



Développement des marchés de capitaux Quels enseignements de l'expérience française (1983-1990)

**Séminaire de clôture
Tunis, le 23 mai 2013**

**Françoise Drumetz
Directeur de la coopération extérieure**

Le débat

Rôle de la déréglementation financière (« consensus de Washington ») dans les **crises des années 1990 en Asie, en Amérique latine ... mais politiques macroéconomiques, réglementation et supervision prudentielles défailtantes**

Des appréciations divergentes ...

la déréglementation financière conduit à un **comportement à risque des banques** (Kaminsky et Reinhart, 1999), un **endettement insoutenable** (Tornell et Westerman, 2005) qui favorise l'apparition de **bulles** (Allen et Gale, 2000)...

a contrario, la déréglementation financière rend **l'allocation de capital plus efficace, ce qui accroît la croissance et la productivité** (Bekaert et al., 2005), **le taux d'investissement** (Henry, 2000) ...

... Mais des éléments non pris en compte (Kaminsky et Schmukler, 2008) : **séquence des réformes, qualité des institutions** → **pertinence de l'exemple de la France des années 1983-1990.**

- 1. Un « big bang » financier (1983-1990)**
- 2. Intégration dans le cadre de politique économique**
- 3. Conséquences pour la politique monétaire**

1. Un « big bang » financier

- Pourquoi ? Un assouplissement de la réglementation et une ouverture des marchés rendus nécessaires par les limites de + en + apparentes de l'« économie d'endettement » (1/2)

- **économie d'endettement** : intermédiation bancaire prédominante, **concurrence faible** entre institutions, **strict contrôle par la banque centrale** de la distribution de crédit et des opérations financières avec l'étranger
- limites de ce régime de financements administrés : **permissivité à l'égard de l'inflation, coût excessif de l'intermédiation, faible efficacité dans l'allocation des ressources financières**, besoins grandissants d'emprunt de l'Etat et des autres agents qui sont de plus en plus difficilement satisfaits ;
- en particulier, **limites du contrôle des changes** : ne peut que retarder les ajustements nécessaires (**6 dévaluations de 1979 à 1987**), coûts administratifs élevés, dérogations, innovations financières.

Pourquoi ? Un assouplissement de la réglementation et une ouverture des marchés rendus nécessaires par les limites de + en + apparentes de l'« économie d'endettement » (2/2)

- pas de confrontation globale de l'offre et de la demande de capitaux, **seules les banques peuvent procéder à des arbitrages entre titres courts et longs**
- d'où objectif principal de la réforme : **créer un marché des capitaux unifié allant du jour le jour au très long terme, ouvert à tous les agents économiques**
- les **pouvoirs publics** ont très largement déterminé le calendrier de la déréglementation mais sa mise en œuvre, échelonnée sur 10 ans, s'est effectuée de **manière progressive, en étroite concertation avec les professionnels** . Succès car **demande des agents**.

1. Un « big bang » financier

Déréglementation et développement des marchés de titres français (1/4) :

- *création en 1985 d'un véritable marché monétaire :*

- jusqu'en 1985, le marché monétaire n'était accessible qu'aux banques et aux ENBAMM ;
- la réforme distingue le **marché interbancaire (EC)** et le **marché des bons du Trésor et des TC** **accessible à l'ensemble des agents économiques** ; d'où le développement des OPCVM qui a permis de rémunérer les placements liquides des ANF à taux de marché ;
- ces nouveaux instruments financiers (billets de trésorerie émis par ANF, CDs par les EC, BMTN) permettent d'instaurer un **continuum d'échéances entre le très CT (10 jours) et le seuil du marché obligataire (3 ans depuis 1993)**.

1...Un « Big bang financier »

Déréglementation et développement des marchés de titres français (2/4) :

- *à partir de 1986, réforme des méthodes d'émission des titres publics afin de les rendre attrayants et en réduire le coût :*

- produits d'emprunt en nombre restreint et définis selon les **usages de marché**, émissions réalisées selon un **calendrier défini à l'avance**
- recours à la technique de l'**assimilation** pour constituer des gisements importants sur les différentes échéances, émissions réalisées par **adjudications au prix de soumission**

1... Un « big bang » financier

Déréglementation et développement des marchés de titres français (3/4) :

- *à partir de 1983, innovations financières et réforme de l'organisation de la Bourse de Paris :*
 - 1983 : **libéralisation des conditions d'émission des valeurs mobilières** (certificats d'investissement, titres participatifs, obligations remboursables en actions, titres subordonnés à durée indéterminée) ;
 - 1984 : **ouverture internationale** du marché primaire obligataire ;
 - 1986 : mise en place **d'instruments de couverture des risques** ;
 - 1988 : **réforme de l'organisation de la Bourse.**

1... Un « big bang » financier

Déréglementation et développement des marchés de titres français (4/4) :

- *s'inscrivent dans un champ de mesures plus vaste, visant à accroître la concurrence entre établissements et entre produits financiers :*
 - **unification du marché du crédit** : en 1984, la nouvelle loi bancaire a supprimé toutes les restrictions à nature des établissements de crédit et a unifié leur mode de réglementation et de surveillance ;
 - **l'encadrement du crédit**, qui limitait depuis 1973 le volume des prêts distribués par le système bancaire qui restreignait la concurrence entre EC, **est définitivement supprimé en 1987** ;
 - le **contrôle des changes**, qui existait avec des contraintes variables depuis plus de 50 ans, a été **graduellement levé à partir de 1986 puis abrogé en janvier 1990**.

Insertion dans une réorientation d'ensemble anti-inflationniste du cadre de politique économique (1/2) : la macroéconomie

- **réorientation de la politique monétaire à partir de 1983** : priorité à la lutte contre les tensions inflationnistes, ancrage du franc au DEM qui conduit à une hausse des taux d'intérêt nominaux et réels ;
- **adaptation de l'économie** : désindexation relative des salaires (évoluant désormais selon une prévision d'inflation), hausse des gains de productivité → **déplacement du partage de la VA en faveur des entreprises**, ce qui permet le **démantèlement des financements à taux privilégié en dépit de la hausse des taux d'intérêt réels** ;
- nécessité pour **l'Etat de pratiquer une politique budgétaire soutenable** et de favoriser l'innovation financière afin d'accroître le financement par titres négociables du déficit, **ces titres devant attirer les investisseurs R et NR, et de limiter le coût de gestion de la dette** résultant de la hausse des taux d'intérêt (baisse prime de risque).

Comment ? Insertion dans une réorientation d'ensemble du cadre de politique économique (2/2) : la politique de stabilité financière

- nouvelle loi bancaire de 1984 qui unifie le cadre de surveillance, le rend plus efficace dans un contexte de concurrence accrue entre EC et d'ouverture graduelle du compte financier ; mise en œuvre progressive des standards internationaux de supervision prudentielle (Bâle I) ;
- privatisation de banques publiques à partir de 1986 ;
- en retour, la crédibilité du *policy mix* et le développement de marchés de titres profonds et efficaces ont réduit le risque d'une réallocation massive des portefeuilles en faveur de titres étrangers consécutivement à la levée progressive du contrôle des changes ; l'augmentation des IP et ID français à l'étranger a été plus que compensée par une hausse des investissements des NR .

3. Conséquences pour la politique monétaire

Conséquences pour la stratégie, la conduite, les mécanismes de transmission et les indicateurs de politique monétaire

stratégie : doit être claire et transparente, orientée vers l'avenir ; les écarts entre l'objectif et les réalisations doivent être justifiés ;

conduite : le taux d'intérêt devient l'instrument principal de la politique monétaire ; influence sur la courbe des rendements ;

mécanismes de transmission : les taux s'ajustent à toute information nouvelle ; les effets de la politique monétaire ne se transmettent pas seulement via les IF ; influence plus grande des taux d'intérêt à LT ;

indicateurs : la relation entre un agrégat monétaire et l'inflation devient plus complexe et moins étroite du fait de l'élargissement des possibilités de substitution entre actifs financiers dont la gamme est considérablement étendue avec la libéralisation financière.

3. Conséquences pour la politique monétaire

Conséquences pour la mise en œuvre de la politique monétaire

réforme du dispositif d'intervention : procédures administrées – fixing quotidien du TJJ interbancaire par la BC etc. – font place à des procédures de marché transparentes : deux taux (appels d'offres, prises en pension à 5 – 10 jours) qui encadrent le TJJ, interventions à *l'open market* sur le marché des TC, suppression des refinancements privilégiés etc.

rôle des réserves obligatoires : rendu plus délicat par la liberté totale des mouvements de capitaux et l'innovation financière ;

contenu en information des données de marché : avec l'élargissement de la gamme des instruments financiers et des intervenants, le marché reflète les anticipations des opérateurs sur l'évolution des taux courts, d'où un contenu en information très utile pour la BC.

- **Le développement des marchés de capitaux et la levée du contrôle des changes doivent aller de pair ou, mieux encore, être précédés par la mise en œuvre de réformes visant à renforcer l'économie réelle et sa compétitivité afin qu'elles puissent en supporter les effets.**
- **L'ouverture du compte financier doit être coordonnée avec la libéralisation du système bancaire, le développement des marchés financiers et l'amélioration de la réglementation et de la supervision prudentielles.**
- **L'ensemble des politiques économiques doit être orienté vers ce but.**
- **Le choix d'un régime de change approprié et d'une ancre nominale de nature à encadrer les anticipations d'inflation est crucial.**
- **La séquence des réformes dépend des objectifs des réformes à entreprendre et des caractéristiques de l'économie considérée.**