

# NOTE SUR LA BOURSE D'ALEXANDRIE EN CHIFFRES DE 1862 À 1876

COTON ET DETTE PUBLIQUE

THIERNO SECK \*

L'objet de cette note est de situer la bourse d'Alexandrie dans la crise financière qui a secoué l'Égypte en avril 1876, date à laquelle le vice-roi faisait annoncer l'incapacité pour son pays d'honorer l'amortissement et le service de la dette contractée auprès des puissances occidentales. Cette situation alarmante avait eu comme signe avant-coureur le rachat de la part égyptienne de la Compagnie de Suez par le Gouvernement britannique, puis comme corollaire, le contrôle des finances du pays par une commission franco-anglaise. Sur le plan politique, les conséquences n'en seront pas moins lourdes, avec l'éviction du vice-roi en août 1879 et l'occupation militaire du pays par la Grande Bretagne en juillet 1882. Une question essentielle sera celle de savoir si les opérateurs du marché pouvaient prévoir ou non ce «krach».<sup>1</sup>

299

Avec l'effervescence du marché du coton égyptien dans le premier quart du 19<sup>e</sup> siècle, commencèrent à se constituer des places destinées à organiser les transactions commerciales sur le produit et sur ses graines. En 1861, naissait à Alexandrie le premier marché à terme égyptien sur marchandises, sous l'impulsion d'un groupe de courtiers en coton, en graines de coton et en céréales.

La Bourse des valeurs existait déjà à Alexandrie de façon purement informelle. Bourses des marchandises et bourses des valeurs cohabiteront ainsi en Égypte, les unes étant timidement organisées, les autres fonctionnant de gré à gré. Il faudra attendre les années 1909 et 1910 pour qu'une réglementation officielle commence à régir les opérations sur ces différentes catégories de produits négociables.

Les banques et les négociants ont joué un rôle prépondérant sur les différentes places (de valeurs mobilières pour les uns, de marchandises pour les autres) où ils étaient considérés comme membres adhérents, par

---

*\* Mission des travaux historiques de la Caisse des dépôts et consignations et Université Paris IX.  
1 l. à anglaise = 25 francs  
1 l. égyptienne = 25,6 francs*

opposition aux courtiers qui avaient des attributions de membres actifs. Emprunter le vocable de «Bourse» pour qualifier la place d'Alexandrie à la fin du 19<sup>e</sup> siècle, peut paraître inapproprié, compte tenu de la spécificité de ce marché essentiellement dominé par les transactions sur emprunts publics. Au risque d'un abus de langage, nous l'utiliserons cependant, même dans les cas où il semblerait plutôt vouloir désigner l'ensemble du marché des capitaux. Sur cette toile de fond se dessineront dans les décennies 1860 et 1870, les événements qui caractérisèrent les relations financières entre l'Égypte et les puissances occidentales, notamment la France et la Grande-Bretagne.

Troisième pays exportateur de coton, l'Égypte a vu le volume et les revenus de ses exportations grimper sensiblement entre 1862 et 1864, avec la pénurie occasionnée par la guerre de Sécession aux États-Unis. Le graphique joint montre la fulgurante ascension qui a dopé le marché égyptien et favorisé les entrées de capitaux dans le pays.

Les graphiques tiennent compte de l'évolution des cours, elle-même liée aux conditions d'offre et de demande et de l'érosion monétaire. Il est également intéressant de voir la progression de la part du coton dans le total des exportations de l'Égypte.

L'importance de ce produit apparaît réellement dans les relations commerciales du pays avec le reste du monde. L'histoire de la bourse d'Alexandrie ne saurait donc être dissociée de celle du coton.

A la fin du 19<sup>e</sup> siècle, l'Égypte ne comptait pas moins d'une cinquantaine de sociétés par actions exerçant dans les différents domaines : hypothécaire, bancaire, financier, foncier, transports, hôtelier, industriel et commercial. L'ensemble de ces sociétés se partageait un capital cumulé de 9 millions de £ soit 230 millions de francs. En France, le capital du Crédit Lyonnais et du Crédit Foncier réunis, sans même tenir compte des réserves, s'élevait au 31 août 1874 à 220 millions de francs. Les huit plus grands établissements de crédit français capitalisaient à la même date 600 millions de francs. On mesure ainsi la faiblesse de la capitalisation du tissu industriel et financier égyptien, comparativement aux grandes places européennes et aux montants des emprunts khédiviaux. Parmi ces sociétés, il faut compter un nombre considérable d'établissements étrangers venus s'installer en Égypte, dans le but de profiter d'une «manne financière conjoncturelle».

Toute l'activité se concentrait autour de quelques secteurs et nombre de entreprises ployaient sous la charge d'impôts qui étaient souvent arbitrairement fixés. L'on comprend dès cet instant que l'effervescence du marché d'Alexandrie ait pu difficilement être justifiée par un dynamisme et un élargissement des entreprises.

Sous Ismaïl Pacha, l'Égypte s'est engagée dans un gigantesque pro-

gramme de modernisation et d'équipement. Les travaux des chemins de fer, les routes, les palais sont autant d'exemples qui ont nécessité la mobilisation de fonds considérables. La particularité des grands travaux publics est que le retour sur investissement s'avère très décalé et que les projets n'ont pas forcément pour finalité la rentabilité. Dans ces conditions, bien choisir le moyen de financement adéquat relève d'une impérieuse nécessité.

L'exemple le plus illustratif et qui aura, de par ses répercussions financières et politiques, changé les destinées du pays, est celui de la construction du canal de Suez. Le projet de la Compagnie de Suez a été élaboré par le Français Ferdinand de Lesseps en 1854. Le percement de l'isthme de Suez ne sera officiellement achevé qu'en 1865 et en 1869, le canal fut inauguré. La question de son trafic ne se posera pas puisqu'il deviendra très rapidement un point de passage obligé.

Trafic du Canal de Suez :

Année	Nombre de navires	Nombre de tonnes
1870	486	435.911
1871	765	761.467
1872	1082	1.439.169
1873	1173	2.085.072
1874	1264	2.423.672
1875	1494	2.940.708

301

	Nombre de navires ayant franchi le Canal	Tonnage
1873	813	1.499.791
1874	898	1.797.494
1875	1065	2.181.387

En revanche, le problème du financement du projet demeura préoccupant. L'Égypte devait supporter l'intégralité des frais de constructions, moyennant 15 % des revenus futurs. La main-d'œuvre considérable que nécessitent les travaux et l'immobilisation de plusieurs centaines d'hectares de terres cultivables sont autant de services assurés par le gouvernement égyptien et de charges qui représentent un coût d'opportunité

(prélèvement d'impôts et instauration du système de corvée) énorme pour l'économie égyptienne. En outre, le partage du capital de la société entre le gouvernement et les sociétés étrangères n'arrangeait pas un pays déjà impliqué dans de lourds programmes d'investissement et par voie de conséquence, de financement de projets.

A la création de la Compagnie :

*Total des actions*: 400.000 titres pour un montant global de 200.000.000 FF

*Cours de l'action* : 500 FF

*Part égyptienne* : 182.023 actions pour un montant de 91.011.500 FF (détenues presque toutes par Ismaïl Pacha)

*Part de la France* : 207.111 actions soit 103.555.500 FF

*Autres* : 10.866 actions soit 5.433.000 FF

Le coût final du canal de Suez, initialement estimé à 6.000.000 £, atteindra le seuil des 16.000.000 £ c'est-à-dire 6 milliards 400 millions de francs, dont 1 milliard 25 millions supportés par l'Égypte (*cf. Marlowe in Anglo-Egyptian relations : 1800-1953, p. 71*).

302

Pour financer ce vaste programme d'investissement, l'Égypte n'avait d'autre solution que de recourir à l'épargne étrangère, l'épargne domestique étant largement insuffisante et mal orientée. Mais les attentes du marché boursier ne se sont pas réalisées et entre 1869 et 1871, le cours de l'action Suez chuta de 58 %, atteignant ainsi le seuil de 208 francs l'unité. Pour subvenir à toutes ces charges financières, l'État s'endetta fortement auprès des banques étrangères. En 1877, les revenus de la Compagnie se sont élevés à 9.543.000£, mais 7.473.000£ revinrent aux actionnaires. Les 1.076.000£ restantes servirent au remboursement des emprunts. Il convient de rappeler que l'Égypte détenait 182.023 actions, soit 44 % des parts de la Compagnie.

L'existence de deux grands débiteurs publics, le gouvernement et la maison ou Daira du vice-roi, rend difficile toute tentative d'évaluation de la dette égyptienne. Selon les études réalisées par P. Leroy-Beaulieu (*L'Économiste Français, nov. 1873, p. 578*), la dette globale s'analyse en termes de dette consolidée et de dette flottante. La dette consolidée est celle à long terme. La quasi-totalité des prêts accordés par la Grande-Bretagne l'ont été sous forme consolidée. La dette flottante est celle qui est la plus expressément exigible. Elle concerne surtout les prêts des banques et du gouvernement français. En 1875, la part de la dette flottante dans la dette totale est estimée à près de 26 %, soit entre 550 et 600 millions de francs pour une dette totale de 2.300 millions.

En France, au début des années 1870, une dette flottante d'un milliard de francs était de taille à secouer le marché. Pourtant, cela ne représentait

à l'époque que 37 à 38 % des seules recettes d'impôts évaluées à 2 milliards 600 millions environ. La dette flottante égyptienne équivaut au tiers des sommes empruntées pour le pays depuis 1862 jusqu'en 1873.

Les recettes du Trésor étant estimées en moyenne à 225 millions, il semble catastrophique pour un pays de devoir supporter et traîner derrière soi une dette flottante équivalente à un peu plus du double des recettes fiscales (avec échéance dans moins de quatorze mois), surtout lorsqu'elle supporte un intérêt tournant entre 9 et 15 % en moyenne.

Le chiffre moyen des dépenses étant évalué à 120 millions, chiffre en-deçà duquel le montant des dépenses ne pouvait descendre, cela conduit donc à un déficit incompressible évalué à 50 millions de francs. Ce chiffre serait encore gonflé de 75 millions sans la loi de Moukabalah.

Le premier véritable appel du Gouvernement aux capitaux étrangers eut lieu en 1862. Les engagements se chiffraient alors à 3.292.000 £ au taux de 7 % et à un prix d'émission de 82 % du nominal, soit un taux actuariel de rentabilité de 9,83 %. Cet emprunt devait compenser en partie le coût de l'acquisition des actions de la Compagnie de Suez.

Sur la période couvrant 1862 à 1873, les engagements publics se sont chiffrés à 65.805.000 £ soit 1 milliard 650 millions de francs, chiffre considérable si l'on se réfère aux fondamentaux du pays. En 1864, face aux injonctions des créanciers, le vice-roi dut souscrire un nouvel emprunt de 5.704.200 £ au taux de 7 % et émis à 93 % du nominal, amortissable sur 15 ans.

Avec l'épizootie de 1866 et l'aménagement des chemins de fer d'Alexandrie, le gouvernement dut faire face à de nouvelles dépenses. Encore une fois, il émit un emprunt pour un montant de 3.000.000 £ cette fois-ci, au taux de 7 % net à 92 % du nominal. La poursuite des travaux du canal de Suez nécessita un nouvel emprunt de 3.360.000 £ en 1867 et de 11.890.000 £ en 1868, toujours au taux de 7 % et émis à 75 % du nominal. L'on constate déjà la baisse sensible du taux de l'émission, caractéristique de la difficulté croissante de mobiliser l'épargne à l'étranger, eu égard à la dégradation de la situation économique du pays.

L'emprunt de 1868 permit de résorber la dette flottante. Le vice-roi accéléra alors sa politique d'investissement et de grands travaux; ce qui aggrava la situation financière du pays. Le poids du budget des travaux publics étant trop important par rapport aux ressources économiques du pays, il fallut négocier un nouvel emprunt à des conditions plus dures en 1873, pour un montant de 32.000.000 £.

La dette égyptienne était ainsi passée entre 1862 et 1873 de 14.680.000 £ (367 millions de francs) à 55.884.000 £ (7 milliards 397 millions de francs) soit une progression alarmante. En 1879, lorsque Ismaïl Pacha quitta le trône, l'Égypte héritait d'une dette globale de 90.000.000 £ soit 2 milliards

250 millions de francs. Comment une telle situation a-t-elle pu être admissible et perdurer ? Quel rôle y a joué le marché international ?

L'attrait que l'Égypte suscitait pour les puissances étrangères, notamment la France et la Grande Bretagne, n'a de comparable que les engagements que ces dernières s'étaient empressées de prendre en répondant aux demandes de capitaux du gouvernement khédivial. Cet attrait s'explique par les énormes potentialités du pays et les enjeux du canal de Suez, des chemins de fer ou de nombreux autres projets jugés à l'époque porteurs.

Toute l'histoire financière de l'Égypte rimera avec la recherche de marges de profitabilité élevées de la part de la France et de la Grande-Bretagne. Des banques et des sociétés honorables comme le Crédit Foncier vont « miser » de grosses sommes sur les emprunts égyptiens, souvent à des fins de spéculation.

L'Europe dispose alors de ressources disponibles importantes en quête de placements hautement rémunérateurs. Des pays comme la France ont dans l'ensemble préféré les échéances courtes. Tous ces placements, réalisés sur une place désorganisée, dans un pays aux comptes déséquilibrés, ne pouvaient qu'être risqués.

Les décisions aléatoires et les risques excessifs pris par les puissances envers l'Égypte les avait conduites à accompagner et à suivre de près les finances du pays, afin de s'assurer autant que possible du remboursement des fonds prêtés. En observant et en essayant de reproduire l'évolution du cours de l'emprunt 1873 entre avril 1875 et avril 1876, nous percevons bien l'optimisme inconsidéré des créanciers au travers de sa progression d'ensemble croissante, jusqu'à sa chute en 1876.

Le niveau des cours était pour une grande partie déterminé à Londres, au gré des dépêches télégraphiques en provenance de l'extérieur.

Au sens moderne, la bourse des valeurs, dans son acception large, doit être un circuit de financement de l'économie mondiale, un outil de mesure de la valeur des actifs et un instrument d'organisation de la liquidité de l'épargne investie à long terme - par la facilitation de l'accès à cette épargne et pour sa protection et sa stabilité. Ce dernier point suppose une définition d'une politique d'épargne par les autorités publiques, ainsi que l'adoption de mesures incitatives susceptibles d'en favoriser la mobilisation. Cela nécessite également une mise en phase de l'épargne et de l'investissement. En revanche, il est du ressort du secteur bancaire de faire de la « transformation de maturité » : financement des emplois longs par des ressources courtes. Toutefois, si l'investissement ne trouve pas en face une épargne suffisante et adéquate, toute tentative de transformation peut s'avérer périlleuse. A Alexandrie, la confusion entre les attributions des banques et celles de la bourse a rendu difficile la mise en œuvre d'une

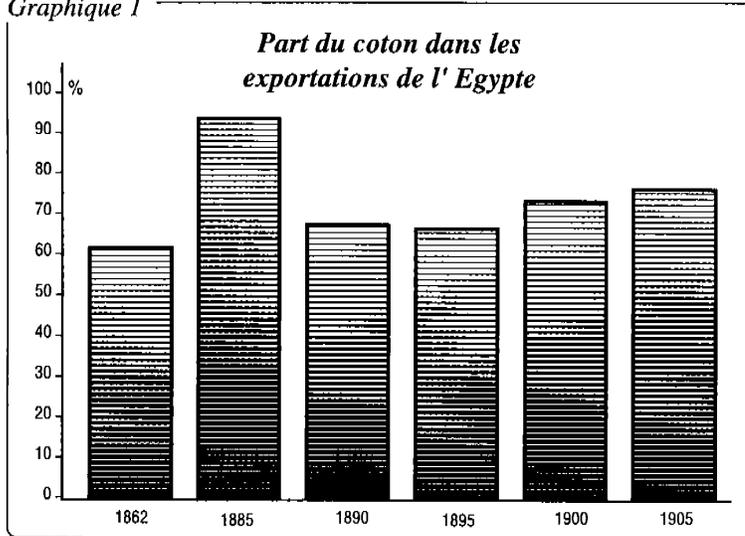
politique cohérente. La mauvaise organisation de la place a eu tendance à accentuer cette situation. L'insuffisance des intervenants du marché, la faiblesse des transactions qu'elle a induite, l'absence d'épargne stable et les potentialités que recèle le pays, comme les grands travaux dans lesquels il s'est engagé, ont massivement attiré les capitaux étrangers. Le niveau élevé du taux effectif des emprunts, qui tient compte de cours d'émission largement inférieurs, au «pair», avait largement contribué à exposer ces derniers à la convoitise des «chasseurs de marge».

Le marché égyptien de cette époque présentait à certains égards les aspects de bon nombre de nos marchés émergents contemporains. Attrayant en cas de surabondance de ressources, il pouvait très vite faire fuir les investisseurs en cas de pénurie de capitaux; les placements sûrs préférant se reporter sur d'autres places plus stables. De plus, l'épargne étrangère, à l'instar des marchés émergents, était abondante sur la place égyptienne. Toutefois, pour être efficace, chacun de ces marchés émergents se doit d'asseoir une véritable politique d'épargne nationale; ce qui ne fut pas le cas du marché égyptien où les fonds étrangers s'étaient substitués aux fonds locaux en raison de son étroitesse, rendant ainsi le pays fortement dépendant des comportements extérieurs.

En ce qui concerne la réglementation, la bourse égyptienne était loin de répondre aux normes exigées d'un marché intermédiaire, durant la période 1860-1880 et même encore au début du siècle, malgré les nombreux efforts réalisés en la matière.

Enfin, lorsqu'un pays finance des emprunts par d'autres emprunts sur une tendance longue et que ces derniers ne servent qu'à financer le secteur public, les investisseurs observent en général une attitude très méfiante. En Egypte pourtant, six mois avant la cessation de paiement de 1876, les capitaux continuaient d'affluer, même s'ils suivaient un cycle erratique. L'effervescence du marché égyptien et plus particulièrement celui d'Alexandrie n'aura été que passagère et elle a été mue par une sorte d'euphorie des investisseurs, elle-même liée, entre autres, aux différents intérêts dans le canal de Suez et au marché florissant du coton. D'ailleurs, au début du siècle, avant la première guerre mondiale, quand les capitaux européens auront pu trouver des emplois rentables sur place, les sources de financement externe de la bourse égyptienne se seront tariées et les crises se seront encore succédé. Il semblerait peut-être abusif d'envisager le marché boursier égyptien de la fin du 19<sup>e</sup> siècle et plus particulièrement celui d'Alexandrie, sous l'angle d'un marché «émergent», compte tenu de son inefficience et des stratégies de développement ou de mode de financement mis en œuvre par les responsables du pays.

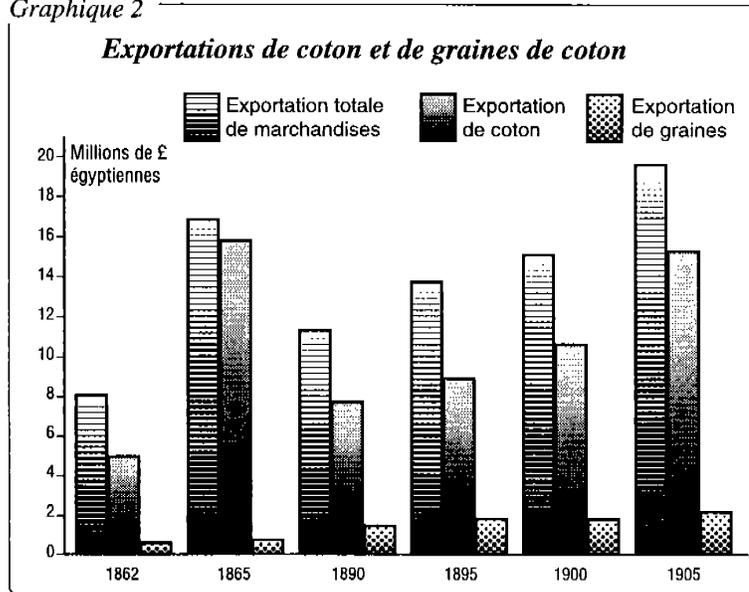
Graphique 1



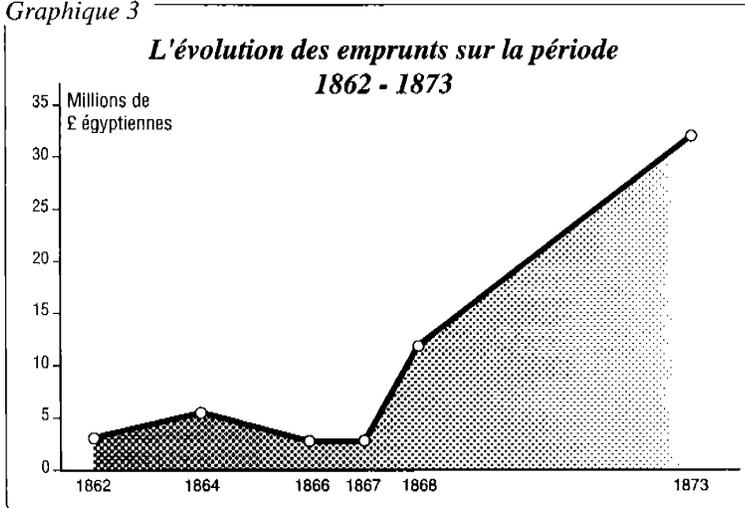
Source : *Les bourses en Égypte*, Abd-El-Motaal

306

Graphique 2



Graphique 3



307

Graphique 4

