

La France peut elle se développer sans industrie ?

Une réponse dans l'histoire boursière

DAVID LE BRIS

Résumé

Le développement économique signifie une création de richesse supplémentaire. Le profit indique une création de richesse car la valeur des biens et services vendus est supérieure à celle de ceux consommés par l'entreprise. La création de richesse est ainsi mesurée en permanence par la Bourse qui valorise les profits futurs des entreprises. L'étude de long terme des capitalisations boursières fournit donc un indicateur irremplaçable des entreprises créatrices de richesses selon les époques.

Une nouvelle base de données de long terme sur les entreprises françaises cotées à la Bourse de Paris est utilisée. Depuis 1854, la capitalisation boursière des différents secteurs est mesurée chaque année. Il apparaît que l'industrie a presque toujours été minoritaire. Sous cet angle, l'«ère industrielle» semble récente et de courte durée. La sidérurgie n'a jamais dépassé les 10 % de la capitalisation totale et le reste de l'industrie progresse seulement à partir des années 1920 et régresse depuis les années 1960. A l'inverse, les banques ou les *utilities* dominant sur le long terme.

David Le Bris est doctorant en histoire à l'université Paris-Sorbonne et en gestion à l'université d'Orléans

Depuis le milieu du XIX^e siècle, il n'apparaît pas de corrélation entre la croissance économique et la part des entreprises industrielles. Cet épisode industriel doit pouvoir toucher à sa fin sans pour autant que la croissance française ne soit remise en cause.

Il est généralement admis que l'économie française connaît une évolution progressive de l'industrie vers les services. Le XIX^e siècle apparaîtrait ainsi comme celui de l'industrie et la fin du XX^e correspondrait à un passage graduel à l'ère des services. De là l'image convenue de l'économie française d'avant 1914 comme reposant sur de très puissantes entreprises industrielles, notamment sidérurgiques, dont Creusot-Schneider serait l'exemple emblématique. Or, aujourd'hui, et en conséquence de ces représentations traditionnelles, la disparition de certaines activités industrielles, et des emplois qui vont avec, suscite un profond émoi.

Pourtant, la France doit pouvoir continuer à créer des richesses supplémentaires avec moins d'entreprises industrielles. Pour mesurer cette création de richesse, l'étude en longue durée de la Bourse fournit un indicateur irremplaçable. En effet, la Bourse s'emploie chaque jour à mesurer les profits des entreprises. Un profit indique que les biens et services vendus par l'entreprise ont une valeur supérieure aux biens et services consommés : une richesse supplémentaire est créée par l'activité de l'entreprise. La Bourse valorise les profits futurs des entreprises cotées et dessine ainsi des capitalisations boursières variant en fonction de l'ampleur de la création de richesse. L'étude de la Bourse permet donc d'apprécier le fonctionnement économique d'une époque en mesurant les entreprises et les secteurs économiques qui créent le plus de richesses, c'est-à-dire ceux dont la capitalisation boursière est la plus élevée.

En retenant une définition large de l'industrie, soit tous les fabricants de produits, l'étude des capitalisations boursières à travers le temps donne une image très différente de l'opposition binaire entre une ère industrielle et une ère des services qui lui aurait succédé. Creusot-Schneider a toujours été un « nain » en termes de capitalisation boursière comparée à de grandes entreprises de services. De même, l'industrie en général ne pèse que très peu en Bourse avant l'entre-deux-guerres. Sur le long terme, les services financiers, l'énergie ou les services publics sont les sources majoritaires de profits.

L'essor de la part des capitalisations industrielles après la Seconde guerre mondiale découle d'abord de l'inflation et des nationalisations de 1945, qui ont fait presque disparaître ces activités de services et de réseaux de la cote boursière. Si l'on conjugue cela à la maturité des entreprises de la seconde révolution industrielle réalisée durant les « trente glorieuses », on comprend mieux pourquoi l'industrie atteint son apogée, en termes de capitalisation boursière, au début des années 1960. En revanche, depuis quelques décennies, les services financiers retrouvent leur place de long terme dans la création de richesses alors que les services publics exigent probablement une plus grande stabilité retardant un déploiement plus large qu'aujourd'hui. Parallèlement, depuis la Seconde guerre mondiale, de nouveaux services s'affirment et doivent pouvoir continuer à créer des richesses supplémentaires.

Signification de la capitalisation boursière

La capitalisation boursière, valeur actuelle des profits futurs, est une bonne indication des profits générés dans l'économie française. Identifier l'origine sectorielle de la capitalisation permet de distinguer les secteurs les plus créateurs de richesse au cours du temps. La concentration de la capitalisation sur quelques grandes valeurs qui dominent la cote permet d'en mesurer environ 80 % en étudiant seulement les quarante plus grandes entreprises – lesquelles, bien évidemment, varient au cours du temps.

La capitalisation boursière représente les profits générés dans l'économie française

La capitalisation boursière est une mesure de la création de richesse. Fondée sur la valeur actuelle des profits futurs, elle représente l'estimation par les investisseurs des richesses que l'entreprise doit créer ultérieurement. Le profit constitue une création de richesse car il indique que les biens et services vendus par l'entreprise ont une valeur supérieure aux biens et services consommés. Cette valeur

supplémentaire constitue une création de richesse. Selon la règle générale qu'un actif ne vaut que ce qu'il rapporte, la capitalisation reflète uniquement les profits réalisés par l'entreprise ou plus précisément les anticipations de profits¹. La valeur boursière intègre aussi bien les profits distribués que ceux mis en réserve et la politique de dividende ne semble avoir qu'un impact limité sur la valeur d'une entreprise². Le fait qu'une part importante des actions soit concentrée dans quelques mains ne modifie pas la valeur globale de l'entreprise³. En effet, c'est le nombre total des actions qui est utilisé pour calculer la capitalisation boursière et pas uniquement le « flottant », c'est-à-dire la part des actions qui sont effectivement échangeables sur le marché boursier. Le mode de financement des investissements (extérieur ou autofinancement, action ou dette, marché ou banques) n'a pas d'influence sur la valeur d'une entreprise. La capitalisation boursière n'a ainsi qu'un faible rapport avec la nature plus ou moins capitalistique de l'entreprise. Par exemple, la compagnie du canal de Suez devient dans les années 1920, la première capitalisation boursière française alors que l'essentiel de ses investissements ont été réalisés 60 ans plus tôt. Cette très forte capitalisation boursière représente uniquement les gigantesques profits dégagés par ses opérations. Il paraît également difficile de retenir l'idée selon laquelle certaines grandes entreprises sont tellement rentables qu'elles se dispensent de la bourse. En effet, en moyenne et sur le long terme, les actionnaires d'une entreprise rentable ont intérêt à la faire coter. La cotation permet de faciliter les transferts de propriétés et surtout de diversifier la structure d'un patrimoine. Les cas comme celui de la famille Mulliez aujourd'hui ne doivent être considérés que comme des contre-exemples « qui confirment la règle générale ».

La capitalisation boursière ne donne pas une image du profil économique du pays mais seulement de ses plus grosses entreprises. Il est nécessaire de distinguer la répartition de la capitalisation boursière et le profil économique du pays. Le secteur agricole, longtemps majoritaire en France n'est représenté que de manière anecdotique en bourse⁴. Nombre de secteurs sont trop dispersés pour que des entreprises puissent être cotées. Il existe donc un biais en mesurant les profits par la capitalisation boursière qui consiste à ne pas prendre en compte certains secteurs qui par nature se prêtent mal à la concentration. Toutefois, ce biais semble devoir agir en faveur d'une surreprésentation de l'industrie en Bourse. Il est probable que les activités de service avec des entreprises dispersées sont plus nombreuses que les activités industrielles dans le même cas. En effet, l'industrie tend à la concentration par les économies d'échelle que sa nature autorise. Une

indication de cette concentration est donnée par la part des emplois des quatre premières entreprises d'un secteur industriel. En 1969, celle-ci va de 37 % pour les filatures à 94 % pour les turbines ou 90 % pour le verre⁵.

Le profit est une bonne mesure du dynamisme économique. Les dividendes sont la part du profit reversée à l'actionnaire. La capitalisation reflète la valeur actuelle des futurs dividendes mais également la valeur des futurs profits réinvestis. Quelles sont les entreprises qui réalisent le plus de profits ? Dans une économie où la concurrence joue un minimum, les profits ne peuvent provenir que d'une meilleure adaptation de l'entreprise à son environnement. L'existence de profits importants attire des concurrents qui graduellement font baisser les marges du précurseur. Une forte capitalisation traduit donc un dynamisme de l'entreprise. Du côté de l'investisseur, il confie son épargne en fonction des perspectives de profits, ce sont mécaniquement les secteurs les plus porteurs qui sont bien valorisés. Une capitalisation boursière élevée reflète donc les entreprises les plus dynamiques d'une époque, celles qui tirent le développement du pays. Toutefois, dans une situation de concurrence imparfaite, des profits importants peuvent provenir d'une rente artificielle. Un monopole légal peut ainsi garantir des profits élevés qui ne peuvent être réduits par l'entrée de nouveaux concurrents. C'est probablement en partie le cas pour certains secteurs importants en Bourse comme les chemins de fer.

La financiarisation de l'économie est variable dans le temps. Comme le montrent Rajan et Zingales⁶ pour de nombreux pays, elle suit une courbe en forme de U entre 1914 et aujourd'hui. C'est également clairement le cas en France si l'on regarde le rôle joué par la Bourse dans l'économie. Mesuré par le rapport entre la capitalisation boursière des quarante premières valeurs et le PIB, ce taux de financiarisation dépasse 36 % en 1882 et reste au-dessus des 20 % à la veille de la Première guerre mondiale mais tombe à moins de 2 % à la fin des années 1940. Il connaît une forte ascension depuis vingt-cinq ans et dépasse les 70 % aujourd'hui⁷. L'étude ici présentée suppose que, quel que soit le degré de financiarisation, la répartition sectorielle de la partie cotée de l'économie n'en est pas affectée. Cette éclipse du rôle de la Bourse dans l'économie provient notamment des nationalisations. Les entreprises nationalisées continuent à exister et à générer des profits lorsque l'État en devient actionnaire mais en tenir compte devient impossible ici puisqu'elles ne sont plus cotées en Bourse. De plus, ces entreprises ont tendance à être moins créatrices de richesses, y compris lorsque les structures antérieures sont conservées. Face à cette baisse,

les contemporains constatent qu'« une entreprise avec l'État comme actionnaire ressemble à un châssis sans le moteur. Le moteur de l'entreprise privée étant la recherche du profit et la crainte de la faillite »⁸.

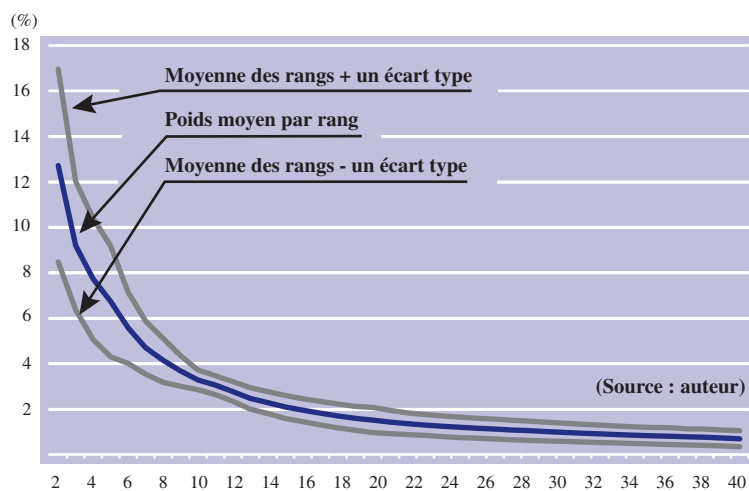
Le Cac 40 capte l'essentiel de la capitalisation boursière

Les quarante valeurs du Cac 40 concentrent l'essentiel de la capitalisation boursière française. La détermination de l'origine sectorielle des profits est réalisée à travers une nouvelle base de données sur la Bourse française depuis 1854. A l'image de l'actuel Cac 40, cette base contient les quarante premières capitalisations boursières au début de chaque année. En 1988, la Société des bourses françaises (ancêtre de NYSE-Euronext) a choisi de limiter le nombre d'actions dans son indice de référence à 40. Aujourd'hui, le Cac 40 représente environ 70 % de la capitalisation boursière totale. Ce pourcentage augmente lorsque l'on remonte dans le temps à près de 90 % au milieu du XIX^e siècle.

La pertinence de se limiter à quarante valeurs est confirmée par le poids nécessairement faible d'une 41^e action. Le graphique ci contre représente le poids de chaque rang, en moyenne, de 1854 à 2007, la première capitalisation pèse en moyenne 12,72 % et la quarantième 0,69 %.

Cette distribution est stable dans le temps, les deux extrêmes sont actuellement⁹ très proches de leur moyenne historique : la première capitalisation (Total) pèse 12,48 % lorsque la dernière (Air France) seulement 0,54 %. Les dix premières pèsent plus de 60 % alors que les dix dernières seulement 8 %. Cette concentration est d'autant plus surprenante que la France apparaît souvent comme le pays de la petite entreprise. Ainsi, en 1912, la France ne compte que 10 entreprises employant plus de 10 000 personnes contre 23 en Allemagne et 39 en Angleterre¹⁰. La distribution du poids des entreprises semble, y compris en France, obéir à une loi de puissance. Ce type de distribution a été mis en évidence pour la première fois par Pareto¹¹ dans le cas de la distribution des fortunes. « De telles distributions ultra étirées se manifestent fréquemment en économie. »¹²

Le poids moyen de chaque rang du Cac 40 (1854-2007)



Poids moyens 1854-2007

	Poids	Cumulé		Poids	Cumulé		Poids	Cumulé
1	12,72%	12,72%	15	1,95%	72,33%	29	1,01%	90,87%
2	9,19%	21,91%	16	1,82%	74,15%	30	0,97%	91,84%
3	7,72%	29,63%	17	1,70%	75,85%	31	0,94%	92,78%
4	6,73%	36,36%	18	1,59%	77,44%	32	0,91%	93,69%
5	5,57%	41,93%	19	1,52%	78,96%	33	0,88%	94,57%
6	4,70%	46,63%	20	1,43%	80,38%	34	0,85%	95,42%
7	4,15%	50,78%	21	1,35%	81,73%	35	0,82%	96,24%
8	3,67%	54,45%	22	1,30%	83,03%	36	0,81%	97,05%
9	3,28%	57,74%	23	1,25%	84,28%	37	0,78%	97,83%
10	3,05%	60,79%	24	1,20%	85,47%	38	0,76%	98,58%
11	2,77%	63,55%	25	1,15%	86,63%	39	0,73%	99,31%
12	2,46%	66,02%	26	1,12%	87,74%	40	0,69%	100,00%
13	2,28%	68,30%	27	1,07%	88,82%			
14	2,09%	70,39%	28	1,04%	89,86%			

Origine sectorielle des profits

La capitalisation boursière est une mesure des profits, c'est-à-dire de la création de richesses dans l'économie. Mesurés en termes relatifs par rapport aux services, l'industrie commence à générer d'importants profits que depuis les années 1920. Cette part des profits provenant de l'industrie décroît depuis les années 1960. A l'inverse, sur le long terme, quand une stabilité suffisante règne, les services (banques, services publics) et l'énergie sont les principaux créateurs de richesses.

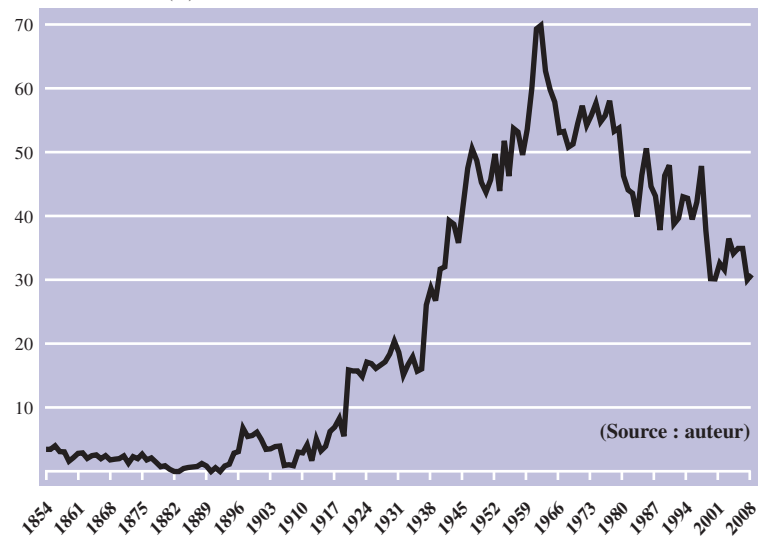
Une industrie fortement capitalisée n'est qu'un phénomène récent

Ce n'est qu'avec l'entre-deux-guerres que l'industrie voit sa capitalisation boursière (c'est-à-dire ses profits) s'affirmer et elle décline depuis les années 1960. L'industrie est ici entendue au sens large comme toutes les entreprises qui fabriquent des produits par opposition à celles qui les vendent ou qui vendent des services. Entre l'émergence d'un marché financier moderne et la Première guerre mondiale, et malgré l'image traditionnelle des maîtres de forges¹³, et les multiples conséquences de l'industrialisation¹⁴, l'industrie est quasiment absente de la Bourse. Le poids de l'industrie dans la capitalisation boursière totale est très limité (inférieur à 7%) jusque dans les années 1920. Alors seulement, avec ce que l'on nomme la « seconde révolution industrielle », l'industrie entame une phase ascendante continue qui culmine en 1961 avec un poids de plus de 69%¹⁵. Depuis cette date, et conformément à la vision classique de la désindustrialisation, la part des sociétés de services augmente progressivement. Le caractère en partie artificiel de la désindustrialisation que cache le recours accru à la sous-traitance par les entreprises industrielles ne peut être que marginal par rapport à l'ampleur du mouvement.

Quels sont donc les secteurs qui ont porté l'industrie vers des valorisations boursières élevées ? Pour analyse, les entreprises industrielles sont grossièrement réparties en cinq groupes : sidérurgie-métallurgie-constructions mécaniques, équipements électriques, automobile, chimie-électrochimie-pharmacie et un groupe divers essentiellement composé des entreprises agroalimentaires et plus

Poids de l'industrie (capitalisation boursière du secteur industriel sur la capitalisation totale)

Poids dans le Cac 40 (%)



récemment du luxe et de l'hygiène. Le secteur emblématique de l'industrie, la sidérurgie, a toujours été faiblement valorisé. Au XIX^e siècle, ce secteur ne dépasse pas 4 % de la capitalisation boursière. La sidérurgie atteint un sommet en 1960 avec plus de 16 %. Toutefois, ce record est probablement en partie artificiel car il correspond à une période où la sidérurgie est politiquement favorisée.

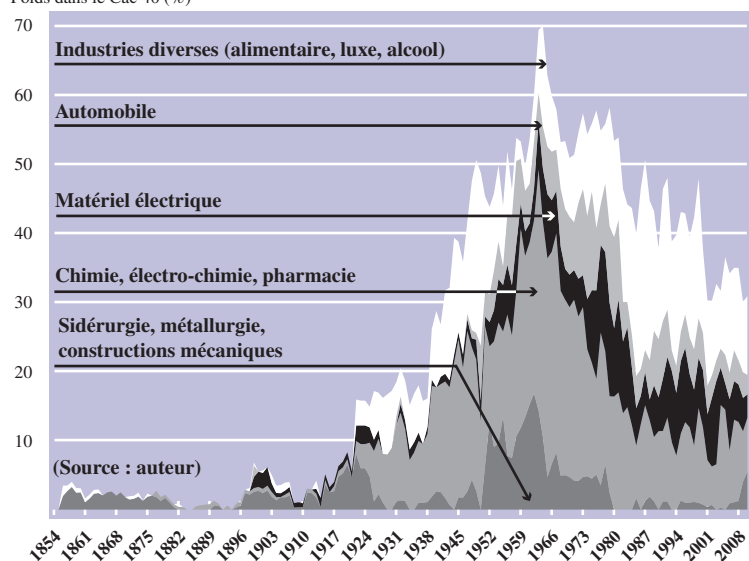
C'est avec la chimie et l'électrochimie que l'industrie s'impose véritablement en Bourse à partir des années 1930. Un secteur particulièrement profitable est celui de l'aluminium avec trois grosses capitalisations : Pechiney, Kuhlmann et Ugine. Aujourd'hui ce sont des entreprises pharmaceutiques qui maintiennent le niveau de ce groupe. Les entreprises de constructions électriques s'affirment progressivement au cours du siècle. Elles pèsent plus de 10 % de la capitalisation française des années 1970 aux années 2000 ; Alcatel¹⁶ était la première capitalisation boursière française en 1993. Elles sont depuis sur le déclin. Conformément

à sa diffusion chez les Français, l'automobile n'émerge que dans l'après-guerre et atteint ses sommets dans les années 1970 où ce secteur représente plus de 10% du Cac 40. Enfin, le groupe divers qui regroupe les autres entreprises industrielles (notamment alimentaires et luxe) entame lui aussi sa croissance dans les années 1920 et décroît depuis 1985 sans jamais avoir dépassé les 25% de l'indice. Au final, l'industrie n'a représenté plus de 50% de la capitalisation boursière française qu'entre 1948 et 1978.

La faible création de richesse de l'industrie avant 1914 ne semble pas être un phénomène purement français. Pour la seule sidérurgie, le « géant » français, Schneider, est bien loin de ses homologues étrangers. En 1907, en termes de capitalisation boursière, Krupp pèse quatre fois plus lourd et US Steel est vingt fois plus important. Dans le secteur de la chimie pourtant bien représenté dans l'industrie française, Rhône-Poulenc est un « nain » avec seulement 4 000 em-

Le poids des différents secteurs industriels

Poids dans le Cac 40 (%)



ployés en 1929 contre 110 000 pour IG Farben ou 50 000 pour Imperial Chemical Industries en Grande-Bretagne¹⁷. Toutefois, en Angleterre, marché le plus comparable et le seul pour lequel des données détaillées existent avant 1914, la faiblesse de l'industrie est identique à celle observée en France¹⁸. En 1870, la capitalisation boursière est en majorité constituée par les chemins de fer (76 %), suivis des banques (11 %), du secteur gaz et eaux puis de l'assurance, l'industrie étant une part du groupe divers qui ne représente que 7 % de la Bourse de Londres. En 1913, ce groupe divers est à 18 % tandis que la capitalisation boursière anglaise est dominée par les banques (19 %), les chemins de fer (16 %), les mines (15 %) et l'assurance (7 %).

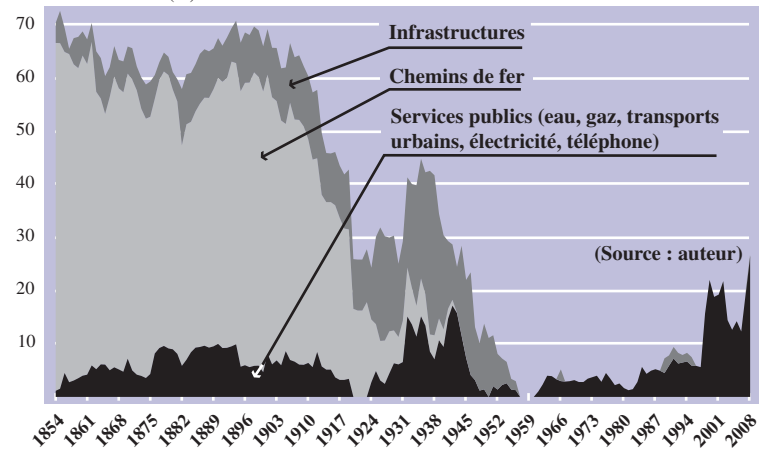
La banque, les services publics et l'énergie dominant sur longue période

Quelles sont donc les entreprises qui dominent la Bourse jusqu'à l'entre-deux-guerres et à nouveau depuis le début des années 1980 ? L'entreprise de service longtemps prépondérante est la compagnie de chemins de fer. Les chemins de fer constituent l'activité la plus dynamique du milieu du XIX^e siècle. Certains, comme Fogel¹⁹ (prix Nobel 1993) ont montré le faible impact réel des chemins de fer sur la croissance économique. Sur le plan boursier ce secteur est en revanche incontournable. Mais il est probable que sa domination se soit prolongée tardivement par le biais des subsides publics. En effet, des profits artificiels, car prélevés par l'impôt avant d'être reversés en subventions, sont obtenus par les compagnies en échange de la construction et de la gestion de lignes déficitaires. L'inflation des années 1920 fait s'écrouler la valeur réelle de ces subventions. Le poids des chemins de fer en Bourse diminue à la vitesse à laquelle l'inflation érode la valeur réelle de ces profits garantis et le secteur pèse moins de 6 % de la capitalisation boursière lorsqu'il est nationalisé en 1936.

Les autres entreprises de service public, essentiellement l'eau et le gaz, pèsent autour de 10 % avant 1914 soit nettement plus que l'industrie. Elles aussi voient leur poids s'écrouler à la suite de la Première guerre mondiale à cause de l'inflation qui fait monter leurs coûts alors que leurs prix de vente sont fixés par les contrats de concession. Entre les années 1921 et 1924, le secteur disparaît totalement du Cac 40. En 1924, dès le retour d'une certaine stabilité monétaire, elles connais-

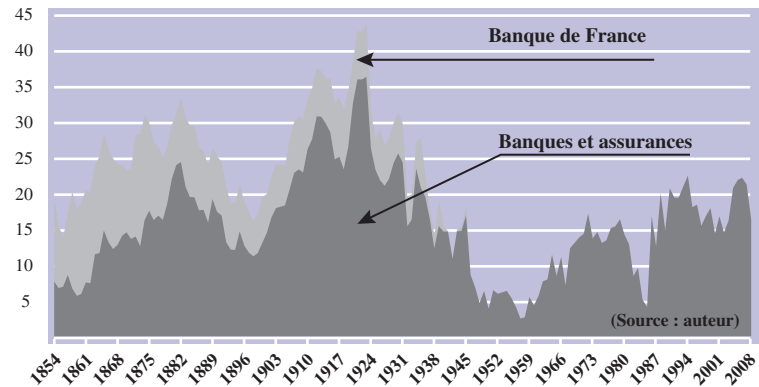
Poids des entreprises de services publics, avec les chemins de fer et infrastructures distingués

Poids dans le Cac 40 (%)



Poids des services financiers avec la Banque de France distinguée

Poids dans le Cac 40 (%)



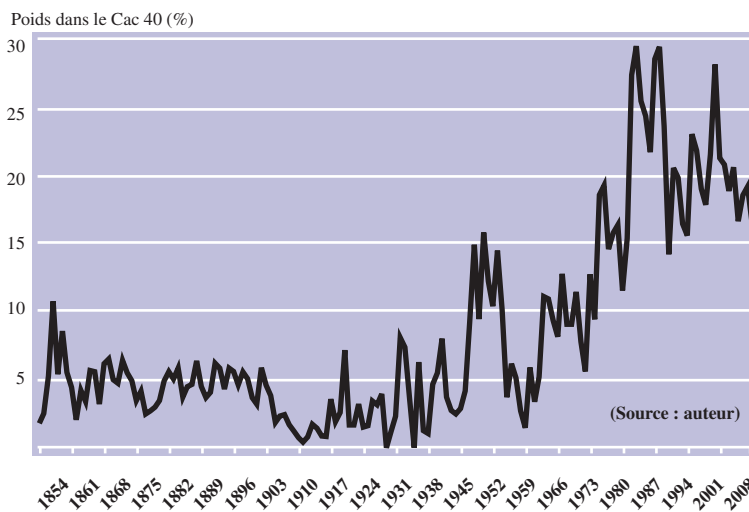
sent une nouvelle phase de croissance avec les entreprises de production et de distribution d'électricité. Les nationalisations de la Libération limitent le secteur « services publics » aux deux grandes entreprises de gestion des eaux, et seuls les mouvements de dénationalisation de ces dernières années permettent à ce secteur de retrouver un poids important. L'apparition spectaculaire du « nouveau » service que sont les télécommunications se manifeste clairement en 2000 avec une forte hausse de ce groupe.

Un autre groupe d'entreprises de concessions de services publics est celui des infrastructures. Présent depuis l'origine de la Bourse moderne (l'action des « Trois vieux Ponts sur la Seine » est l'une des premières cotées à Paris), ce secteur connaît son maximum avec le succès du Canal de Suez. Ainsi, en 1936, la réussite du canal conjuguée avec la déprime boursière française font de Suez, la première capitalisation française avec 23 % du Cac 40. Les nationalisations dans les pays d'accueil font disparaître les infrastructures sorties indemne des effets de l'inflation (Suez et le Port de Rosario). Ce secteur est à nouveau représenté entre 1989 et 1995 avec Eurotunnel. Il est probable que dans l'avenir des réussites boursières se dégagent de la multitude d'infrastructures (autoroute, aéroport, parkings...) projetées ou déjà sous concessions.

L'autre activité fortement créatrice de richesses sur le long terme regroupe les services financiers. Les assurances sont jusqu'aux années récentes trop dispersées pour figurer parmi les quarante premières capitalisations. Ce groupe est donc, pendant longtemps, constitué des seules banques. Avec les infrastructures, c'est l'autre secteur d'origine de la bourse. A Gênes, la Caisse Saint-Georges est cotée depuis le quinzième siècle, la Banque de France représente à elle seule la majorité de la capitalisation boursière française jusqu'à la naissance des chemins de fer. Le poids relatif de l'entreprise émettrice du billet de banque diminue progressivement jusqu'à sa nationalisation totale en 1945. Les autres banques ont tendance à croître jusqu'à la Première guerre mondiale. Ce secteur chute brutalement avec la nationalisation des quatre premières banques commerciales à la Libération. Les banques descendent alors sous les 5 % mais remontent progressivement à la faveur de nouvelles réussites comme la Compagnie Bancaire, Indosuez ou le Cetelem. Les nationalisations de 1981 (Paribas et Indosuez et les dernières banques indépendantes comme le CIC, le Crédit du Nord, le Crédit Commercial de France, la Hénin...) ne réduisent que pour quelques années le poids des banques dans la capitalisation. Dès 1986²⁰, les dénationalisations, permettent une rapide remontée de ce secteur.

Enfin, les services qui n'appartiennent pas à un groupe suffisamment large sont regroupés dans une catégorie «Divers». Avant 1914, elle est composée de sociétés immobilières lorsque la conjoncture est porteuse, ou de services maritimes comme la Compagnie Générale Transatlantique et parfois de grands magasins. Malheureusement, ce groupe comprend également quelques cas de sociétés holding et il est impossible de re-ventiler leurs actifs. Depuis la Seconde guerre mondiale et notamment depuis les années 1980, de nouvelles activités se sont imposées comme de grandes sources de profit tels les services informatiques avec Cap Gemini, le tourisme avec le Club Med et surtout la grande distribution et le BTP. Ces groupes incarnent la vision traditionnelle de la mutation de l'économie vers les services.

Poids des entreprises de services divers (*)

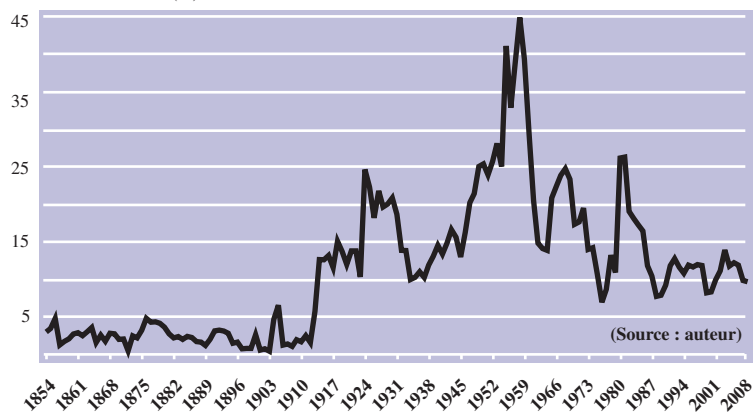


(*) Services divers (selon les époques) : immobilier, transport maritime, holding, distribution, aviation, tourisme, services informatiques, BTP...

Pour finir, le secteur primaire se distingue sur le long terme avec principalement les mines de charbon et le pétrole. Les valeurs charbonnières décollent après la Première guerre mondiale, mais elles sont en même temps productrices d'électricité (les centrales thermiques sont installées à proximité des bassins houillers). Dans l'entre-deux-guerres, quelques autres entreprises minières atteignent une capitalisation boursière importante comme les Phosphates de Gafsa, le Nickel (actuel Eramet) ou Pennaroya (devenu ensuite Métaleurope). C'est surtout à partir de 1954 que le secteur primaire devient décisif jusqu'à représenter près de la moitié de la capitalisation boursière française. En 1954, les valeurs pétrolières voient leurs cours exploser à la suite de celui de Esso (filiale française d'Exxon) dont la valeur est multipliée par dix dans l'année suite à la découverte de pétrole dans les Landes (à Parentis). L'année 1954 est également celle où le nombre de voitures en circulation augmente de près de 30 %, ce qui permet à la France d'atteindre le niveau de voitures par habitants dépassé aux États-Unis dès 1920²¹. En 1955, quatre des cinq premières capitalisations sont des valeurs pétrolières (Esso, Française des pétroles, Shell française et Pétroles d'Aquitaine). Ce secteur qui ne comporte plus qu'une entreprise depuis la fusion Total-Elf en 2000, se maintient autour des 10 %.

Poids du « secteur primaire » (mines et pétroles)

Poids dans le Cac 40 (%)



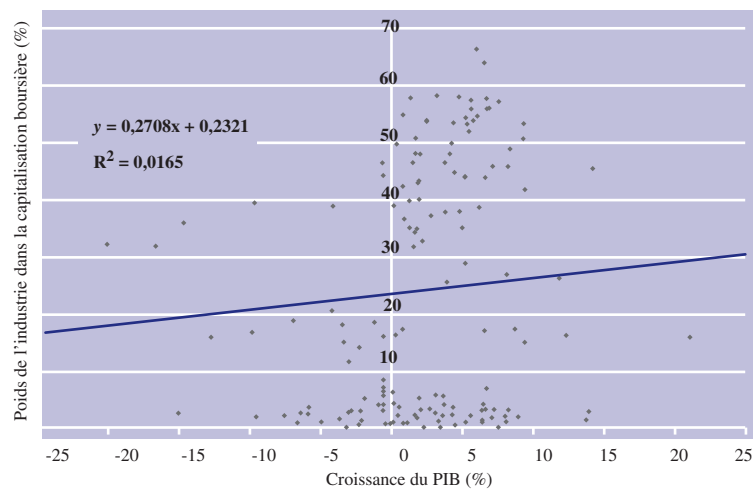
Ce que le passé dit de l'avenir

Les capitalisations boursières montrent une baisse des profits générés par l'industrie comparés à ceux des autres secteurs depuis les années 1960. Une étude systématique vérifie qu'il n'y a pas de corrélation entre poids de l'industrie et croissance du PIB. Les « services publics » au sens large peuvent redevenir d'importants générateurs de croissance.

L'absence de corrélation entre industrie et croissance économique

Il apparaît clairement qu'il n'existe aucune corrélation entre le poids de l'industrie et la croissance économique du pays. A la lumière des capitalisations boursières, l'industrie n'a été un important créateur de richesse que durant quelques décennies.

L'absence de corrélation entre poids de l'industrie et croissance du PIB



Sources : Bourguignon et Lévy-Leboyer, INSEE pour le PIB et auteur

Ces décennies sont notamment celles des « Trente Glorieuses » qui constituent pour beaucoup un idéal perdu. Il y a toutefois eu de la croissance avant l'industrialisation telle qu'elle apparaît en Bourse et des difficultés économiques avec une industrie forte. Afin de tester avec plus de précision la relation entre industrie et croissance, une simple régression est instructive. Le R^2 très faible indique que le poids de l'industrie ne constitue pas un facteur explicatif de la croissance économique. Les bonnes années des Trente Glorieuses qui apparaissent en haut à droite ne doivent donc pas faire illusion : la croissance économique peut être importante alors que l'industrie ne génère que très peu de profit.

La stabilité est nécessaire à l'épanouissement de certains services

Pour exister, c'est-à-dire attirer les investissements nécessaires à leur création, certains services exigent une grande stabilité. Les infrastructures ou autres réseaux de services publics sont une sorte de bien « immobilier » en ce sens qu'ils ne peuvent se distinguer du territoire sur lequel les investissements ont lieu. Ces entreprises sont donc totalement soumises au bon vouloir politique. Pour que ces services émergent, la première condition est donc que le risque d'expropriation à vil prix soit très faible. Cela semble le cas en France depuis seulement 20 ans. L'autre condition est une stabilité monétaire suffisante pour pouvoir obtenir des taux d'intérêt réels suffisamment bas pour rentabiliser ces équipements. Ces exigences doivent être garanties sur une durée longue pour que les investissements soient réalisés. Dans ce contexte, ces secteurs peuvent générer d'importants profits.

Loin de constituer des rentes de situation, les entreprises de service public sont souvent sur des secteurs économiques moteurs. Pour certains, la disparition des entreprises sous concession (chemins de fer, tramways, métropolitain, gaz...) dans les années 1920 serait juste l'élimination de vieilles rentes qui, mise à part l'immoralité d'une telle spoliation, est bénéfique à la collectivité. C'est oublier le caractère très novateur de ces activités en leur temps comme l'est aujourd'hui le déploiement de la fibre optique ou les réseaux de téléphonie mobile. Les équipements de services publics ont par nature une durée de vie longue et un amortissement très étalé, indispensable à leur rentabilité. Il apparaît donc que les

entreprises de service public ne peuvent se développer que lorsqu'une stabilité économique suffisante règne pour attirer des capitaux vers ce type d'investissement de long terme. Ainsi, dès 1924, avec le rétablissement des équilibres financiers français, un nouveau secteur sous concession se développe de façon très dynamique : la production et la distribution d'électricité.

A l'inverse, il faut éviter l'engouement artificiel pour les services publics. Le poids élevé des chemins de fer dans la capitalisation boursière est en partie artificiel après 1883. A cette date se met en place la convention Freycinet qui subventionne les compagnies privées pour construire le réseau secondaire qu'elles refusaient d'entreprendre faute de rentabilité. Les politiciens s'étaient livrés à une véritable « démagogie ferroviaire »²² qui visait à établir une sorte d'égalité des français devant le chemin de fer : « à chaque sous-préfecture sa gare ». L'immense réseau non rentable (le réseau double presque de taille²³) est donc réalisé par les compagnies privées grâce à ces subventions, privant ainsi les secteurs réellement productifs de capitaux. A titre de comparaison, en 1913, les chemins de fer pèsent encore 32% de la Bourse française contre seulement 16% en Angleterre. Ces lignes seront les premières fermées dans les années 1950, quelques décennies après leur réalisation. Ce ne sont jamais les projets qui manquent mais les capitaux pour les financer et la rentabilité, c'est-à-dire la création de richesse, doit décider des priorités. A cette réserve près, les services publics peuvent grandement contribuer à la croissance.

La création de richesse peut provenir des services autant que de l'industrie

L'histoire des capitalisations boursières montre que c'est dans un contexte particulier que l'industrie est devenue la principale source de profit en France. Ce sont tout d'abord les entreprises de la « seconde révolution industrielle », notamment la chimie, l'automobile ou les constructions électriques qui atteignent leur maturité dans l'après-guerre, permettant de générer d'importants profits. Ensuite, cette forte présence de l'industrie est en partie artificielle. La montée du poids de l'industrie dans les années 1920, comme sa baisse récente, peuvent être appréhendées comme le résultat de la variation des autres activités. Elle résulte de processus probablement plus politiques qu'économiques.

Des choix politiques, nationalisations et inflation, au XX^e siècle ont fait disparaître certains types de services. Tout d'abord, les secteurs qui laissent la place à l'industrie sont ceux qui souffrent le plus de l'inflation qui est une forme de décision politique. Ensuite, le programme du Conseil national de la résistance du 15 mars 1944 est clair : il faut organiser « le retour à la nation de tous les grands moyens de production monopolisés fruits du travail commun, des sources d'énergie, des richesses du sous-sol, des compagnies d'assurance et des grandes banques ». Les nationalisations de la Libération touchent près de 30 % de la capitalisation de 1939 et font disparaître de l'échantillon les profits générés par certains secteurs non industriels (charbon, gaz, électricité, banques). Mécaniquement, la part de l'industrie augmente à la suite de cette décision.

Le retour à la sérénité politique et monétaire autorise l'essor progressif d'activité de services au sein du secteur privé. Les services financiers ont rapidement retrouvé leur place de long terme à la fois par la croissance, notamment sur des activités nouvelles, des entreprises restées privées. L'exposé des motifs du projet de loi²⁴ de nationalisation des assurances comporte un aveu explicite, sur la nécessité de conserver « un secteur libre assez fort pour pouvoir s'adapter aux branches inédites de l'assurance ». Mais aussi par la conservation intacte des structures antérieures dans les entreprises nationalisées. Pour les banques et les assurances, les entreprises nationalisées à la Libération ou en 1981 conservent leurs raisons sociales, l'État se substitue « seulement » aux actionnaires. Ainsi, les dénationalisations des années 1980 permettent une rapide remontée de ce secteur. Les banques représentent aujourd'hui une capitalisation relative à peine inférieure à celle constatée avant la Seconde guerre mondiale.

Le secteur des services publics est plus lent à retrouver une part importante dans la génération de profits. Ce sont surtout les télécommunications qui sont à l'origine de réussites récentes et rapides d'entreprises de « services publics ». La fluidité actuelle de ce marché, la rapidité des innovations et l'importance des besoins ne peuvent que susciter de nouveaux succès dans ce domaine. Dans le secteur de l'énergie, à la diversité d'avant-guerre se sont substitués trois monopoles. 61 sociétés minières disparaissent²⁵ pour donner naissance aux Charbonnages de France, fusion qui accompagnera la baisse de rentabilité du charbon français. Dans le cas de l'électricité et du gaz²⁶, 869 sociétés (avec 975 000 actionnaires) sont nationalisées et fondues dans les monopoles de l'Électricité de France et de Gaz de France. Ces deux géants sont encore tellement dominants que peu de sociétés peuvent créer des richesses dans l'énergie mais cette situation est

probablement transitoire. Enfin, la demande d'infrastructure ne connaît de limite que leur rentabilité. Des perspectives stables encouragent le développement de nouveaux équipements. Des entreprises dédiées d'importance n'existent plus depuis la quasi-faillite d'Eurotunnel mais ces activités sont en fait déjà réapparues à travers des entreprises de BTP comme Eiffage avec l'emblématique viaduc de Millau et surtout le succès de Vinci et de ses parkings.

Enfin, le développement de nouvelles entreprises de services auquel on assiste depuis la Seconde guerre mondiale devrait se poursuivre. Les nouveaux services comme la grande distribution, les services informatiques ou le tourisme répondent à des attentes nouvelles et parviennent à créer d'importantes richesses supplémentaires. Il n'y a aucune raison pour que cette demande de services supplémentaires s'amenuise.

Conclusion

A la question la France peut-elle se développer sans industrie, la réponse de la Bourse est clairement affirmative. Il y a trente ans Alfred Sauvy²⁷ dénonçait déjà les technocrates qui voyaient dans l'industrie la source de toutes les richesses comme avant eux les physiocrates avaient cru l'avoir trouvé dans la terre. Cette vision erronée a provoqué de nombreuses catastrophes dans les pays socialistes et de beaux gâchis en France. Combien de plans de relance industriels depuis cinquante ans²⁸ alors que c'est un secteur des services, le tourisme, qui devenait dans le même temps la principale source de devises ? La France s'est développée pendant longtemps grâce à d'autres moteurs que les entreprises industrielles. Au contraire, la forte part de l'industrie dans la création de profit ressemble plus à un accident qu'à un résultat purement économique. L'industrie joue un rôle positif lorsqu'elle est rentable comme le démontre l'Allemagne depuis presque toujours. Mais il ne faut pas s'inquiéter de voir sa place diminuer surtout si cette diminution est le résultat de gains de productivité. A défaut de nouveaux produits, de nouveaux services, sources de richesses supplémentaires, continueront à apparaître. Les années qui viennent, grâce à un contexte favorable, doivent permettre à des entreprises de services publics, d'infrastructures ou de réseaux de retrouver un rôle majeur. Peut être que l'énergie ou les communications joueront demain le rôle que les chemins de fer ont tenu hier ?²⁹

NOTES

1. Sharpe W., Alexander G., Bailey J., *Investments*, Prentice Hall, New Jersey, 1999.
2. Miller M.H., et F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 1961, 34.
3. Une faible décote existe aujourd'hui pour les entreprises dont le contrôle est verrouillé.
4. Dans l'entre deux guerres, il existe des entreprises comme la Compagnie Agricole de la Crau ou les Vignobles de la Méditerranée.
5. Jenny et Weber, *Économie et Statistiques*, n° 65 dans : Caron F., *Histoire économique de la France*, Armand Colin, Paris, 1995, p. 249.
6. Rajan, R., L. Zingales, "The great reversal : the Politics of Financial Development in the 20th Century", *Journal of Financial Economics*, 69, n°1, juillet 2003.
7. Le Bris D., Hautcoeur P-C, "A Challenge to Triumphant Optimists? A New Index for the Paris Stock-Exchange (1854-2007)", *Working Paper*, Paris School of Economics, 2008
8. *La Vie Française*, 19 avril 1946.
9. Au 5 février 2008.
10. Cassis Y., Big Business. *The European Experience in the twentieth Century*, Oxford, OUP.
11. Pareto W., *Écrits sur la courbe de la répartition des richesses*, Genève, Droz, 1965 (22^e éd.). B. Mandelbrot. a également beaucoup étudié ces distributions.
12. Samuelson P., *L'économie*, Paris, Armand Colin, 1972, p. 30-31.
13. Le Comité des forges est fondé en 1864 pour défendre les intérêts des sidérurgistes français.
14. Barjot D. (éd.), *Industrialisation et sociétés en Europe occidentale*, Paris, CNED-SEDES, 1997
15. Voir ci-après la composition du Cac 40 en 1961.
16. Marseille J. (dir.), *Alcatel-Alstom, histoire de la Compagnie générale d'électricité*, Paris, Larousse, 1992.
17. Bussière E. et al. (éd.), *Industrialisation et société en Europe occidentale*, Paris, Armand Colin, 1998, p. 141.
18. Grossman R., Shore S., "The cross-section of stock returns before WWI", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, juin 2006, 41.2.
19. Fogel R.W., *Railroads and American Economic Growth: Essays in Econometric History*, 1964.
20. La loi d'habilitation du 2 juillet 1986 prévoyait le transfert au secteur privé, dans un délai de cinq ans, de 65 entreprises publiques.

21. Rostow W.W., *Les étapes de la croissance économique, un manifeste non communiste*, Paris, Economica, 1997, p. 215.
22. Caron F. *Histoire générale des chemins de fer*, Fayard, Paris, 1997
23. Toutain J-C., « Les transports en France de 1830 à 1965 », *Cahiers de l'ISEA*, série AF n° 8, Paris, Institut de science économique appliquée, 1967.
24. 34 sociétés sont nationalisées par la loi du 26 avril 1946 mais celles dont les primes encaissées sont inférieures à un milliard de franc demeurent libres.
25. Loi du 17 mai 1946.
26. Loi du 29 mars 1946.
27. Sauvy A., *Mythologies de notre temps*, Paris, Payot, 1966.
28. Le rapport « Pour une nouvelle politique industrielle » de Jean-Louis Beffa, remis en 2005 s'inscrit dans cette longue lignée.
29. Je remercie Patrice Baubeau.

BIBLIOGRAPHIE

- Barjot D.** (éd.), *Industrialisation et sociétés en Europe occidentale*, Paris, CNED-SEDES, 1997.
- Bussière E. et al.** (éds.), *Industrialisation et société en Europe occidentale*, Paris, Armand Colin, 1998.
- Caron F.**, *Histoire économique de la France*, Armand Colin, Paris, 1995.
- Caron F.** *Histoire générale des chemins de fer*, Fayard, Paris, 1997.
- Cassis Y.**, *Big Business. The european experience in the twentieth century*, Oxford, Oxford University Press, 1997.
- Fogel R.W.**, *Railroads and American Economic Growth : Essays in Econometric History*, 1964.
- Grossman R., Shore S.**, "The cross-section of stock returns before WWI", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, juin 2006, 41.2.
- Le Bris D., Hautcoeur P-C.**, "A Challenge to Triumphant Optimists? A New Index for the Paris Stock-Exchange (1854-2007)", *Working Paper*, Paris School of Economics, 2008.
- Marseille J.** (dir.), *Alcatel-Alsthom, histoire de la Compagnie générale d'électricité*, Paris, Larousse, 1992.
- Miller M.H., Modigliani F.**, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 1961, 34.
- Pareto W.**, *Écrits sur la courbe de la répartition des richesses*, Genève, Droz, 1965 (22^e éd.).

Rajan, R. et L. Zingales, "The great reversal : the Politics of Financial Development in the 20th Century", *Journal of Financial Economics*, 69, n°1, juillet 2003.

Rostow W.W., *Les étapes de la croissance économique, un manifeste non communiste*, Paris, Economica, 1997.

Samuelson P., *L'économie*, Paris, Armand Colin, 1972.

Sauvy A., *Mythologies de notre temps*, Payot, Paris, 1966.

Sharpe W., Alexander G., Bailey J., *Investments*, Prentice Hall, New Jersey, 1999.

Toutain J-C., «Les transports en France de 1830 à 1965», *Cahiers de l'ISEA*, série AF n. 8, Paris, Institut de science économique appliquée, 1967.

ANNEXE

La composition et le poids (en %) du Cac 40 avec l'année record pour l'industrie (1961) et la dernière année sans aucune entreprise industrielle (1892).

	1892		1961	
1	Paris Lyon Méditerranée	14,10	Rhône Poulenc	8,92
2	Nord	11,11	Saint-Gobain	7,97
3	Orléans	10,90	Péchiney	6,40
4	Banque de France	9,72	Esso-Standard	4,80
5	Canal maritime de Suez	7,13	Air Liquide	4,34
6	Est	6,27	Électro-Chimie d'Ugine	4,33
7	Cie parisienne du Gaz	5,71	Française des Pétroles	3,94
8	Crédit foncier de France	4,98	Aquitaine, nom	3,92
9	Crédit lyonnais	3,83	CGE	3,80
10	Ouest	3,79	Celtex Textiles du Sud-Est	3,38
11	Midi	3,78	Michelin B regr	3,26
12	Société générale	1,36	Beghin F Beg et Cie	2,95
13	Cie gnle des eaux	1,35	Usinor	2,95
14	Banque de Paris et des Pays-Bas	1,03	Ét. Kuhlmann	2,83
15	Messageries maritimes	0,93	Raffinage Cie fçse	2,24
16	Union des gaz	0,92	Lorraine Escaut	2,08
17	Montrambert	0,92	Shell Française	2,04
18	Crédit industriel et Commercial	0,84	Wendel et Cie	2,03
19	Mines de Malfidano	0,81	Radiotechnique	1,92

IMPERTINENCES 2009

	1892		1961	
20	Société Foncière Lyonnaise	0,77	Nationale d'investissement	1,62
21	Grand'Combe	0,70	Machines Bull	1,51
22	Cie gnle des voitures à Paris	0,70	Sidélor	1,49
23	Banque de l'Algérie	0,68	Banque de Paris	1,46
24	Banque d'Escompte de Paris	0,60	France Obligation	1,35
25	Richer (Ancienne Cie) Fresne et cie	0,55	Pétroles B.P.	1,34
26	Immobilière marseillaise	0,53	Crédit Foncier de France	1,31
27	Cie gnle transatlantique	0,53	Forges Nord Est	1,26
28	La Foncière (Cie assur. mobil.)	0,52	Librairie Hachette	1,26
29	Docks et entrep Marseille act. est	0,52	Pont-à-Mousson Cie	1,21
30	Comptoir Nationale d'Escompte	0,50	TSF Cie Gale CSF	1,20
31	Gaz de Marseille et mines de Portes	0,48	Denain Anzin	1,19
32	Carmeaux	0,47	Suez Cie Financière	1,19
33	Bone à Guelma	0,47	SOGERAP	1,15
34	Cie gnle des Omnibus de Paris	0,41	Raff. Pétr. Berre	1,11
35	Cie centrale, Lebon et Cie	0,41	Nouvelles Galeries	1,10
36	Ent. et mag. gnx de Paris	0,39	Hts fourneaux et aciéries de Chiers	1,09
37	Mokta-el-adid	0,35	Schneider et cie	1,08
38	Est Algérien	0,33	Cie gnle des eaux	1,04
39	Sté du Petit journal	0,31	Au Printemps (Laguionie cie) act. ord.	0,97
40	Chargeurs Réunis	0,31	Citroën	0,95
	TOTAL INDUSTRIE : 0		TOTAL INDUSTRIE : 69,41	