

COMPTE RENDU : *FINANCIAL MARKET HISTORY**

Jean-Marie GAGNON
Université Laval
jean-marie.gagnon.2@ulaval.ca

INTRODUCTION

Ce livre est d'un intérêt plus général que ne le laissent entendre son titre et le caractère spécialisé de sa maison d'édition, dont les ouvrages s'adressent aux analystes financiers. Mais, comme le secteur financier interagit avec le réel¹, cette monographie devrait intéresser tous les économistes, ainsi que les praticiens et chercheurs en finance.

L'oeuvre résulte de la collaboration de 22 coauteurs, universitaires de premier plan dont les courtes biographies sont présentées en introduction.

Nonobstant son titre, l'ouvrage ne présente pas une histoire de la finance, mais plutôt une série de 15 essais sur le développement de certains champs d'activité de cette discipline. Ils seront utiles, au premier chef, à ceux qui participent à la réglementation des marchés financiers, en second lieu, aux gestionnaires de portefeuille, y compris les responsables des politiques monétaire et fiscale, et, finalement, à ceux qu'intéresse l'histoire économique.

1. RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS FINANCIERS

Charles Goodhart² rapproche les notions de micro et macroprudence³. Dans le premier cas, le régulateur s'intéresse aux entreprises considérées isolément. Dans le second, il surveille un secteur d'activité pris dans son ensemble et, à la

*L'auteur remercie Marie-Claude Beaulieu, Nabil Khoury et Bruce Shearer pour leurs commentaires et suggestions, qui ont contribué à l'amélioration de ce texte.

1. Dans son introduction, Brown suggère que la relation est significative. Voir aussi Eichengreen (chap. 17, *Financial History in the Wake of the Global Financial Crisis*, p. 266-279).

2. Chap. 11, Charles Goodhart, *Financial Crises*, p. 187-204.

3. p. 191.

limite, ne considère pas les interactions entre les organisations. Selon l'auteur, les surveillants du système bancaire ont tendance à pratiquer la microprudence. Plus leurs normes et directives sont précises, plus les résultats et bilans des entreprises soumises à leur juridiction tendront à se ressembler. La corrélation entre ces variables augmentera et, par conséquent, le risque systémique également. C'est là un effet paradoxal opposé à celui que dicterait la macroprudence. Cette observation s'applique également à la norme qui consiste à dresser les états financiers à partir des valeurs marchandes des éléments d'actif⁴, par opposition aux valeurs comptables, parce qu'elle fait croître la sensibilité des résultats des entreprises, et donc de leur secteur, aux variations cycliques.

Goodhart considère qu'au cours des crises financières les banques ont été traitées à peu près comme des services publics nationalisés⁵. Est-ce à dire que le taux de rendement de leur actif devrait éventuellement être contrôlé comme l'est déjà celui des services réglementés ?

Dans la plupart des secteurs d'activité, l'annonce de la faillite d'un concurrent constitue une « bonne » nouvelle. Mais, il n'en va pas ainsi dans le domaine bancaire : elle pourrait déclencher le retrait de la clientèle qui redoute un effet de contagion. Aussi intéressantes soient-elles, ces considérations ne prennent pas en compte l'assurance-dépôts et la surveillance gouvernementale, qui rendent fort peu probable une panique bancaire dans les pays qui les ont instituées, ce que ne mentionne pas Goodhart.

Burhop et Chambers⁶ s'intéressent à l'histoire des Premiers Appels Publics à l'Épargne (PAPE). Leur essai, l'un des plus importants du volume, traite du phénomène de leur sous-évaluation. Ce terme désigne le trajet du prix de l'action ordinaire d'un PAPE. Lors de la première journée en bourse, le cours est généralement haussier, à partir du prix d'émission jusqu'à celui de la fermeture. Pendant les trois à cinq années suivantes, il descend à un niveau tel que son rendement est inférieur à celui des actions plus anciennes. Toutefois, cette description de la dernière partie du parcours est contestée, puisqu'elle dépend de l'ensemble auquel sont comparées les actions des PAPE.

Une hypothèse plausible avancée par les auteurs suggère que la sous-évaluation initiale des actions des PAPE constitue une rente⁷ que se partagent les institutions qui financent l'opération et leurs clients institutionnels. Selon Rutterford et Hannah⁸, le contrôle croissant des banques commerciales sur les PAPE et une réglementation plus serrée ont entraîné non pas une diminution, mais une croissance de

4. p. 195

5. p. 189.

6. Chap. 8, Burhop, Carsten and David Chambers, *Initial Public Offerings : A Historical Overview*, p. 132-146.

7. p. 139

8. Chap. 14, Rutterford, Janette and Leslie Hannah, *The Rise of Institutional Investors*, p. 242-263

la sous-évaluation⁹. À tout le moins, ce phénomène a-t-il échappé à la réglementation. Échappera-t-il aussi à l'évolution de la technologie, qui pourrait permettre à l'émetteur de traiter directement avec l'investisseur et contourner l'inefficacité de la réglementation¹⁰? Ces questions ne sont pas soulevées.

Goetzmann¹¹, pour sa part, étudie les données sur les emballements boursiers suivis ou non de krachs. Il observe¹² qu'une hausse de 100 % des cours dans une année est plus fréquemment suivie d'une nouvelle hausse d'égale ampleur que d'une baisse de 50 % et conclut que la perte d'investissements productifs peut constituer le coût d'option de l'éclatement d'une bulle par le régulateur¹³, ou encore de l'ajustement de son portefeuille par l'investisseur.

Nous regrettons que l'essai ne comprenne pas un appariement des bulles boursières et des politiques fiscales et monétaires concomitantes et de leur effet sur le secteur réel, ce qui permettrait une interprétation juste des données.

Rutterford et Hannah¹⁴ attribuent la croissance des investisseurs institutionnels, notamment, à deux facteurs : l'arrivée, parmi les actionnaires, d'épargnants dont le niveau de richesse ne se situe pas aux échelons les plus élevés de l'échelle¹⁵ et l'intervention des gouvernements¹⁶. Au nombre des conséquences de cette évolution, on compte l'accroissement de l'espace occupé par les actions dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, ainsi qu'une forte impulsion à la pratique de mesurer la performance des gestionnaires de portefeuille des caisses de retraite¹⁷.

Question : est-ce que la croissance des régimes de retraite à cotisations déterminées, dont les membres délèguent souvent les choix d'investissement aux gestionnaires, aura un effet similaire à celui de l'arrivée dans le marché des investisseurs moins fortunés ?

Rutterford et Hannah écrivent que l'on devait attendre des investisseurs institutionnels de nombreuses améliorations dans la gouvernance des entreprises, y compris la réduction des coûts d'agence, l'allocation du capital et la performance des investisseurs. Ils hésitent à conclure que ces résultats ont été obtenus. Ces hy-

9. p. 258

10. Toutefois, il est noté par Burhop et Chambers (p. 142 et 143) qu'un taux plus élevé de la survie des sociétés qui ont eu recours à des PAPE semble associé à une réglementation plus stricte.

11. Chap. 9, William N. Goetzmann, *Bubble Investing : Learning from History*, p. 149-167.

12. p. 164

13. p. 165

14. *Op. cit.*

15. p. 244

16. p. 245

17. Attribuée à l'adoption aux États-Unis, en 1974, de ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*), p. 254.

pothèses sont plausibles, mais devraient être testées de façon explicite¹⁸. Notons que les actionnaires activistes se sont donné le rôle de corriger cette situation.

Réflexion : plusieurs observations des essais de l'ouvrage rappellent l'effet de capture des régulateurs par les réglementés proposé par Stigler (1971) : les comportements observés sont compatibles avec sa théorie.

2. GESTION DE PORTEFEUILLE

Dimson *et al.*¹⁹ présentent en plusieurs tableaux les taux de rendement, les primes de risque, l'inflation et les taux de change, de 1900 à 2015, dans 23 pays, par catégorie de titres. Ces données auraient été beaucoup plus utiles aux historiens et gestionnaires si elles avaient été accompagnées d'une analyse de la matrice des coefficients de corrélation. Cette dernière permettrait d'analyser l'évolution des marchés et, notamment, l'efficacité de la diversification internationale qui, nous semble-t-il, est en décroissance, du moins entre certains pays industrialisés. L'essai comprend aussi des données sur la pérennité des industries, qui seront utiles aux économistes en organisation industrielle. Une deuxième réserve s'impose : le lecteur devrait accompagner sa lecture de celle de l'article de Jorion et Goetzmann (1999), qui incite à ne pas tenir pour universel le niveau des primes de risque observées aux États-Unis. Les responsables de la politique monétaire liront avec profit les articles d'Accominotti²⁰, qui signale la haute volatilité du rendement réalisé sur le marché des changes, et de Spaenger²¹, qui suggère que la diversification constituerait l'effet le plus important des biens durables sur l'épargne des ménages²².

3. HISTOIRE FINANCIÈRE

Deux essais seront sans doute utiles aux historiens de la finance, soit ceux d'Annaert *et al.*²³ et d'Eichengreen²⁴. On constate que la technologie facilite l'accès aux données, dont la quantité est en croissance continue. Il en résulte toutefois un danger important, celui de la concentration des chercheurs sur les données facilement accessibles²⁵. Eichengreen signale la tentation de rassembler

18. p. 257-260

19. Chap. 1, Dimson, Elroy, Paul Marsh and Mike Staunton, *Long-Term Asset Returns*, p. 2-26. Les figures 1.5 et 1.6, surchargées, sont d'une lecture difficile.

20. Chap. 4, Accominotti, Olivier, *Foreign Exchange Markets and Currency Speculation : Historical Perspectives*, p. 66-85.

21. Chap. 5, Spaenger, Christophe, *The Long-Term Returns to Durable Assets*, p. 86-95.

22. p. 95

23. Chap. 3, Annaert, Jan, Frans Buelens and Angelo Riva, *Financial History Databases : Old Data, Old Issues, New Insights ?*, p. 44-65.

24. *Op. cit.*

25. p. 46

d'abord les sources de données et d'adapter ensuite les questions de recherche au matériel disponible²⁶. Ce problème est important et concerne tous les chercheurs.

Le rôle problématique des agences présumément indépendantes²⁷ est également noté.

CONCLUSION

L'histoire des PAPE illustre bien le caractère difficile de la tâche des régulateurs. Encore, puisque le mouvement risque de s'étendre, la remise en cause récente, aux États-Unis, du régime de réglementation du marché des capitaux devrait susciter l'intérêt d'un grand nombre de praticiens et d'observateurs pour ce livre. Le nombre élevé de contributeurs aux intérêts différents force le lecteur à lire les essais comme des pièces d'anthologie dont il devra lui-même formuler la synthèse, tirer les leçons et formuler ses propres hypothèses.

BIBLIOGRAPHIE

- CHAMBERS, D. et E. DIMSON (eds.) (2016) : *Financial Market History*. CFA Institute, University of Cambridge Judge Business School.
- JORION, P. et W. GOETZMANN (1999) : « Global Stock Markets in the Twentieth Century », *Journal of Finance*, 54(3), 953–980.
- NACIRI, A. (2015) : *Credit Rating Governance : Global Credit Gatekeepers*. Routledge, 251 p.
- (2017) : *Sovereign Credit Rating : Questionable Methodologies*. Routledge, 167 p.
- STIGLER, G. J. (1971) : « The Theory of Economic Regulation », *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1), 3–21.

26. p. 275

27. p. 273, voir aussi Naciri (2017) et Naciri (2015). Ces ouvrages traitent du problème d'asymétrie de l'information engendrée par les agences de notation.