



LA PLACE DE PARIS DANS LA FINANCE INTERNATIONALE DU 19^{ème} SIÈCLE

PÉDRO ARBULU*
JACQUES-MARIE VASLIN**

A la fin du 19^{ème} siècle, Paris et Londres se disputent le rôle de première place financière internationale. Ces deux marchés représentent à cette époque alors un passage obligé pour les pays en quête de capitaux. Grâce à la révolution industrielle, l'épargne devient abondante et ne demande qu'à être placée au meilleur taux. À partir de la seconde moitié du 19^{ème} siècle, les capitaux vont se répandre en dehors des frontières. Ce comportement n'est pas propre au 19^{ème} siècle, loin s'en faut. A titre d'exemple, en 1782 la France a financé une partie de la guerre d'indépendance des États-Unis en leur octroyant un prêt de 12 millions de dollar¹, alors même que le Trésor royal était empêtré dans des problèmes financiers récurrents. Mais au 19^{ème} siècle, ce sont les épargnants qui financent directement les États ainsi que les entreprises étrangères. Le gouvernement français n'intervient qu'indirectement².

L'objectif de cet article est de montrer les différents facteurs qui expliquent l'attrait qu'ont eu les épargnants français pour les placements à l'étranger. Nous connaissons déjà les facteurs « classiques ». Les causes d'ordre macroéconomiques³ ont fait l'objet de nombreuses publications. Nous apporterons dans cet article des arguments d'ordre financier. Nous démontrons en effet que l'attrait des placements exotiques peut aussi être expliqué par la conjonction de trois éléments : la baisse simultanée des taux de rendement des actions et obligations françaises, la prise de conscience du risque de détention des actions, ainsi que la diminution des émissions de rentes.

LA STRUCTURE DES PLACEMENTS DES FRANÇAIS : L'ATTRAIT DE PLUS EN PLUS GRAND VERS LES VALEURS MOBILIÈRES

Le difficile recensement des placements à l'étranger

Nous savons que la France participe largement aux émissions de nombreux emprunts étrangers. Malheureusement, il nous est pour l'instant

* Maître de Conférences à l'Université de Bordeaux IV, chercheur au CREF - IRGAE

** Maître de Conférences à l'Université d'Amiens, chercheur au CRISEA.

impossible de recenser fidèlement le montant des capitaux français investis à l'étranger. Ceux-ci prennent plusieurs formes : achat de valeurs mobilières cotées à Paris ou directement à l'étranger, prêts par l'intermédiaire des banques... Nous pouvons avoir une idée de l'importance des capitaux prêtés à l'étranger grâce au travail réalisé par la commission chargée de répertorier les détenteurs d'emprunts russes en vue de les indemniser. Les conclusions de cette commission sont particulièrement éloquentes⁴. Au mois de janvier 1999, pas moins de 4 150 types de titres russes ont été recensés. À cette date, plus de 9 millions de titres étaient encore détenus par 300 000 porteurs. Et c'est sans compter les titres qui ont été détruits depuis 1917. Ce résultat nous donne une idée de l'ampleur de la diffusion des titres étrangers en France. Le recensement de tous les placements effectués en dehors des frontières représenterait un travail fastidieux, quasiment impossible à réaliser. Nous citerons les évaluations réalisées par d'autres auteurs, en étant conscient de leurs limites.

L'importance de la Bourse

La Bourse au 19^{ème} siècle est l'un des principaux centres de la vie économique et sociale. Le développement de l'activité boursière devient alors une formidable source d'inspiration pour les écrivains comme Feydeau avec « *Un coup de Bourse* », A. Dumas fils avec « *La Question d'argent* » et surtout Émile Zola avec « *L'Argent* ». La Bourse fait aussi partie de l'univers de nombreux romans de Balzac.

Avant 1848, les grandes sociétés sont généralement financées par des capitaux anglais ou privés. Cette situation change radicalement sous le Second Empire. La richesse patrimoniale privée de la France passe ainsi de 105 à 287 milliards de francs de 1853 à 1911. La part des valeurs mobilières s'accroît de 10 à 110 milliards de francs⁵. À l'origine se trouve bien évidemment le développement économique qui, à partir de 1896, connaît une deuxième révolution industrielle. Mais l'action de l'État est également notable. Il réalise aussi d'importantes émissions de rentes qui offrent des possibilités de placement à l'intérieur de la France.

L'évolution de la structure patrimoniale en France

C'est à partir de la Troisième République que le partage des patrimoines privés entre les actifs mobiliers et biens immobiliers s'inverse en faveur des premiers. À la veille de la guerre de 1914-18, la part des placements en actifs mobiliers est de 58,6 % contre 41,4 % pour les immeubles.

L'épargnant procède non seulement à un désengagement de ses avoirs à court et moyen terme pour accroître son portefeuille de valeurs mobilières, mais il révisé aussi la structure globale de son patrimoine. Cette dernière repose maintenant davantage sur des titres de créances que sur des avoirs réels.

Tableau n°1
Structure des patrimoines parisiens 1820-1847

Formes de placement	1820	1847
Immeubles	44,6 %	41,6 %
Biens durables	5,0 %	3,9 %
<i>Actifs physiques</i>	49,6 %	45,5 %
Créances sur les particuliers	17,5 %	21,1 %
Rentes	16,3 %	15,5 %
Actions de la Banque de France	3,2 %	2,5 %
Actions de société	0,5 %	1,8 %
Rentes sur États étrangers	0,7 %	0,7 %
<i>Actifs financiers</i>	38,2 %	41,6 %
<i>Autres</i>	12,2 %	12,9 %

Source : A. Daumard, « La bourgeoisie parisienne de 1815 à 1848 », Paris, 1963, pp. 484-485.

La France dispose déjà de 12 milliards de francs en valeurs étrangères en 1872, somme qui représente environ le quart de l'ensemble de l'avoir français. En 1914, ce chiffre se rapproche des 50 milliards, ce qui représente au moins 40 % des placements mobiliers. Les petits épargnants sont les principaux représentants du financement à l'étranger, car les actions et obligations étrangères remplacent à leurs yeux le placement de « père de famille » que jouaient jusque là les rentes françaises.

31

Tableau n°2
Évaluations des valeurs étrangères
dans le portefeuille français (en milliards de francs)

Année	Valeur	En % du total
1870	12-14	
1887	20	25 %
1902	26,9	27 %
1904	25-27	26 %
1906	27-30	27 %
1907	30-32	31 %
1908	32-35	31 %
1910	38-40	36 %
1912	40-42	38 %

Source : Neymarck, sauf pour l'année 1870, Léon Say.

Environ la moitié des valeurs étrangères négociées à la Bourse de Paris sont des emprunts d'État, un quart des actions et l'autre quart est constitué d'obligations privées⁶. Ce rapport a peu changé au cours du 19^{ème} siècle.

Des placements facilités par la loi

Mais, ce prodigieux volume d'épargne, qui se manifeste par une intense activité à la Bourse entraîne forcément des excès dont l'agiotage et l'abus de confiance sont les expressions les plus courantes. Le gouvernement prend alors une série de mesures en 1856 dont il ne prévoit pas les effets pervers. En rendant l'accès payant à la Bourse mais surtout en interdisant la création des sociétés par de nouvelles émissions de valeurs, il oriente les placements vers les Bourses étrangères. Puis en autorisant, en mai 1857, les sociétés anonymes belges à émettre des actions en France, il donne une nouvelle occasion à l'épargne de fuir vers les titres étrangers. Pour entraver cette hémorragie et élargir le champ d'action de l'épargne française, le gouvernement autorise en mai 1858 l'admission à la *Cote Officielle* des actions et obligations de chemins de fer étrangers. Une autorisation qui sera élargie à toutes les compagnies étrangères en août 1859.

Les valeurs étrangères cotées à la Bourse de Paris sont au nombre de 28 en 1850 dont 2 actions, 2 obligations et 24 fonds d'État. En 1869, elles passent à 109 titres dont 24 actions, 27 obligations et 58 emprunts d'État, ce qui représente près de 12 milliards de francs de capitalisation. Les capitaux français se répandent dans toute l'Europe et les chemins de fer des nations moins riches sont alors financés par les capitaux français. Dans la seule année de 1868, quatorze États émettent pour plus de 2 milliards de francs sur la place de Paris. L'accès à ces placements est d'ailleurs devenu plus facile : à partir de février 1880, la cotation officielle de toutes les valeurs étrangères est autorisée, alors qu'elle était limitée aux seuls titres de chemins de fer étrangers depuis 1858⁷.

L'attrait pour les placements à l'étranger n'est d'ailleurs pas le seul fait des épargnants. Les banques d'affaires consacrent leurs opérations de préférence aux emprunts d'États et aux entreprises à l'étranger. Parmi elles, il faut citer la Banque de Paris et des Pays-Bas fondée en 1871 qui prend rapidement de l'ampleur. Elle s'occupe notamment de la fondation de banques, du financement de chemins de fer en Amérique du Sud et en Chine. La Banque de l'Union parisienne établie en 1882 s'intéresse aux emprunts et aux banques étrangères et finance notamment le commerce extérieur français. La Banque française pour le commerce et l'industrie (1901) a comme principal champ d'activité la Turquie et le Brésil. Enfin, le Crédit mobilier s'oriente vers l'Amérique du Sud.

*LES RAISONS FINANCIÈRES :
LA RUPTURE DES ANNÉES 1870-1880*

Les emprunts Thiers suscitent l'engouement du public

La guerre de 1870 a incontestablement marqué une rupture dans le comportement des épargnants. Paradoxalement, les lourdes indemnités



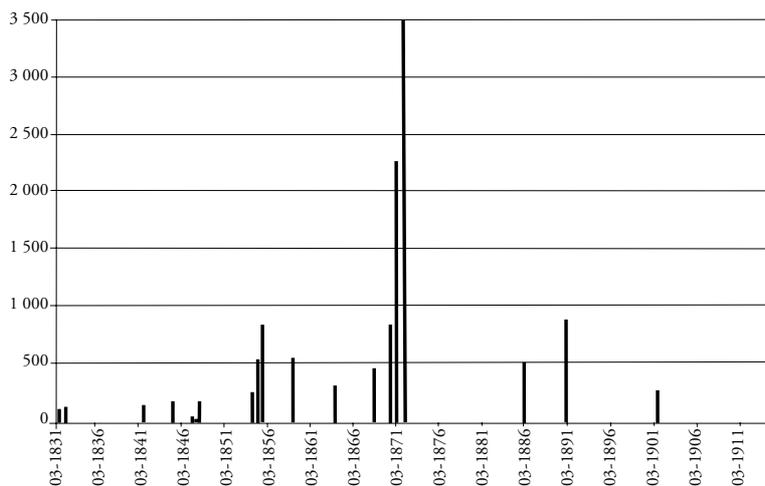
exigées par la Prusse après la défaite de Sedan ont permis de mettre en avant les ressources extraordinaires de l'épargne française. Les émissions de rente 5 % en 1871 et 1872, qui règlent ces indemnités, ont en effet remporté un immense succès. Les « emprunts Thiers » (21 juin 1871 et 15 juillet 1872) ont permis à la France de lever plus de 5,7 milliards de francs ; ce sont les deux plus gros emprunts français du 19^{ème} siècle. Ils démontrent que, malgré la défaite de Sedan et les ravages de la Commune, les Français conservent une très grande capacité d'épargne.

Pour le premier emprunt, une somme de 4,5 milliards de francs est réunie en moins de 6 heures. Le *Times* publie dans son édition du 30 juin 1871 que « le premier sentiment généralement éprouvé à la nouvelle de cet incroyable succès, c'est la surprise devant les ressources intarissables que nous ne soupçonnons même pas ».

Le second emprunt obtient le même succès. La souscription dure deux jours et fournit près de 44 milliards de francs. Malgré le coût fort élevé des charges de la guerre (environ 10 milliards de francs), la situation financière de la France est rétablie dès 1875, et l'année suivante le budget de l'État est excédentaire de 100 millions de francs. Les emprunts qui vont suivre, seulement 3⁸ en 40 ans, connaîtrons tous un très grand succès.

L'épargne est abondante et le crédit solide. Les « ressources intarissables » que le *Times* voyait en l'épargne française, vont attirer les Nations en besoin de financement. Par la suite, l'État français n'empruntant plus beaucoup, les capitaux vont rechercher d'autres placements à l'étranger.

Graphique n°1
Les émissions de rentes sur la seconde moitié du 19^{ème} siècle



Source : J-M Vaslin

Le krach de l'Union générale

Un second événement, tout aussi important, intervient 10 ans après le paiement des indemnités : le krach de l'Union générale en 1882. L'effondrement des cours qui a suivi la faillite de la banque de l'Union générale a un grand retentissement en France. Le rapide dénouement du paiement des indemnités, la reprise économique ainsi que la persistance du libéralisme dans la conduite de l'économie, provoquent une formidable hausse des cours. En l'espace de 10 ans, les cours des actions augmentent à un rythme moyen de 13 % par an. Le secteur bancaire est particulièrement favorisé, avec une hausse moyenne de 18 %. L'euphorie a gagné la Bourse de Paris. La bulle financière se forme irrésistiblement. De nombreux projets voient le jour, comme celui de la Banque de Lyon et de la Loire qui finance son activité grâce à l'émission d'actions. De mai à décembre 1881 la valeur de l'action de cette banque passe de 530 à 1 750 francs. Mais l'échec d'un projet en Autriche provoque la méfiance des actionnaires. Le cours chute de 66 % en un mois, ce qui provoque la faillite de la banque, et par ricochet, celle de l'Union Générale, impliquée dans le projet. La panique gagne inexorablement tous les titres cotés. Le comportement des agents restera profondément marqué par cette crise. Il faudra attendre 1896 pour que les cours des actions retrouvent leur niveau d'avant le krach. Les actionnaires ont découvert que si la détention d'une action leur confère une rentabilité supérieure à celle des rentes, elle était assortie d'un risque autrement plus important. À la période de forte hausse des cours de 1872 à 1881, se substitue une période de réorientation de l'épargne des actions vers les valeurs à revenu fixe. Les capitaux se dirigent alors vers les rentes françaises et les obligations étrangères. L'épargnant français va ainsi diversifier son patrimoine. Celui-ci comprendra plus de rentes, valeur « père de famille » par vocation et surtout plus de titres étrangers, mieux rémunérés. Les obligations russes rapportent entre 4 et 5 % à la fin du XIX^{ème} siècle, alors que le taux de rendement des emprunts français tourne autour de 3 %.

La baisse du taux d'intérêt provoque la recherche de placements plus rentables

Au cours de tout le 19^{ème} siècle, le taux d'intérêt de long terme connaît une baisse tendancielle. Cela est dû à l'amélioration du crédit de l'État français. Partant d'une absence totale de crédibilité au début du 19^{ème} siècle⁹, l'État a dû mettre en place les politiques économiques et financières et les institutions qui lui ont permis d'obtenir la confiance des épargnants. Si l'on ajoute à ce phénomène la révolution industrielle et la réorientation de l'épargne vers les valeurs mobilières, le taux d'intérêt de long terme diminue fortement au cours du 19^{ème} siècle. Il a

atteint son plus faible niveau en 1897 (2,9 %). Dans le même temps, à partir des années 1880, la crise agricole, suivie par celle du commerce et de l'industrie, a pour effet de diminuer le rendement des actions françaises. On comprend alors l'incitation des épargnants à se tourner davantage vers des titres étrangers, plus risqués mais plus rentables. Les obligations russes rapportent entre 4 et 5 % à la fin du XIX^{ème} siècle, alors que le taux de rendement des emprunts français tourne autour de 3 %.

Graphique n° 2
La diminution des taux de rendement



Source : P. Arbulu et J-M Vaslin

L'acquisition des valeurs étrangères, qui obéit initialement à des raisons économiques et financières, est aussi influencée par des impératifs de politique étrangère. L'engouement qu'ont eu les Français pour les titres russes est là pour le montrer. Mais ce n'est pas une raison suffisante. Si l'on conjugue les trois phénomènes, goût des épargnants de plus en plus prononcé pour les valeurs mobilières, faiblesse du taux d'intérêt en France et recherche de placements sûrs, on comprend que l'épargne tende à s'orienter vers les obligations des États étrangers. Les placements mobiliers français dépassent alors les frontières. D'importants capitaux sont dirigés vers la Russie, mais aussi l'Amérique du Sud, l'Égypte et le Japon, ce qui incite l'historien Henri Germain-Martin à donner à la Bourse de Paris à partir de 1900 le titre de « *Banquier du monde* »¹⁰.

NOTES

1. Il est intéressant de noter que les États-Unis ont décrété la banqueroute juste après (en 1787, après avoir arrêté le paiement des intérêts à partir de 1785).
2. Le gouvernement intervient par la voie de la réglementation, mais aussi par l'intermédiaire de la presse. Certains emprunts peuvent trouver la faveur du public pour des raisons diplomatiques ou autres (nationalisme exacerbé : autant le prêt pour financer l'indépendance des États-Unis était un prêt anti-Anglais, autant les prêts accordés à la Russie tsariste sont des prêts anti-allemands).
3. Ces arguments économiques et politiques sont développés dans le célèbre ouvrage de Charles Kindleberger, 1990, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, pp. 347 et suiv.
4. Rapport de la commission du suivi du mémorandum du 26 novembre 1996 entre la France et la Russie. Commission présidée par M. Paye. Ce rapport est disponible sur internet à l'adresse suivante : http://www.finances.gouv.fr/pole_ecofin/international/paye.htm
5. R. PUPIN, *La richesse de la France*, Paris, 1916, pp. 81-110.
6. Chiffres extraits de E. BECQUE, *L'internationalisation des capitaux*, Thèse de doctorat, Montpellier, 1912.
7. Il est à noter qu'en août 1859, un décret est promulgué modifiant celui de 1858. Il élargit l'autorisation aux *compagnies étrangères*, sans donner plus de précision sur la nature de ces compagnies. De ce fait, on accueille progressivement des valeurs étrangères à la Bourse de Paris, autres que les fonds d'État et les chemins de fer.
8. Le 10 mai 1886 pour 504 millions de francs (cet emprunt est couvert 21 fois), le 10 janvier 1891 pour 869 millions de francs (couvert 16 fois) et le 21 décembre 1901 pour 265 millions de francs (couvert 24 fois). Le taux de rendement actuariel de l'emprunt 1901 est le plus faible de l'histoire des rentes puisqu'il atteint 3,05 %. Ces emprunts ont tous été couverts en une seule journée.
9. La Révolution se termine sur la Banqueroute des « deux-tiers », le 30 septembre 1797, qui, en fait, a réduit autoritairement la dette de l'État de 77 %. L'État mettra environ 50 ans avant de recouvrer son crédit.
10. H. GERMAIN-MARTIN, « *Histoire économique et financière de la France* », Paris, 1927, p.165.