques étroitement contrôlées par leurs actionnaires ont des taux de profit plus élevés que les banques managériales. Cela est particulièrement vrai de celles dont un groupe majoritaire détient à lui seul 60 % ou plus du capital. D'une façon générale, ces travaux concluent que les dépenses de personnel — nombre de salariés et masse des salaires — mais aussi les dépenses de fournitures et d'équipement des locaux sont plus élevées dans les firmes réglementées que dans les firmes non réglementées. Ces dépenses sont aussi plus fortes dans les entreprises contrôlées par les managers que dans celles contrôlées par les actionnaires. C'est encore plus vrai pour les entreprises managériales qui opèrent sur des marchés non compétitifs. Enfin des conclusions semblables sont obtenues dans d'autres secteurs d'activités. Ainsi, la comparaison des chemins de fer publics et privés au Canada<sup>91</sup> montre qu'un marché très concurrentiel, c'est-à-dire un fort contrôle des consommateurs, peut limiter les

préférences des managers et, d'une certaine façon, remplacer la surveillance par les actionnaires dans une firme publique. Cette observation permet de mieux comprendre le cas de Renault. Firme éminemment managériale, comme l'a souvent souligné son ancien président<sup>92</sup>, elle ne rend que peu de comptes à son actionnaire, l'État. Cependant, se situant sur un marché très compétitif, il se peut qu'elle fasse un usage efficace de ses ressources. Cela ne lui suffit pas néanmoins pour dégager des profits importants. Et son propriétaire est moins exigeant en dividendes-impôts qu'il ne l'est à l'égard des autres firmes automobiles, et que ne le sont d'ailleurs les actionnaires de ces firmes<sup>93</sup>.

Dans le cas de la banque, au contraire, les multiples réglementations que l'État fait peser sur le secteur, les avantages qu'il accorde à certains établissements publics, les monopoles partiels résultant du cloisonnement, viennent s'ajouter à la faiblesse du contrôle des managers publics pour réduire les profits et augmenter les dépenses. Une nationalisation complète du secteur, en supprimant la concurrence qui est largement le fait du secteur privé, renforcerait le caractère managérial et dépensier des entreprises publiques. L'efficacité globale des banques en serait nécessairement réduite, c'est-à-dire qu'à qualité donnée le coût du service bancaire serait plus élevé.

Enfin, la décision de nationaliser ce qui reste des banques privées jette un doute sur le respect des règles de droit, en l'occurrence les droits de propriété. Or l'activité économique se réduit lorsque le risque politique et l'instabilité juridique s'accroissent. L'expropriation des actionnaires privés contrevient à l'article 17 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen du 26 août 1789, reprise dans le préambule de la Constitution du 4 octobre 1958. Cet article énonce :

« La propriété étant un droit inviolable et sacré, nul ne peut en être privé, si ce n'est lorsque la nécessité publique, légalement constatée, l'exige évidemment, et sous la condition d'une juste et préalable indemnité. »

Puisqu'on ne peut prouver que la « nécessité publique [...] l'exige évidemment », la mesure de nationalisation constitue apparemment une violation des règles de notre droit. Elle contrevient aussi aux dispositions du traité de Rome concernant le maintien de la concurrence et la lutte contre les monopoles (articles 85 et suivants du traité)<sup>94</sup>. La nationalisation de tout le secteur bancaire constituerait certainement un monopole de l'État.

Or les règles de droit, national ou international, constituent un code de conduite généralement reconnu dans les comportements

mettant en rapport les agents économiques. Elles contribuent donc à réduire l'incertitude qui règne dans ces rapports. Lorsqu'elles sont violées, l'incertitude augmente, ce qui réduit l'avantage espéré de l'investissement et de l'entreprise. La confiance des investisseurs diminue. Cette dimension du coût économique de la nationalisation n'est pas négligeable. Historiquement, l'absence, ou la dégradation, des droits de propriété, très évidente dans le cas des terres communales de libre pâturage au Moyen Age, a toujours compromis ou empêché le développement de la productivité et de l'investissement<sup>95</sup>.

Il apparaît donc que la nationalisation des banques, juridiquement contestable, et financièrement inéquitable, sera de plus économiquement appauvrissante. Ceci conduit à une seule question : quelle en est alors la raison ?

### **La nationalisation, substitut à l'impôt**

Malgré les leçons de l'expérience, l'attrait des nationalisations reste inchangé, et contrairement à ce que l'on pourrait croire il n'est pas limité à la France. Passant en revue le fonctionnement des entreprises publiques en Europe, Monsen et Walters<sup>96</sup> relèvent que les politiciens et les médias attendent partout des entreprises publiques des bienfaits identiques : développement de l'investissement, réduction du chômage et accroissement de l'emploi, promotion du développement régional, diminution de l'inflation.

Si l'économiste est sceptique sur l'obtention de tels résultats sur des périodes assez longues, c'est qu'il n'a pas le même horizon de décision que l'homme politique. Un mieux-être qui interviendrait dans dix ou quinze ans n'a guère de valeur pour ce dernier s'il a perdu entre-temps le pouvoir et les élections. L'horizon politique est court parce que le résultat des décisions ne peut être capitalisé en une valeur présente<sup>97</sup>. Or les firmes publiques sont des firmes politiques ou au service des politiques. Elles ne peuvent éviter d'être des instruments à gagner des votes. Leurs coûts et leurs revenus sont déterminés en fonction de considérations politiques et non en fonction de la productivité et du profit<sup>98</sup>.

Ce qui importe alors, c'est de développer sans attendre le volume de l'investissement en période de crise, d'augmenter à court terme le nombre des emplois, de faire baisser les tarifs publics, de distribuer des commandes et des investissements dans telle ou telle région, même si cela se traduit par des difficultés financières et économiques à moyen

terme. La raison d'être du secteur public, en bref, c'est d'augmenter la capacité de transfert et de redistribution du gouvernement sans augmenter d'autant les impôts visibles.

C'est ce qui explique à la fois la forte croissance des firmes publiques, surtout en période de difficultés économiques, et la faiblesse de leurs profits. Mais il s'ensuit inévitablement que la poursuite de leur croissance doit être financée. A cette fin, plutôt que d'augmenter l'impôt explicite qui est trop visible, ou l'emprunt obligataire trop coûteux, l'État préfère avoir recours à l'impôt monétaire dissimulé par la complexité de son emprise sur le secteur financier.

Dans cette perspective, la nationalisation des banques constitue un outil appréciable de fiscalité cachée. Actuellement, au taux d'inflation de 20 % par an vers lequel nous tendons, l'État prélève chaque année 1/5<sup>e</sup> de la richesse détenue sous forme de dettes liquides non rémunérées émises par le Trésor ou les institutions financières publiques. Par le contrôle des taux de rémunération de l'épargne, il prélève aussi l'impôt monétaire sur les dettes rémunérées. En nationalisant les 20 % d'entreprises privées restant dans le secteur financier, il accroît d'autant l'assiette de cet impôt. Sans que cela lui coûte beaucoup dans la mesure où il spolie les actionnaires et les paie avec ses propres dettes. Qui plus est, il obtient ainsi le monopole de financement qui lui permet de supprimer toute concurrence sur l'émission de dettes et la rémunération de l'épargne, concurrence que maintiennent les banques privées malgré la réglementation des taux créditeurs<sup>99</sup>. Les autorités monétaires peuvent alors moduler à leur guise non seulement la rémunération nominale de l'épargne, mais aussi la rémunération réelle effective incluant la qualité du service bancaire. Il n'est que de comparer le service au guichet d'une banque et celui du guichet de la Sécurité sociale pour comprendre la réalité de la différence. Il devient alors possible de maintenir la rémunération de l'épargne à un niveau faible et de maintenir son caractère liquide si nécessaire pour accroître la demande de monnaie. *Dans ces conditions, les dépenses croissantes du secteur public peuvent être financées par une création monétaire accrue sans que le taux d'inflation augmente sensiblement.* C'est un accroissement de la répression financière. Les premières décisions de M. Delors vont bien dans ce sens puisque, sans attendre la nationalisation des banques, il vient d'imposer une réduction de la rémunération de l'épargne — en relevant de 100 000 F à 500 000 F le montant minimum des dépôts bancaires à moins d'un an ouvrant droit à une rémunération librement négociée, c'est-à-dire compensant mieux l'inflation.

En même temps, il contraint les banques à pratiquer un taux de base réel négatif sur les prêts : le taux nominal a été réduit sous la pression du ministre à 14,5 % alors que le taux d'inflation courant dépasse ce chiffre. La différence est un cadeau politique fait aux emprunteurs, mais que paient les épargnants.

La monopolisation complète du secteur financier va permettre ainsi à l'État de transformer des rentes potentielles de monopole en bénéfiques politiques. Jusqu'à présent la répression financière faisait apparaître des rentes de monopoles potentielles pour les banques, mais elles étaient dissipées par la concurrence sur les éléments autres que les prix qu'entretenaient les banques privées. Le déposant touchait en service et en commodités ce que l'État interdisait qu'on lui verse en argent. En supprimant la concurrence, le monopole d'État pourra prélever sur l'épargnant la totalité de la rente qu'il entretient par répression financière et la mieux canaliser vers les emprunteurs dignes de son intérêt. Dans un tel système, si le volume du crédit distribué par l'ensemble des banques est  $C_0$ , le superprofit potentiel est représenté par le rectangle  $r_0r_1AB$ . Soit  $C_0 \times (r_1 - r_0)$ , c'est-à-dire le volume du crédit multiplié par le coût d'intermédiation. Le montant du premier est d'environ 2 400 milliards en 1980, tandis que le coût d'intermédiation bancaire était d'environ 6 % dans les années 70. C'est donc un volume global de 144 milliards de francs qui devient disponible chaque année pour le gouvernement, chiffre significatif puisqu'il représente plus de 20 % du budget de l'État en 1981. C'est l'équivalent d'une augmentation de 20 % des impôts, mais moins douloureuse pour les contribuables-déposants parce que difficile à mettre en évidence. On comprend alors la déception des partisans de la nationalisation à l'égard du comportement des grandes banques nationales depuis 1945. Situées sur un marché compétitif — surtout depuis 1966 — elles n'ont pas pu utiliser pleinement et à leur guise le superprofit potentiel créé par la répression financière. Elles ont dû jouer le jeu du marché et de la concurrence, au moins en partie, et consentir à cet effet des dépenses qui ont absorbé leur rente. L'accusation portée à l'égard des banques privées est de maintenir un esprit concurrentiel dans le secteur et d'empêcher les autres institutions de disposer à leur guise de la rente réglementaire.

La libre disposition de la rente prélevée sur l'épargnant ne peut être obtenue qu'en supprimant la concurrence. C'est-à-dire en établissant par la nationalisation complète du secteur privé monétaire un monopole financier absolu de l'État. Alors que cette tâche pourrait

paraître démesurée si l'État ne contrôlait initialement que 10 ou 20 % de l'activité du secteur, elle devient relativement aisée lorsqu'il possède déjà des entreprises qui en représentent 80 %. Paradoxalement l'État est d'autant plus incité à nationaliser qu'il détient déjà une fraction importante du secteur. C'est la dynamique du dirigisme.

S'il obtient le monopole, la concurrence entre les banques — toutes publiques — devient en effet sans objet. Le gouvernement peut alors choisir de réduire toutes les dépenses correspondantes et d'allouer cette rente en fonction de ses objectifs. Mais pour cela il ne suffirait pas de contrôler 51 % des actions. Il faut échapper à la surveillance des marchés et donc s'appropriier 100 % du capital.

On retrouve alors les éléments traditionnels de l'idéologie socialiste : supprimer les marchés économiques, supprimer la publicité, pratiquer une politique sélective, c'est-à-dire discriminante, du crédit, maximiser l'importance du marché politique, accroître la marge d'action du gouvernement en augmentant les impôts cachés et effectuer des transferts en faveur de son électorat. Ce qui explique la persistance et le développement de l'idéologie de la nationalisation.

Le but de la nationalisation est donc politique et fiscal. Mais il est dissimulé sous des croyances naïves répandues à la faveur de l'inculture économique. Il est enfin activement soutenu par ceux qui en attendent des avantages très réels et tout particuliers : élargissement des perspectives de carrière des nouveaux entrepreneurs du marché politique et des hauts fonctionnaires installés aux postes de comman-

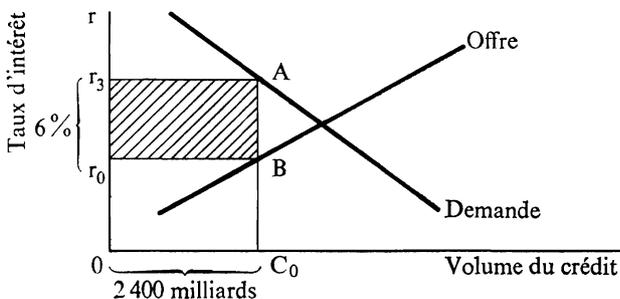


Figure 12  
La rente potentielle  
du monopole public

dement selon le principe du « parachutage », qui n'est pas sans avantage pour mener une politique et récompenser des fidélités. Avantages pour les salariés des entreprises publiques sous forme d'un relâchement de la surveillance, pour un salaire équivalent à ce qui peut être obtenu dans les autres entreprises, ce qui autorise une réduction de l'effort et donc une augmentation de la rémunération vraie. Enfin avantages pour les syndicats qui se développent bien davantage dans le secteur public que dans le secteur privé et y puisent une part majeure de leurs ressources<sup>100</sup>.

# Conclusion



# La libération financière

En quoi consiste une politique d'honnêteté financière? Quels effets peut-on en attendre? Peut-elle être mise en pratique? Telles sont les questions auxquelles nous devons répondre au terme de cette analyse.

Le principe de la libération financière est simple : il faut accroître l'épargne, et particulièrement l'épargne longue. Pour accroître l'épargne, il faut la rémunérer. Pour la bien rémunérer, il faut supprimer les privilèges exorbitants dont profite actuellement l'État dans sa collecte, et pour cela instaurer les conditions d'une concurrence ouverte entre tous les emprunteurs, publics et privés. Une telle politique d'ensemble n'a jamais été mise en œuvre dans notre pays. Seules quelques expériences, limitées à des dispositifs partiels et qui n'ont pu être maintenues, ont été faites, lors du plan Rueff-Pinay de 1958, à l'occasion de la réforme bancaire Debré en 1966-1967, et avec les mesures Barre-Monory de 1978. Mais ne modifier que quelques éléments du vaste réseau de canalisations, de vannes et de réservoirs que constituent les circuits publics de financement ne peut qu'améliorer temporairement la rémunération d'une forme particulière d'épargne, changer quelque peu sa répartition, mais non en favoriser l'expansion globale ni en stabiliser les termes. Les avatars de l'épargne-logement et les fluctuations des dépôts en Caisses d'épargne le montrent bien. C'est pourquoi un ensemble de mesures coordonnées est indispensable si l'on veut réussir la libération financière.

## Les principes de la réforme

La libération consiste à abolir privilèges particuliers et cloisonnements qui fragmentent les marchés financiers et en entravent le fonctionnement. Il faut supprimer la réglementation des taux d'intérêt, la discrimination fiscale entre les diverses formes de placements, la réglementation imposant certains emplois de ressources aux entreprises d'assurance, Caisses d'épargne et banques. Il faut abolir la tutelle du Trésor et de la Caisse des dépôts sur le marché des obligations et redéfinir le rôle de cette dernière. Il faut accroître la concurrence entre les intermédiaires par la dénationalisation des banques et des Chèques postaux, assainir les finances publiques par réduction des déficits et rebudgétiser enfin toutes les aides à l'investissement, public ou privé.

Le premier élément de la réforme consiste à libérer complètement tous les taux d'intérêt créditeurs. La rémunération de l'épargne doit être libre. Elle doit faire l'objet d'une concurrence. Pour faciliter le passage des habitudes de répression à des comportements concurrentiels il peut être utile de garantir, pour un type de placement au moins, le versement d'un intérêt réel positif constant, c'est-à-dire l'indexation du taux nominal sur l'indice général des prix. Ce ne peut être cependant qu'une solution provisoire car le niveau du taux réel d'équilibre est susceptible de varier dans le temps, et personne n'en connaît exactement la valeur à chaque instant.

Mais une autre mesure est tout aussi indispensable. Pour que les consommateurs obtiennent un bon rapport qualité-prix, il faut en général qu'ils aient accès à une gamme de produits aisément substituables les uns aux autres, et que les producteurs rivalisent pour les servir. Il en va exactement de même en matière financière. Il faut donc supprimer les privilèges fiscaux ou réglementaires qui maintiennent le cloisonnement et empêchent les institutions de se concurrencer équitablement. Il faut aussi les laisser libres d'utiliser les ressources obtenues à leur guise et de les orienter en particulier vers les emplois les plus rentables. Les Caisses d'épargne, par exemple, ne peuvent à la fois rémunérer les déposants et trouver leur équilibre si elles sont contraintes de verser leurs fonds à la Caisse des dépôts alors que le taux d'intérêt est fixé discrétionnairement par le Trésor. De même il est connu que l'obligation faite aux entreprises d'assurance de placer une part importante de leurs réserves techniques en emprunts d'État ou assimilés a pour principale justification le financement à bas prix du Trésor et du secteur public.

La libération nécessite aussi que soit abolie la discrimination fiscale actuelle qui pénalise les revenus du capital relativement à ceux du travail, ce qui décourage l'épargne.

En établissant une rémunération positive des placements, en laissant s'ouvrir la hiérarchie spontanée des taux d'intérêt qui donne une prime aux formes d'actifs les plus longs et les plus risqués, la libération accroît l'épargne financière des ménages et l'oriente vers les formes les plus stables. Mais cela ne suffit pas cependant à apporter aux entreprises les plus productives les fonds qu'elles peuvent employer mieux que les autres si, dans le même temps, la désépargne et la ponction publiques s'accroissent. Il faut donc que l'épargne publique augmente. Celle-ci étant définie comme la différence entre les recettes et les dépenses courantes des administrations, il convient de majorer les premières et de trancher dans les secondes. La hausse des tarifs publics et la suppression des déficits du budget et de la Sécurité sociale s'imposent.

L'augmentation de l'épargne, provoquée par la meilleure rémunération des dépôts et des instruments longs, accroît le volume réel du financement et fait baisser son coût. Parallèlement, la réduction des déficits publics fait disparaître l'effet d'éviction. La ponction que l'État opérerait sur les marchés des fonds à court et à long terme est affaiblie. L'équilibre des finances supprime la nécessité pour les gouvernements de créer plus de monnaie. Il s'ensuit que l'offre et la demande de monnaie sont déplacées. La première est réduite par l'affaiblissement de sa composante publique. La seconde est accrue parce que les dépôts bancaires mieux rémunérés sont plus volontiers détenus, mais aussi parce que toute l'épargne augmente tandis que le revenu national s'accroît. Le prix de la monnaie augmente, c'est-à-dire que l'inflation faiblit.

Simultanément cependant, le taux de liquidité de l'économie n'a pas de raison de diminuer dès lors que les dépôts, notamment à terme, s'accroissent. Contrairement à ce que l'on constate habituellement en situation de finance réprimée, la liquidité de l'économie augmente alors même que l'inflation diminue. *C'est pourquoi cette liquidité ne doit pas être prise comme le critère d'une bonne politique anti-inflationniste.* Bien au contraire. Il ne s'agit donc pas de la réprimer mais de la favoriser.

Dans ces conditions, on peut supprimer l'encadrement du crédit et les réglementations fiscales qui maintiennent des taux débiteurs privilégiés. Cela ne veut pas dire nécessairement que toute aide aux investissements est supprimée. Mais ces aides doivent être rebudgétisées,

et ne plus s'effectuer de façon dissimulée par la manipulation des conditions débitrices. Un avantage annexe, mais non négligeable, de cette mesure consiste à rétablir la transparence dans les transferts, qui favorise le contrôle démocratique.

La dynamique de la libération financière est encore accentuée si l'on encourage l'afflux de l'épargne étrangère en établissant un climat de confiance et d'ouverture, et en garantissant la liberté complète de mouvement des capitaux. Dans cette perspective, il importe que la valeur du franc s'établisse à son niveau de marché. C'est rarement le cas lorsque le contrôle des changes, les taux d'intérêt manipulés et l'inflation conjugués découragent la demande étrangère de devise nationale. Son prix soutenu par le gouvernement est maintenu artificiellement élevé. La dévaluation est alors nécessaire, non pas parce qu'elle améliorerait la balance commerciale — nous savons maintenant qu'elle ne le fait pas — mais parce qu'elle indique aux opérateurs internationaux que le risque de perte en capital est désormais réduit. La demande de francs par les étrangers augmente, contribuant encore à réduire l'inflation, dans la mesure où elle stabilise le taux de change. Il peut même être nécessaire, dans une phase intermédiaire, de décourager un trop fort afflux de capitaux étrangers en établissant un impôt sur les comptes de non-résidents comme l'ont fait la Suisse et l'Allemagne à certaines époques.

Nous en venons ainsi aux expériences étrangères qui montrent ce que la libération financière peut réaliser en pratique. Mais l'étude des ressorts sous-jacents de l'économie française n'est pas moins encourageante. L'expérience de laboratoire que constituent les chocs pétroliers des années 70 nous permet d'évaluer les bénéfices de la libération.

## La libération financière est-elle praticable ?

Les voies de la réforme ont déjà été explorées. Le Mexique et Taiwan, la Corée du Sud et l'Indonésie, la Yougoslavie, le Brésil, la Malaisie<sup>101</sup> ont procédé à des expériences semblables dans leur esprit à celles de l'Allemagne fédérale et du Japon à l'issue de la seconde guerre mondiale. Plus récemment, l'Argentine en 1977-1980 et l'Espagne depuis juillet 1977<sup>102</sup> ont mis en œuvre des politiques du même genre.

La réponse de ces économies à la libération présente les traits caractéristiques décrits en théorie. La masse monétaire au sens large, c'est-à-dire le passif du système bancaire et donc sa capacité de crédit, augmente plus vite que le produit national, cependant que le niveau général des prix se stabilise rapidement. La rémunération plus élevée des dépôts contribue à augmenter la demande de monnaie en volume réel. Dans la mesure où le gouvernement contient sa propre création de monnaie dans des limites plus strictes, une élévation des taux créditeurs nominaux suffit à relever les taux réels. La liquidité de l'économie augmente. Comme la monnaie est plus demandée et moins offerte, son prix tend à monter, c'est-à-dire que l'inflation se ralentit. Ceci encourage les épargnants non seulement à augmenter leur épargne financière désormais mieux payée, mais aussi à abandonner le stockage de biens réels dits « spéculatifs », ce qui contribue à faire baisser également les prix de ces biens et à augmenter l'intermédiation.

Mais l'expérience de pays moins développés s'applique-t-elle à la France ? Par ailleurs, nos problèmes actuels ne sont-ils pas seulement dus à la récession internationale et comme tels complètement indépendants de la politique du financement ? La réponse à ces deux questions se trouve dans une analyse des facteurs financiers de la stagflation. On constate en effet que l'évolution de l'épargne, du crédit et de la monnaie affecte différemment la croissance de l'économie et le taux d'inflation selon que la répression financière est plus ou moins forte. Les dernières années nous offrent les conditions d'une véritable expérience naturelle à la façon des sciences physiques. Sur un fond de répression financière endémique, caractérisée par un contrôle permanent des taux d'intérêt nominaux et le système du cloisonnement, les deux chocs pétroliers de 1974 et de 1978 ont accéléré l'inflation et déterminé mécaniquement une plongée des taux réels, aggravant la répression dans la période 1975-1979. Par opposition, la période précédente 1969-1974 est caractérisée par une répression moins accusée parce que les taux nominaux y étaient mieux ajustés à l'inflation, alors plus régulière.

Sans doute aussi parce que les réformes de 1966-67 venaient d'accroître la concurrence entre les banques et que certaines institutions privilégiées ne faisaient que commencer à tirer parti de leurs rentes.

Ce changement de l'intensité de la répression permet, par différence, d'en mettre en évidence les effets récessionniste et inflationniste. Ils apparaissent nettement dans la modification des relations qui lient la croissance de la production  $g$ , et le taux d'inflation  $p$ , à l'augmentation de la masse monétaire  $m$ , à l'inflation attendue  $pa$ , au taux d'épargne  $s$ , au rythme d'augmentation des crédits  $cd$ , et à l'état de la balance commerciale  $f$ . L'augmentation de l'épargne et du crédit stimule moins la croissance et réduit moins l'inflation en période d'intense répression, comme le montrent les équations suivantes <sup>103</sup> :

*Croissance économique et variables financières*

Moindre répression (1969-1974)

$$g = -0,99 m - 0,45 pa + 0,40 s + 0,22 cd + 0,05 f$$

Forte répression (1975-1979)

$$g = -1,72 m - 0,79 pa + 0,30 s + 0,09 cd + 0,03 f$$

*Inflation et variables financières*

Moindre répression (1969-1974)

$$p = 2,43 m + 1,10 pa - 0,57 s - 0,29 cd - 0,07 f$$

Forte répression (1976-1979)

$$p = 1,85 m + 0,85 pa - 0,44 s - 0,14 cd - 0,05 f$$

On constate que le taux d'épargne et la distribution des crédits à l'économie exercent un effet moins important sur le taux de croissance lorsque la répression financière est forte, tandis que la croissance monétaire réduit davantage l'expansion dans ce dernier cas. Cela vient de ce que l'épargne financière se contracte plus que l'épargne globale lorsque les taux d'intérêt réels sur les placements longs baissent. L'épargne se détourne vers des actifs refuges qui ne servent pas l'investissement. Par ailleurs, le crédit ne va pas aux projets les plus rentables. La sélectivité et l'accroissement de la part des prêts privilégiés diminuent l'efficacité globale de l'investissement, et donc la croissance. Dans le même temps, l'épargne qui ne se place pas en biens réels s'accumule sous forme liquide en attente d'emploi. La masse monétaire s'accroît rapidement en valeur nominale alors que la croissance est freinée, ce qui explique le signe négatif de  $m$ .

Les effets sur l'inflation sont inverses. L'épargne et le crédit diminuent l'inflation, mais moins efficacement en période de répression accentuée. Cela vient du freinage relatif de l'offre que nous avons examiné précédemment, alors que la diminution de l'épargne financière dans l'épargne totale, et sa structure plus liquide, augmentent la demande et donc les prix. On note cependant un effet, paradoxal en apparence, de la croissance monétaire sur l'inflation : la répression semble diminuer l'impact inflationniste de la création monétaire. En réalité, ce résultat est tout à fait conforme à nos analyses du deuxième chapitre. La politique de répression consiste à contraindre les ménages à augmenter leur demande de monnaie pour un montant donné d'épargne. De cette façon, une création monétaire plus forte est absorbée dans les encaisses liquides accrues et ne se traduit pas en inflation. *Tous les effets attendus en théorie se retrouvent dans l'étude empirique.*

*Ces résultats nous indiquent aussi qu'en parcourant le chemin inverse, celui qui va de la répression à la libération, on peut obtenir les réactions d'ajustement plus favorables de l'économie de la fin des années 60, ou même les dépasser puisque la répression financière n'était pas complètement absente à cette époque. Nous pouvons donc attendre raisonnablement aujourd'hui, qu'en dépit d'une conjoncture internationale défavorable, ou plutôt à cause d'elle, la libération produise en pratique tous ses effets, d'autant plus intenses que la répression est plus profonde.* Le développement de l'épargne et du crédit relance plus efficacement la croissance et réduit plus énergiquement l'inflation. Les effets du freinage de la monétisation s'atténuent, tandis qu'elle cède la place à une consolidation de l'épargne liquide, c'est-à-dire à l'allongement de son terme. La modification de la structure de l'épargne amplifie à son tour la croissance et la désinflation.

Au total, la croissance de l'épargne crée un puissant courant de relance et de désinflation. Cet effet est sensiblement accru en cas de libération. *Ainsi les divers auteurs de rapports, responsables financiers et politiques qui se sont consacrés au problème de la transformation au fil des ans avaient raison : c'est une question centrale de notre politique économique. Mais ils se trompaient de responsables. Ce n'étaient pas les ménages mais bien les autorités publiques. La difficulté ne peut donc être résolue sans une volonté déterminée de libération financière.*

## **La politique d'honnêteté financière est-elle possible ?**

Les circonstances actuelles n'incitent pas, au premier abord, à l'optimisme. L'expérience gouvernementale en cours est l'illustration parfaite de la répression financière portée à l'extrême. La situation économique de 1981 est caractérisée par une inflation qui tend à s'accélérer, une croissance nulle, une augmentation sensible du chômage, une réduction du taux d'épargne des ménages et des difficultés de la balance des paiements correspondant à la vulnérabilité accrue du franc. Pour résoudre ces problèmes, le gouvernement cherche à distribuer davantage de subsides, à pousser les dépenses publiques et à soutenir en même temps l'investissement. Or ceci augmente nettement le déficit des finances publiques qui doit dépasser 75 milliards de francs cette année, soit environ 2,5 % du produit intérieur, et les prévisions pour 1982 font état d'un chiffre probablement supérieur à 130 milliards. Déjà le seul montant prévu pour 1981 représente les deux tiers des fonds collectés l'année précédente sur le marché des obligations. Il correspond à l'éviction des entreprises privées de l'accès au financement long. Elles devront donc se retourner vers le marché des crédits, tandis que le gouvernement devra de son côté faire appel à la création monétaire pour ne pas assécher complètement le marché financier. Mais l'inévitable production de monnaie publique accroîtra l'inflation et réduira la rentabilité des placements dont les taux sont plus réglementés que jamais. Le cercle cumulatif de la répression est enclenché et les résultats ne sauraient se faire attendre.

Peut-il en être autrement? Nous le croyons. La répression si elle est la règle n'est cependant pas fatale. Mais elle ne peut être évitée qu'à deux conditions :

La première est que les conceptions de la politique macroéconomique soient révisées. L'épargne n'est pas un résidu passif de la consommation. Elle peut et doit être l'objet d'une politique active. Elle doit être replacée au centre des préoccupations gouvernementales dans la recherche d'une croissance stable et soutenue. C'est une conversion intellectuelle.

La seconde condition n'est que la traduction politique de la première. Si l'épargne est cruciale pour la croissance, elle importe à tous. On ne peut donc se contenter de défendre — ne serait-ce qu'en paroles — certains groupes d'épargnants, par exemple les « petits » contre les « gros » ou vice-versa. Tous contribuent en pratique à élever le niveau de vie. Tous méritent d'échapper à la

spoliation. D'ailleurs on sait fort bien que les avantages sélectifs ne peuvent pas atteindre leur but en la matière parce que la finance est fongible. Les livrets de Caisse d'épargne ne sont pas exclusivement détenus par les faibles revenus. C'est dire que la reconnaissance du rôle de l'épargne n'a pas de couleur politique. Comme telle, elle peut être le fait de tout gouvernement. C'est pourquoi, si la conversion des idées économiques et l'abandon des préjugés politiques sont obtenus, on peut espérer voir mise en œuvre la libération financière. Encore y faut-il un certain courage. De même que le skieur débutant tend, à la première glissade, à s'accrocher à la montagne, rendant ainsi la chute inévitable, les gouvernements qui subissent les chocs de la conjoncture et les aléas de la croissance se raccrochent à ce qu'ils connaissent et croient maîtriser : les circuits publics et l'intervention administrative. Mais la seule voie de salut se trouve dans le dynamisme et l'effort d'adaptation des ménages et des entreprises. Il convient de ne pas accroître encore leur fardeau par une politique délétère. Il faut alors tourner le dos aux traditions et renoncer aux recettes miracles pour regarder franchement les réalités. Est-ce là trop demander ?



# Notes

1. Lawrence D. Schall and Charles W. Haley, *Introduction to Financial Management*, Mc Graw-Hill, 1977.
2. Crédit, du latin « credere », croire. « Confiance qu'inspire quelqu'un », selon le dictionnaire Robert. Notamment confiance en la capacité de rembourser un prêt.
3. Ces dernières furent longtemps considérées comme immorales lorsqu'elles s'occupèrent de garantir financièrement contre le risque de décès. On trouve là une survivance de la suspicion générale à l'égard de l'argent et de l'évaluation monétaire caractéristique de la sociétés agraire de Rome et du Haut Moyen Age.
4. Raymond W. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, Yale University Press, 1969.
5. Cet ajustement des flux de consommation et de revenu au cours de la vie par l'alternance d'endettement et d'épargne fait l'objet de la théorie dite du cycle vital développée initialement par Franco Modigliani et R. Brumberg, « Utility Analysis and the Consumption Function: an Interpretation of Cross-Section Data » dans K. Kurihara, éditeur, *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, 1954.
6. Harry M. Markowitz, « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, mars 1952.
7. Pour une présentation des développements récents de la théorie des marchés financiers et de l'analyse rentabilité-risque, voir Bertrand Jacquillat et Bruno Solnik, *Les marchés financiers et la gestion de portefeuille*, Dunod.
8. Pour une dette à risque faible ou nul, on a l'habitude, depuis I. Fisher (*the Theory of Interest*, 1930), de décomposer le taux d'intérêt courant, dit « nominal », en un taux « réel » (ajusté pour l'inflation) et un taux d'inflation prévu :  $i = r + P$ ; avec  $i$  : taux d'intérêt courant;  $P$  : taux d'inflation attendu dans la période de prêt;  $r$  : taux d'intérêt à prix constants ou « réel » attendu. Le calcul se fait dans le sens :  $i - P$  donne  $r$ . Depuis les travaux donnant une mesure du risque, on peut ajouter que l'intérêt de toute dette, même risquée, s'écrit :  $i = P + r'$  sans risque +  $r''$  prix du risque, où  $r'$  et  $r''$  sont des taux « réels ».
9. La théorie financière montre que, sous certaines conditions de bon fonctionnement des marchés, le portefeuille à moindre risque doit être complètement diversifié, c'est-à-dire comprendre tous les actif en circulation.
10. La grande firme de ventes par correspondance Sears Roebuck, l'équivalent américain de La Redoute, vient de faire une entrée remarquée dans la vente de services financiers à ses clients.
11. Australie, Belgique, Canada, France, Allemagne, Grande-Bretagne, Italie, Japon, URSS, États-Unis. Voir Raymond W. Goldsmith, op. cit.
12. Les analyses de la firme Managériale ont été développées par : W. Baumol, *Business Behavior, Value and Growth*, McMillan, 1959, O. Williamson, « Managerial Discretion and Business Behavior », *American Economic Review*, décembre 1963, R. Marris, *L'entreprise capitaliste moderne*, Dunod. R. Morsen et A. Downs, « A Theory of Large Managerial Firms », *Journal of Political Economy*, juin 1965.
13. O. Williamson, *Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press, 1975.
14. W. Sharpe, « Decentralized Investment Management », *Journal of Finance*, mai 1981.
15. Cette analyse a été initialement proposée par James Tobin, « Banks as Creators of Money » (1963), reproduit dans H. Hester et J. Tobin, éditeurs, *Financial Markets and Economic Activity*, Yale University Press, 1967, Harry G. Johnson, « Problems of efficiency in monetary management », *Journal of Political Economy*, septembre-octobre 1968, Fischer Black, « Banking and Interest Rates in a World without Money ». *Journal of Bank Research*, automne 1970, et Eugène F. Fama, « Banking in the Theory of Finance », *Journal of Monetary Economics*, janvier 1980.
16. James Tobin, article déjà cité.

17. Cette conception a été formulée à l'origine par l'économiste autrichien Hilferding, dans *Le capital financier*, 1910 (traduction française aux Éditions de Minuit). Il écrit : « La présence des banques s'accroît, elles demeurent les fondatrices et finalement les maîtres de l'industrie dont elles tirent les profits à elles en tant que capital financier » (p. 319). Popularisée ensuite par Lénine dans *L'impérialisme, stade suprême du capitalisme*, cette idée est souvent reprise en France aujourd'hui, notamment par Boublil, qui écrit : « La fonction régulatrice de l'appareil bancaire entre les taux de profit différents par secteur s'est effectuée à son intérêt exclusif », *Le socialisme industriel* (p. 40), PUF, 1977.
18. *Les comptes de patrimoine — une première expérience 1971-1972-1976*, les collections de l'Insee C 89-90, septembre 1980. Chiffres extraits des tableaux d'opérations financières en cours.
19. Les chiffres précédents sous-estiment un peu la part des banques puisque la Compagnie de Suez, établissement financier, est classée dans la catégorie « Autres institutions de crédit ».
20. Commission des opérations de Bourse, *Les actionnaires, les Français et le marché des actions*, chapitre 2, La Documentation française, 1981.
21. Voir l'annexe A12 du rapport du Comité du financement du VIII<sup>e</sup> Plan, *L'intermédiation financière en République fédérale d'Allemagne*. La Documentation française, 1980.
22. Une explication de la faiblesse relative des prises de participation réside dans l'insuffisante rotation de ces titres à haut risque à l'intérieur du portefeuille, liée sans doute à l'étroitesse du marché financier. L'exemple de l'IDI est tout à fait significatif sur ce point. Le développement de cet organisme a été limité par les difficultés de revente des titres sur le marché secondaire.
23. Pierre Cohen-Tanugi et Christian Morrisson, *Salaires, intérêts, profits dans l'industrie française*, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, 1979.
24. Pierre Cohen-Tanugi et Christian Morrisson, livre cité, page 281.
25. Depuis l'important article de Merton Miller et Franco Modigliani « The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment », *American Economic Review*, juin 1958.
26. Par là, l'État est associé à 50 % avec toutes les entreprises.
27. La méthode reconnue de la comptabilisation des amortissements et des stocks se fait au coût historique et non au coût de remplacement, c'est-à-dire au prix payé lors de l'achat et non au prix qu'il faudrait payer à la date actuelle pour se procurer les mêmes biens.
28. Voir Commissariat général au Plan, *La réévaluation des bilans*, La Documentation française, 1977.
29. Martin S. Feldstein et L. Summers, « Inflation and the Taxation of Capital Income in the Corporate Sector », *National Tax Journal*, décembre 1979.
30. Merton Miller, « Debt and Taxes » *Journal of Finance*, mai 1977.  
Voir aussi M. Levasseur et J.L. Olivaux, « Théorie du financement des entreprises et évolutions de la fiscalité française », *Revue économique*, 1981.
31. John G. Gurley et Edward S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Brookings, 1960.
32. « La logique veut donc que la première monnaie ait été le bétail et que l'origine des mots exprimant la richesse ait ses racines dans le terme « troupeau » : le latin « pecunia » est directement dérivé de « pecus. » André Naurisse, *Histoire du franc*. PUF, 1963.
33. Jacques Méliitz, *Primitive and Modern Money: An Interdisciplinary Approach*, Addison-Wesley, 1974.
34. J. Méliitz, op. cit., p. 92 : «... eventually, merchants of repute put punchmarks on the metals as signs of purity and weight ».
35. Voir au chapitre I, tableau I, l'augmentation de l'importance des banques centrales.
36. Bien que certaines de ces caisses aient un statut privé, elles sont tenues de verser l'essentiel de leurs dépôts à la Caisse des dépôts et consignations qui est un établissement public.
37. Crédit foncier, Crédit national, Crédit d'équipement aux PME.
38. Ce pourcentage est obtenu par cumul des parts du Trésor public, de la Caisse des dépôts et des autres institutions de crédit. Cette dernière catégorie comprend presque exclusivement des institutions du secteur public et semi-public.
39. Un signe de ce transfert de responsabilité au profit des institutions financières spécialisées apparaît dans le fait que les bonifications d'intérêt consenties au profit de ces institutions dépassent aujourd'hui en volume le montant des prêts à long terme du F.D.E.S. Alors qu'elles représentaient 73 % de ces derniers en 1969, les bonifications en représentaient 267 % en 1978. (C'est ce qu'indique Jean-Yves Haberer, « Les fonctions du Trésor et la politique financière », *Les cours de droit*, 1978.)

40. C'est aussi ce qui a été observé en 1974, année au cours de laquelle les taux du marché monétaire avaient dépassé durablement les rendements des obligations.
41. 34<sup>e</sup> rapport du Conseil national du crédit, p. 75, 1979.
42. Commission des opérations de Bourse, *Les actionnaires, les Français et le marché des actions*, p. 23, 1981, La Documentation française.
43. Comme il est facile de le voir sur le tableau 5 en comparant les écarts de taux de rémunération des placements longs et des placements courts, avant et après impôt.
44. Ils bénéficient aussi, mais pour une faible part, aux banques commerciales publiques et privées qui collectent l'épargne-logement.
45. Robert G. Hawkins, « Indicative Planning and the Efficiency of French Capital Markets ». Dans A. Sametz, éditeur, *Financial Development and Economic Growth, The Economic Consequences of Under-Developed Capital Markets*, New York University Press, 1972.
46. Jacques Méritz, « The French Financial System: Mechanisms and Propositions of Reform » page 8, Insee, juillet 1980.
47. Annexe B7, « Dossier quantitatif sur la fiscalité de l'épargne », page 117, *Rapport du comité du financement du VIII<sup>e</sup> Plan*, La Documentation française, 1980.
48. De même qu'une entreprise croît d'autant plus vite que le coût du capital est faible. Dans ce cas, elle peut entreprendre des investissements moins rentables mais plus nombreux, tout en restant en équilibre financier.
49. « Un certain nombre de pays développés pratiquent leur politique sélective de crédit presque uniquement par la voie de leur système de réescompte. De cette façon, les institutions financières sont rémunérées pour prêter à des taux d'intérêt subventionnés et l'ensemble des crédits privilégiés est en fait fourni par la banque centrale. Les politiques de crédit très sélectives sont généralement accompagnées de taux de réserves obligatoires élevés qui réduisent donc les fonds disponibles des banques pour les prêts discrétionnaires et non prioritaires. Par conséquent, l'ensemble des actifs de la banque centrale constitue une proportion relativement importante des actifs détenus par l'ensemble du secteur financier. D'une façon peu commune, l'Inde pratique une politique du crédit sélective à travers un réseau d'institutions financières nationalisées et en imposant des plafonds à la prestation des prêts normaux. Les institutions de crédit ne sont pas complètement dédommagées par le système de réescompte pour leurs prêts à des taux moins élevés. C'est la limitation imposée à l'expansion des crédits normaux qui crée l'incitation au développement de crédits subventionnés ». Maxwell J. Fry, « Interest Rate Policy in India », *A Study prepared for the Asian Department of the International Monetary Fund*, page 14, 17 février 1981.
50. Le Trésor public possède lui-même un important réseau de déposants institutionnels : collectivités locales, établissements publics, institutions financières publiques non bancaires, etc. En 1979, les dépôts des correspondants du Trésor représentaient 19 % de la dette publique. Leur variation a contribué la même année à éponger un tiers du déficit des finances publiques.
51. Les banques commerciales ont aussi la possibilité de s'attirer une clientèle captive en distribuant des prêts d'épargne-logement. Cependant, elles ne disposent d'aucun pouvoir de monopole en la matière.
52. Les limitations imposées en matière de rémunération des dépôts peuvent aussi conduire les banques à rémunérer autrement les plus gros déposants, soit en leur consentant des taux plus faibles sur les crédits, soit, en période de rationnement du crédit, en réservant les crédits rationnés à ceux des déposants dont les soldes créditeurs sont plus importants et plus stables.
53. Ainsi, F. Scherer (*Industrial Market Structure and Economic Performance*, Rand McNally, Chicago, 1970) a montré que dans une industrie concentrée — telle l'industrie bancaire en raison notamment de la réglementation — les entreprises engagent des dépenses de publicité au-delà de ce qui est socialement optimal. L'observation empirique montre que les contraintes réglementaires tendent à accroître le volume des dépenses de publicité engagées par les institutions de dépôts (voir J. Lapp, « Market Structure and Advertising the Savings and Loan Industry », *Review of Economics and Statistics*). D'autres études montrent que, sur des marchés plus concurrentiels, les déposants ont, toutes choses égales par ailleurs, un meilleur accès aux services bancaires (voir L. White, « Price Regulation and Quality Rivalry in a Profit Maximizing Model: The Case of Bank Branching », *Journal of Money, Credit and Banking*, 1976, n° 1, et A. Heggstad et J. Mingo, « Prices, Non-Prices and Concentration in Commercial Banking », *Journal of Money, Credit and Banking*, 1976, n° 1).

54. Rapport du groupe de réflexion sur *le développement des initiatives financières locales et régionales*, présidé par J. Mayoux, page 73, La Documentation française, 1979.
55. Les banques privées se rangent dans les trois premières colonnes du Tableau 3.
56. L'existence des économies d'échelle dans les coûts opératoires des banques a été vérifiée par V. Levy-Garboua et I. Renard, « Une étude statistique de la rentabilité des banques en 1974 », Banque de France, *Cahiers économiques et monétaires*, n° 5.
57. Insee, *Fresque historique du système productif*, Les collections de l'Insee, série E, n° 27, octobre 1974.  
*La mutation industrielle de la France*, les collections de l'Insee, série E, n° 31-32, novembre 1976.  
*La rentabilité des sociétés privées en France, 1956-1975* (M. Delestre et J. Mairesse), Dossier rectangle, février 1978.
58. Rapports des journées d'études des Centrales de bilans. 1975 à 1981 et *Bulletin trimestriel* de la Banque de France n° 27 (juin 1978), n° 29 (décembre 1978), n° 33 (décembre 1979 et n° 37 (décembre 1980).
59. *La lettre de l'Expansion*, lundi 25 août 1981.
60. Le taux réel est le taux courant (nominal) moins le taux d'inflation.
61. Comme l'écrit Méliitz : « La structure des taux d'intérêt en France ne peut pas refléter significativement l'anticipation des variations des taux d'intérêts futurs, comme on suppose souvent que c'est le cas ailleurs. La structure des taux d'intérêt sur les obligations ne peut faire l'objet d'une telle hypothèse puisqu'ils sont contrôlés par les autorités monétaires. A vrai dire, rien n'a vraiment perturbé le calme de la structure du taux d'intérêt sur les obligations depuis la seconde guerre mondiale en France, sauf quelques rares cas isolés d'obligations indexées... et pour la bonne cause puisque 15 % de l'ensemble des obligations est détenu par le C.D.D. ». Jacques Méliitz, « The French Financial System: Mechanisms and Propositions of Reform », Insee, juillet 1980.
62. Banque de France, « La place des crédits à taux privilégiés dans le financement de l'économie », *Bulletin Trimestriel* n° 35, juin 1980.
63. Voir sur ce point, M. Chazelas, J.F. Dauvisis et G. Maarek, « L'expérience française d'encadrement du crédit ». Actes du séminaire des banques centrales et des institutions internationales, *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 6, 1978.
64. Cette différence a été soulignée par le comité du financement du VIII<sup>e</sup> Plan. Voir à ce sujet l'annexe A5, « Importance et coût de l'intermédiation financière en France », du rapport du comité du financement, La Documentation française, 1980, pages 151-162.
65. OCDE, *Coûts et marges en secteur bancaire, un panorama international*, 1980.
66. OCDE, *Coûts et marges en secteur bancaire*, op. cit.
67. Une autre confirmation de la faible rentabilité des banques vient de l'étude de la rentabilité boursière des actions des banques et sociétés de crédit à la Bourse de Paris. Ces résultats montrent que ce secteur a obtenu, entre 1962 et 1971, un taux de rentabilité le situant au neuvième rang sur trente-cinq mais néanmoins négatif (- 0,07 %), alors que son niveau de risque, fort proche de 1 (0,99), indique qu'il est exactement dans la moyenne du marché. De plus, le taux de rendement des actions du secteur bancaire passe entre les deux dates précitées du 13<sup>e</sup> rang au 19<sup>e</sup> rang des 35 secteurs étudiés. Voir E. Altman, B. Jacquillat, M. Levasseur, « La rentabilité et le risque des secteurs industriels à la Bourse de Paris », *Analyse financière*, 2<sup>e</sup> trimestre 1973.
68. Diverses études empiriques montrent l'existence d'une demande de crédit élastique au taux d'intérêt en France. Ainsi, A. Fourçans (*La politique de la monnaie*, Economica, 1976) trouve que l'élasticité de la demande de crédits bancaires par le public est d'environ 0,27. Dans le modèle Metric, la demande de crédit à court terme des ménages apparaît également sensible au taux d'intérêt ainsi que leur demande de crédit pour le logement (Insee, H « Présentation et multiplicateurs du modèle Metric, base 71 », ronéoté 8/1979).
69. M. Chazelas, J.D. Dauvisis et G. Maarek, « L'expérience française d'encadrement du crédit », Actes du séminaire des banques centrales, *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 6, 1978.
70. Maxwell J. Fry, « Interest Rate Policy in India », A study prepared for the *Asian Department of the International Monetary Fund*, 17 février 1981.
71. Jacques Méliitz, « The French Financial System... », article cité, p. 22.
72. Kenneth E. Scott, « The Uncertain Course of Bank Deregulation », *Regulation*, mai-juin 1981.

73. Ce mouvement récent risque cependant d'être freiné à l'avenir dans la mesure où il contredit l'esprit des nouvelles dispositions prises, début septembre 1981, par les autorités monétaires en matière de rémunérations des comptes à terme bancaires.
74. Maxwell J. Fry, article déjà cité.
75. D.M. Jaffe et K.T. Rosen, « Estimates of the Effectiveness of Stabilization Policies for the Mortgage and Housing Markets », *Journal of finance*, juin 1978.
76. Le taux d'investissement est le rapport de la formation brute de capital du PIB.
77. M2 augmente par exemple alors que M2/P diminue.
78. France-Soir, samedi 5 septembre 1981.
79. C'est-à-dire un bien indivisible, dont l'exclusion est difficile et qui est caractérisé par des coûts moyens décroissant régulièrement avec la quantité produite. C'est le cas par exemple de la Défense nationale.
80. Discours de M. Mauroy à l'Assemblée nationale.
81. Sur un marché financier efficace toute l'information nécessaire à l'évaluation des actions doit être disponible pour les acheteurs et les vendeurs. Dans ces conditions aucun d'entre eux ne peut obtenir un profit exceptionnel ou une rente de situation due à l'accès à des informations privilégiées. C'est pourquoi des organismes comme la Commission des opérations de Bourse surveillent les échanges et poursuivent les auteurs de transaction soupçonnés d'avoir agité en utilisant une information particulière résultant de leur position professionnelle. De même les Opa privées doivent se dérouler dans des conditions telles que les porteurs d'actions reçoivent toute l'information. Ce n'est évidemment pas le cas de l'Opa publique qui a lieu actuellement. Il a fallu attendre plus de deux mois après son annonce pour savoir quelles firmes elle concernait. Le prix de rachat et les modalités exactes du paiement ne sont toujours pas connus à cette date (15 septembre 1981). Dans ces conditions il est évident que la spéculation favorise ceux des opérateurs qui sont les plus proches de la source des décisions. Ainsi du 20 au 17 août les actions de Rhône-Poulenc ont progressé de 42% après l'échange de 450 000 titres, celles de Thomson-Brandt de 19%, celles de Pechiney Ugine Kuhlmann de 18%, celles de la Compagnie générale d'électricité de Saint-Gobain de 14%. L'efficacité et l'équité du marché sont gravement compromises. La décision de suspendre la cotation des actions nationalisables réduit davantage encore l'information de l'actionnaire moyen qui ne peut même plus se guider sur les réactions du marché, face aux négociations en cours entre le gouvernement et les directions. Cette atteinte à la moralisation du marché devrait logiquement faire l'objet d'une enquête de la COB.
82. Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart « Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation », *The Bell Journal of Economics*, printemps 1980. « The Allocational Role of Takeover Bids in Situations of Asymmetric Information », *The Journal of Finance*, mai 1979. Peter Dodd, « Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, juin 1980.
83. Le cas d'un emprunt à échéance fixe se ramène aisément à celui d'une rente perpétuelle si, à l'échéance, l'État émet un nouvel emprunt pour rembourser le précédent.
84. Il en va de même si le taux d'intérêt sur les obligations, en principe fixé librement par le marché, est en réalité maintenu artificiellement bas sur ce dernier par le Trésor et la Caisse des dépôts comme nous l'avons vu au chapitre III.
85. Aucun individu n'a spontanément intérêt à travailler davantage que les autres dans une équipe de dimensions importantes. Le coût du relâchement de l'effort y est en effet supporté par l'ensemble des membres de l'équipe, alors qu'il profite de son côté des efforts supplémentaires consentis par les autres membres.
86. Ainsi peut-on lire dans les comptes rendus des débats parlementaires l'observation suivante d'un député : « Une des mauvaises habitudes de l'administration — le goût du secret — semble d'ailleurs être parfaitement respectée dans les entreprises publiques. Votre rapporteur avait, dans une de ses questions, demandé des précisions sur le montant des salaires versés aux dirigeants des entreprises publiques. Il est fort regrettable que le Parlement ne puisse avoir des renseignements sur ce point, alors que le montant des salaires versés aux dirigeants des entreprises privées peut être connu plus facilement. » Voir *Politique économique*, n° 7. « Des entreprises au-dessus de tout contrôle », mai-juin 1981. Rubrique Point-contrepoint.
87. Louis de Alessi, « The Economics of Property Rights: a Review of the Evidence », Richard O. Zerbe (ed.), *Research in Law and Economics*, 1980, JAI Press. L'auteur résume ainsi les principaux résultats de ces études : les firmes politiques pratiquent des prix plus bas (Moore,

- Peltzman, Pike), elles favorisent aussi les gros clients. De plus, « on peut s'attendre à ce que les managers des entreprises publiques présentent une aversion à l'égard du risque beaucoup plus grande que ceux des firmes privées. Dans les entreprises publiques, les erreurs de commission sont plus facilement détectées que les erreurs d'omission, et les conséquences des bonnes décisions ne sont pas aussi facilement capitalisées. De plus, les réactions demandent du temps et gênent les choix et leur mise en œuvre. En conséquence, les managers des entreprises publiques sont moins incités à modifier les prix rapidement face à des changements dans les conditions d'offre et de demande du marché » (page 30).
88. D.G. Davies, « Property Rights and Economic Behavior in Private and Government Enterprises: the Case of Australias's Banking System », ronéoté, Duke University, août 1978, cité par L. de Alessi.
  89. F.R. Edwards, « Managerial Objectives in Regulated Industries: Expense Preference Behavior in Banking », *Journal of Political Economy*, 1977, n° 1. T.M. Hannan et F. Mavinga « Expense Preference and Managerial Control: the Case of the Banking Firm », *The Bell Journal of Economics*, automne 1980. C.A. Glassmann et S.A. Rhoades, « Owner US Manager Control Effects on Bank Performances », *The Review of Economics and Statistics*, mai 1980.
  90. C.A. Glassmann et S.A. Rhoades, article cité.
  91. D.W. Caves et L.R. Christensen, « The Relative Efficiency of Public and Private Firms in a Competitive Environment, the Case of Canadian Railroads », *Journal of Political Economy*, octobre 1980.
  92. Pierre Dreyfus, « The Efficiency of Public Enterprise: Lessons of the French Experience », dans W.T. Baumol, éditeur, *Public and Private Enterprise in a Mixed Economy*, McMillan, 1980.
  93. Georges Gallais-Hamonne, *Les nationalisations... A quel prix ? Pour quoi faire ?* PUF, 1977.
  94. De plus la France a ratifié pour 1974 la Convention européenne des droits de l'homme qui reprend la disposition de la Déclaration de 1789 : « Toute personne physique ou morale a droit au respect de ses biens. Nul ne peut être privé de sa propriété que pour cause d'utilité publique et dans les conditions prévues par la loi et les principes généraux du droit international ». Ceux-ci requièrent une indemnité « prompte, adéquate et effective ».
  95. C'est notamment le cas de la « mensa » en Espagne, telle qu'elle est décrite par D.C. North et R.P. Thomas, *The Rise of the Western World*, Cambridge University Press, 1973, et de la désertification de la Tripolitaine analysée par Anthony Bottomley, « The Effect of Common Ownership of Land upon Resource Allocation in Tripolitania », *Land Economy*, 1963.
  96. R.J. Monsen et K.D. Walters, « State Owned Firms: A Review of the Data and Issues », dans L.E. Preston, éditeur, *Research in Corporate Social Performance and Policy*, Vol. 2, 1980, JAI Press.
  97. Au contraire, l'horizon des dirigeants des firmes privées pour les décisions d'investissement est long parce que la variation des bénéfices futurs, même lointains, se répercute immédiatement dans le cours boursier et la valeur de la firme *aujourd'hui*.
  98. C'est ce qu'expliquent Monsen et Walters (livre cité) lorsqu'ils écrivent : « Comment le gouvernement peut-il utiliser les entreprises publiques pour maximiser ces votes ? Une brève réponse réside dans le fait que les entreprises publiques sont un moyen immédiat de résoudre les problèmes économiques qui pourraient coûter des voix au gouvernement dans une élection générale. Un large secteur nationalisé dans l'économie présente des opportunités de manipulation économique considérable; désormais les entreprises publiques sont des instruments très commodes pour un gouvernement. »
  99. L'observation suivante de F. Bloch-Lainé prend ici toute sa valeur : « La situation change, en fait, quand un service public cesse de coexister avec des entreprises dans un secteur concurrentiel et qu'il en vient à exercer un monopole. Que toutes les banques soient nationalisées ou que la plupart d'entre elles seulement le soient n'est pas du tout la même chose. D'une part, les usagers du crédit peuvent craindre, devant un service public devenu monopole, de n'avoir plus de voies de recours en cas d'ostracisme supposé ou réel à leur égard. D'autre part, le service public peut craindre de ne plus être autorisé à refuser des risques qu'il considère comme mauvais, dès lors qu'aucun recours n'existe plus. Un système bancaire d'État qui aurait l'exclusivité absolue pourrait être, à la fois, abusif et vulnérable. C'est un changement à ne pas sous-estimer », interview au *Nouvel Observateur*, 28 mars 1977.
  100. Voir sur ce point Jean-Jacques Rosa, « Théorie politico-économique de la firme syndicale », *Vie et sciences économiques*, 1981.

101. Voir par exemple, R. McKinnon, ouvrage cit, et E.S. Shaw, ouvrage cité.
102. *Financial times*, 21 janvier 1981.
103. Ces équations donnent la valeur moyenne dans la période du taux de croissance et d'inflation. Elles sont construites à partir des équations d'épargne et d'investissement présentées au chapitre IV auxquelles on a adjoint une équation de demande de monnaie. La résolution du modèle défini par ces trois équations, dans lequel on introduit la valeur moyenne des deux cités ci-dessus pour 1969-1974 et 1975-1979 donne les paramètres figurant dans le texte.



# Glossaire

**Actif** : élément d'un patrimoine, d'une richesse.

**Actif financier** : reconnaissance de dette, c'est-à-dire droit d'une personne sur les ressources ou les activités d'une autre personne, physique ou morale.

**Actif réel** : bien physique durable (matériel, équipement, immeubles, tableaux, métaux précieux...).

**Coût du capital** : taux de rémunération exigé d'un emprunteur par les épargnants apporteurs de capitaux.

**Diversification** : par opposition à la concentration, la diversification consiste à répartir sa richesse entre plusieurs actifs.

**Effet de levier** : augmentation du taux de rentabilité de l'investissement grâce à l'emprunt. Une entreprise a avantage à emprunter lorsque la rentabilité de l'investissement est supérieure au coût du capital; elle bénéficiera d'autant plus de cette rentabilité différentielle que son endettement est élevé par rapport à son patrimoine. C'est cet accroissement de la rentabilité différentielle que l'on appelle « effet de levier ».

**Finance externe ou endettement** : financement des dépenses d'un agent économique par des ressources d'emprunt.

**Finance interne ou autofinancement** : financement des dépenses d'un agent économique par ses ressources propres.

**Insolvabilité** : situation dans laquelle les dettes d'un individu dépassent ses actifs.

**Intermédiaire financier** : entreprise dont l'activité consiste à emprunter pour reprêter les fonds ainsi collectés. L'intermédiaire financier émet, ou vend, des dettes et achète des créances.

**Liquidité** : une dette est liquide si sa valeur varie peu en cas de revente.

**Taux de liquidité de l'économie** : rapport entre la masse des moyens de paiement liquides et le produit national. Rapport inverse de la vitesse de circulation de la monnaie.

**Substituabilité entre actifs** : deux actifs financiers sont des substituts parfaits si, en cas de baisse du rendement de l'un, les épargnants reportent leur épargne sur l'autre, dont le rendement n'a pas changé. Des traitements fiscaux différenciés réduisent la substituabilité des actifs financiers.

**Taux créditeurs** : taux d'intérêt sur les dépôts et, de façon extensive, sur toutes les formes de placements financiers.

**Taux débiteurs** : taux d'intérêt sur les crédits.

**Taux de rendement explicite** : taux d'intérêt.

**Taux de rendement implicite** : rémunération en nature d'un dépôt sous forme notamment de services ou d'avantages non tarifés au déposant.

**Taux d'intérêt nominal** : taux de rendement explicite spécifié sur une valeur des placements en francs courants.

**Taux d'intérêt réel** : taux de rendement explicite calculé en francs constants. Le taux d'intérêt réel est le taux nominal diminué du taux d'inflation.

**Vitesse de circulation de la monnaie** : inverse du taux de liquidité de l'économie.



# Liste des figures et des tableaux

## Figures

- 1 La baisse séculaire des taux d'intérêt 17
- 2 Diversification du portefeuille et réduction du risque 23
- 3 Instruments de placement, structure de l'épargne et monnaie 47
- 4 Offre de monnaie, demande de monnaie et niveau général des prix 51
- 5 L'évolution de la répression financière 81
- 6 La place des crédits privilégiés dans le total des crédits 84
- 7 Contrôle des taux d'intérêt et répression financière 87
- 8 Encadrement et rationnement 89
- 9 Répression des taux et efficacité de l'investissement 101
- 10 La décote des banques nationalisables 110
- 11 Offre et demande d'actions en fonction du cours boursier 111
- 12 La rente potentielle du monopole public 123

## Tableaux

- 1 Répartition des actifs des institutions financières 27
- 2 L'absence de pouvoir financier des banques 40
- 3 Part du secteur public dans les émissions sur le marché financier 58
- 4 Rôle des différentes institutions financières dans le financement à long terme 60
- 5 Taux de rendement des placements financiers, avant et après impôt 63
- 6 La rentabilité des banques 72
- 7 La rémunération de l'épargne. Taux créditeurs nominaux et réels en fin d'année 79
- 8 Le coût réel des crédits, normaux et privilégiés 83
- 9 Les bénéficiaires des crédits à taux privilégiés 85
- 10 Le coût de l'intermédiation bancaire dans divers pays 92
- 11 Facteurs de l'épargne et de l'investissement 103



# Bibliographie

- ALESSI L. de. « The Economics of Property Rights : a Review of the Evidence », dans Richard O. Zerbe (éditeur), *Research in Law and Economics*, 1980, JAI Press.
- ALTMAN E., JACQUILLAT B., LEVASSEUR M. « La rentabilité et le risque des secteurs industriels à la Bourse de Paris », *Analyse financière*, 2<sup>e</sup> trimestre 1973.
- BAUMOL W. *Business Behavior, Value and Growth*, McMillan, 1959.
- BLACK F. « Banking and Interest Rates in a World without Money », *Journal of Bank Research*, automne 1970.
- BLACK F. et FAMA F.E. « Banking in the Theory of Finance », *Journal of Monetary Economics*, janvier 1980.
- BOTTOMLEY A. « The Effect of Common Ownership of Land upon Resource Allocation in Tripolitania », *Land Economy*, 1963.
- BOUBLIL A. *Le socialisme industriel*, PUF, 1977.
- CAVES D.W. et CHRISTENSEN L.R. « The Relative Efficiency of Public and Private Firms in a Competitive Environment, the Case of Canadian Railroads », *Journal of Political Economy*, octobre 1980.
- CHAZELAS M., DAUVISIS J.F. et MAAREK G. « L'expérience française d'encadrement du crédit ». Actes du séminaire des banques centrales, *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n<sup>o</sup> 6, 1978.
- COHEN-TANUGI P. et MORRISSON C. *Salaires, intérêts, profits dans l'industrie française*, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, 1979.
- Commissariat général du Plan, *La réévaluation des bilans*, La Documentation française, 1977.
- Commission des opérations de Bourse, *Les actionnaires, les Français et le marché des actions*, La Documentation française, 1981.
- DAVIES D.G. « Property Rights and Economic Behavior in Private and Government Enterprises : the Case of Australia's Banking System », ronéoté, Duke University, août 1978, cité par L. de Alessi.
- DELESTRE M. et MAIRESSE J. *La rentabilité des sociétés privées en France, 1956-1975*, Insee, février 1978.
- DODD P. « Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, juin 1980.
- DREYFUS P. « The Efficiency of Public Enterprise : Lessons of the French Experience », dans W.T. Baumol (éditeur), *Public and Private Enterprise in a Mixed Economy*, McMillan, 1980.
- EDWARDS F.R. « Managerial Objectives in Regulated Industries : Expense Preference Behavior in Banking », *Journal of Political Economy*, 1977.
- FELDSTEIN M.S. et SUMMERS L. « Inflation and the Taxation of Capital Income in the Corporate Sector », *National Tax Journal*, décembre 1979.
- FISHER I. *The Theory of Interest*, 1930.

- FOURÇANS A. *La politique de la monnaie*, Economica, 1976.
- FRY M.J. « Interest Rate Policy in India », *A Study Prepared for the Asian Department of the International Monetary Fund*, ronéoté, février 1981.
- GALLAIS-HAMONNO G. *Les nationalisations... A quel prix? Pour quoi faire?* PUF, 1977.
- GAUDICHET F. « La transformation financière en France de 1959 à 1978 », Banque de France, *Bulletin trimestriel*, mars 1980.
- GLASSMAN C.A. et RHOADES S.A. « Owner vs. Manager Control Effects on Bank Performance », *The Review of Economics and Statistics*, mai 1980.
- GOLDSMITH R.W. *Financial Structure and Development*, Yale University Press, 1969.
- GROSSMAN S.J. et HART O.D. « Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation », *The Bell Journal of Economics*, printemps 1980.
- GROSSMAN S.J. et HART O.D. « The Allocational Role of Takeover Bids in Situations of Asymmetric Information », *The Journal of Finance*, mai 1979.
- GURLEY J.G. et SHAW E.S. *Money in a Theory of Finance*, Brookings, 1960.
- HABERER J.Y. « Les fonctions du Trésor et la politique financière », *Les cours de droit*, 1978.
- HANNAN T.N. et MAVINGA F. « Expense Preference and Managerial Control : the Case of the Banking Firm », *The Bell Journal of Economics*, automne 1980.
- HAWKINS R.G. « Indicative Planning and the Efficiency of French Capital Markets », dans A. Sametz (éditeur), *Financial Development and Economic Growth — The Economic Consequences of Under-developed Capital Markets*, New York University Press, 1972.
- HEGDESTAD A. et MINGO J. « Prices, Non-prices and Concentration in Commercial Banking », *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 1, 1976.
- HILFERDING R. *Le capital financier*, Éditions de Minuit, 1970.
- JACQUILLAT B. et SOLNIK B. *Les marchés financiers et la gestion de portefeuille*. Dunod, 1974.
- JAFFEE D.M. et ROSEN K.T. « Estimates of the Effectiveness of Stabilization Policies for the Mortgage and Housing Markets », *Journal of Finance*, juin 1978.
- JOHNSON H.G. « Problems of Efficiency in Monetary Management », *Journal of Political Economy*, septembre-octobre 1968.
- LAPP J. « Market Structure and Advertising in the Savings and Loan Industry », *Review of Economics and Statistics*, mai 1976.
- LEVASSEUR M. et OLIVAUX J.C. « Théorie du financement des entreprises et évolution de la fiscalité française », *Revue économique*, 1981.
- LEVY-GARBOUA V. et RENARD I. « Une étude statistique de la rentabilité des banques en 1974 », Banque de France, *Cahiers économiques et monétaires*, n° 5.
- MARKOWITZ H.M. « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, mars 1952.
- MARRIS R. *L'entreprise capitaliste moderne*, Dunod, 1971.
- MCKINNON R. *Money and Capital in Economic Development*, Brookings, 1973.
- MÉLITZ J. *Primitive and Modern Money : an Interdisciplinary Approach*, Addison-Wesley, 1974.
- MÉLITZ J. « The French Financial System : Mechanisms and Propositions of Reform », Insee, juillet 1980.
- MILLER M.H. « Debt and Taxes », *Journal of Finance*, mai 1977.
- MILLER M.H. et MODIGLIANI F. « The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment », *American Economic Review*, juin 1958.

- MODIGLIANI F. et BRUMBERG R. « Utility Analysis and the Consumption Function : an Interpretation of Cross-section Data », dans K. Kurihara (éditeur), *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, 1954.
- MONSEN R.J. et DOWNS A. « A Theory of Large Managerial Firms », *Journal of Political Economy*, juin 1965.
- MONSEN R.J. et WALTERS K.D. « State Owned Firms : a Review of the Data and Issues », dans L.E. Preston (éditeur), *Research in Corporate Social Performance and Policy*, vol. 2, JAI Press, 1980.
- NAURISSE A. *Histoire du franc*, PUF, 1963.
- NORTH D.C. et THOMAS R.P. *The Rise of the Western World*, Cambridge University Press, 1973.
- Rapport du groupe de réflexion sur *Le développement des initiatives financières locales et régionales*, présidé par J. Mayoux, La Documentation française, 1979.
- Rapport sur le marché monétaire et les conditions du crédit*, par MM. R. Marjolin, J. Sadrin et O. Wormser, La Documentation française, 1969.
- ROSA J.J. « Théorie politico-économique de la firme syndicale », *Vie et sciences économiques*, 1981.
- SCHALL L.D. et HALEY C.W. *Introduction to Financial Management*, McGraw-Hill, 1977.
- SCHERER F. *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Rand McNally, 1970.
- SCOTT K.E. « The Uncertain Course of Bank Deregulation », *Regulation*, mai-juin 1981.
- SHARPE W.F. « Decentralized Investment Management », *Journal of Finance*, mai 1981.
- SHAW E.S. *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, 1973.
- TOBIN J. « Banks as Creators of Money » (1963), reproduit dans D. Hester et J. Tobin (éditeurs), *Financial Markets and Economic Activity*, Yale University Press, 1967.
- WHITE L. « Price Regulation and Quality Rivalry in a Profit Maximizing Model : the Case of Bank Branching », *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 1, 1976.
- WILLIAMSON O. « Managerial Discretion and Business Behavior », *American Economic Review*, décembre 1963.
- WILLIAMSON O. *Markets and Hierarchies—Analysis and Antitrust implications*, The Free Press, 1975.

**Dépôt légal : quatrième trimestre 1981.**

**Composé en Times Monotype 327**

**par Gerbaud et Cie, Paris.**

**Imprimé par l'Imprimerie des Presses  
Universitaires de France, à Vendôme.**

**Imp. n° 27 887**

**ISBN 2 86590 000 2**

