

LES DYNAMIQUES LIBERALES
DE L'HISTOIRE ECONOMIQUE DE LA FRANCE

*LES PARADOXES DE LA BOURSE
PARISIENNE AU XIX^{ème} SIECLE :
LIBERTE ET REFUS DU RISQUE*

par Georges GALLAIS-HAMONNO
Professeur d'économie
Université d'Orléans

Le XIX^{ème} siècle a été le siècle d'or de la Bourse. Elle a financé l'Etat français et le décollage industriel. Mais alors que l'environnement du mécanisme boursier fut libertarien (avec le développement d'un marché parallèle, la coulisse), les épargnants français ont refusé le risque et donc la rentabilité. L'auteur décrit le rôle de la Bourse officielle et officieuse dans le développement industriel de la France, entre colbertisme et réflexes libertariens.

(Avril 1996)

L'Institut EURO 92 et l'Association Histoire de l'Entreprise ont pris l'initiative d'organiser un cycle de conférences-débats mensuelles à la Sorbonne sur le thème « Les dynamiques libérales de l'histoire économique de la France ». L'objectif de ces conférences est de mettre en lumière les continuités libérales de notre histoire et de montrer que l'histoire économique de la France ne se résume pas à une montée continue et progressive vers le dirigisme.

La quinzième conférence a eu lieu le 10 avril 1996 sur le thème « Les paradoxes de la Bourse parisienne au XIXème siècle : une bourse libertarienne et des épargnants qui refusent le risque », autour de Georges GALLAIS-HAMONNO, Professeur d'économie à l'Université d'Orléans.

Le XIXème siècle a été le siècle d'or de la Bourse. Elle a financé l'Etat français et le décollage industriel. Nous développerons deux aspects peu connus et spécifiques : l'environnement du mécanisme boursier a été libertarien et, au fond d'eux-mêmes, les Français refusent le risque et donc la rentabilité.

Une bourse libertarienne

Les libertariens sont les capitalistes anarchistes qui souhaitent la suppression de l'Etat. Ils sont à l'extrême-droite des libéraux.

La Bourse au XIXème siècle a deux caractéristiques : la partie la plus dynamique de la Bourse était un marché noir parfaitement illégal, la *coulisse* ; et d'autre part, la majorité des opérations qui sont faites sur la Bourse officielle sont elles aussi illégales, ce sont *les opérations à terme*.

A l'origine de ces deux aspects, nous avons l'aventure spéculative de 1720-1724 de John Law, qui conduit à l'arrêt du Conseil d'Etat du 27 septembre 1724 qui organise une Bourse officielle, et crée 60 agents de change. Ces derniers sont d'une espèce un peu curieuse : des agents ministériels qui ont une mission de service public d'un côté tout en étant des commerçants par ailleurs. Ils sont regroupés dans une Compagnie des Agents de Change, à qui on donne le monopole des transactions.

Ce même arrêt interdit les opérations à terme et ne permet que les opérations « *comptant* », c'est-à-dire qu'un acheteur de titres doit donner l'argent en totalité à son agent de change, et le vendeur de titre doit, avant la séance, apporter les titres à l'agent de change responsable de la transaction. Il est important de voir qu'en ce qui concerne le monopole des transactions, le texte de 1724 sera repris quasiment *in extenso* dans l'article 76 du Code Civil de Napoléon. Sur le papier, les choses sont très claires : il y a un marché officiel et les officiers ministériels doivent organiser la loyauté des transactions.

Premier aspect libertarien : la coulisse

Le point le plus ahurissant de tout le XIXème siècle est l'épanouissement d'une Bourse complètement illégale, parfaitement parallèle à la Bourse officielle, qui est la coulisse. Deux raisons de fond expliquent l'apparition de ce deuxième marché : d'abord, le coût du retour de Napoléon. Les Cent Jours du point de vue financier ont été une catastrophe. En moins de cinq ans, la dette publique est multipliée par deux. Deuxième raison de fond : l'industrialisation qui démarre sous la monarchie de Juillet aux alentours de 1840, et qui prend la forme de sociétés privées qui émettent des titres évidemment privés, et les agents de change officiels « *ratent le coche* ». Au lieu d'essayer de négocier ces deux types de titres, ils se

spécialisent dans la dette publique, ce qui laisse évidemment un vide. La coulisse se développe à cause de ce vide. Elle tire son nom de l'architecture du bâtiment de la Bourse. Une coulisse de bois servait à maintenir les visiteurs à l'écart du « *parquet* » où s'effectuaient les transactions « *officielles* » des agents de change. Derrière cette barrière de bois des individus vont, eux aussi, négocier.

Bien entendu, un marché illégal ne peut subsister qu'à condition d'être plus efficace et plus innovateur que le marché officiel. C'est la coulisse qui va être, durant le XIXème siècle, l'élément moteur de l'innovation financière, puisqu'elle va inventer le « *marché gris* », cette espèce de marché qui fait qu'un certain nombre de gens peuvent coter à l'avance une grosse émission à venir, soit d'une entreprise privée, soit de l'Etat. La coulisse invente le marché gris et cote à l'avance les fonds d'Etat.

C'est elle qui se met à coter les actions industrielles étrangères, car jusqu'en 1872 cette cotation reste interdite aux agents de change. Elle effectue des arbitrages sur les fonds d'Etat avec les agents de change, et - beaucoup plus original - elle invente les options, ce qu'on a appelé les *primes* à l'époque.

Elle bénéficie de coûts de transaction plus faibles, car elle ne paie pas l'impôt de bourse. Elle invente le marché continu, puisque ces opérations se passent hors séance, de 11 heures du matin à 10 heures du soir, sous forme de négociations sur les grands boulevards. Ce spectacle a même laissé des traces dans la littérature. On pouvait souvent voir trois, quatre, cinq personnes avec des carnets, sur les grands boulevards, galerie Vivienne, qui effectuaient des transactions.

La preuve que cette illégalité était innovante et extrêmement efficace est qu'elle se développe de manière tout à fait extraordinaire, puisqu'en 1858, c'est-à-dire en 30 ans à peu près, 200 banques font quotidiennement des opérations de coulisse. Daumier nous a fait croire pendant longtemps que le coulissier de base était un escroc pur et dur, mais c'est faux. La majorité d'entre eux étaient des représentants tout à fait honorables de banques qui avaient pignon sur rue. On estime qu'au milieu du Second Empire, la coulisse représentait trois cinquièmes des transactions. Mais il est juste de préciser qu'une partie de ce succès était due à l'existence de coûts de transaction plus faibles, car ces opérations « *non reconnues* » ne supportaient pas l'impôt de Bourse !

Les relations de la coulisse avec le marché officiel sont des relations parfaitement schizo-phréniques. Quand tout va bien, les individus se pressent pour acheter et pour vendre, et les 60 agents de change ne peuvent y suffire ; ils délèguent alors leurs petites transactions aux coulissiers. Mais quand cela va mal, les transactions diminuent, et à ce moment-là, les agents de change découvrent les concurrents, et font des textes réglementaires qui leur donnent un pouvoir de monopole, se tournent vers l'administration et les font poursuivre. A la Préfecture de Police, pendant tout le XIXème siècle, il y a un Commissaire dont la responsabilité est d'avoir l'oeil sur la coulisse. Malheureusement, les rapports annuels sont incomplets.

Cependant, l'on dispose d'un rapport fait par ce commissaire responsable à la suite d'une plainte des agents de change, rapport qui dit en substance : « *Monsieur le Ministre, avant d'étudier ce que font les coulissiers, je suggère que nous étudions comment se comportent les agents de change ...* ».

Un procès célèbre a réuni comme accusés tous les plus grands présidents directeurs-généraux des grandes banques d'affaires de la Place. Du plus gros jusqu'au plus petit. A la suite de ces procès, la coulisse disparaissait pendant 8 à 10 jours, puis renaissait de ses cendres, car la liquidation se passait mal. Cela a duré pendant 85 ans, jusqu'à ce qu'un arrêt de la Cour de Cassation déclare que la coulisse était un marché manifestement organisé ; ce qui était le cas, car il y avait un annuaire, une compagnie des coulissiers, parallèle exacte de la Compagnie des agents de Change. Et, en 1885, ce marché a donc été reconnu comme licite. En 1952, il sera fusionné avec les agents de change.

Second aspect libertarien : la permanence d'opérations illégales, les opérations à terme

Les opérations à terme consistent à acheter aujourd'hui à un prix défini et à payer à la fin du mois. Evidemment, si à ce moment-là le prix a monté, on n'est pas obligé de payer réellement le titre, mais on peut le revendre et encaisser la différence. Inversement, si le cours a baissé, on revend et on paie juste la différence.

Ces opérations sont interdites en 1724, puis à nouveau en 1785, en 1795 et par Napoléon dans le Code pénal, qui l'assimile à un crime ! Cependant, les opérations à terme existent dès la réouverture de la Bourse en 1798. Et dans la première édition du manuel des agents de change, deux tiers des pages ne parlent que de la façon de les réaliser.

En 1842, elles apparaissent de façon officielle, tout en étant toujours illégales, en étant inscrites à la première page de la cote officielle des agents de change. Cela se fait sur les obligations d'Etat, sur l'action Banque de France, et sur les actions les plus importantes, en l'occurrence les actions de Chemins de fer. Evidemment, il y a une double cotation (qui ne sera supprimée qu'en 1960). Tous les titres sur lesquels on peut faire des opérations à terme sont également cotés au comptant, et on peut donc faire des arbitrages entre les opérations au comptant et les opérations à terme.

Il y a bien sûr une épée de Damoclès : c'est que tout perdant peut arguer du fait qu'il s'agit d'une dette de jeu et qu'il n'a pas à la payer. A partir de 1820, l'argument de la dette de jeu paraît tellement gros aux tribunaux que ces derniers n'appliquent pas la loi et donnent raison aux agents de change en disant aux perdants qu'ils doivent payer leurs dettes. A l'époque, il suffit de 18 mois pour aller du Tribunal de Commerce à la Cour de Cassation. Cette dernière, comme on pouvait s'y attendre, casse les décisions précédentes du Tribunal de Commerce qui donnent raison aux agents de change en déclarant que la loi s'applique, que les

opérations à terme sont illégales, et qu'il s'agit donc d'une dette de jeu, non légalement exigible. Un agent de change s'est même vu ainsi condamné à un an de prison pour avoir voulu réclamer son dû !

Le comportement boursier du Français a été curieusement celui du refus du risque.

Dans le domaine des fonds d'Etat

La Bourse au XIX^{ème} siècle a été une Bourse de rentes, achetées et vendues par des rentiers. Quand le siècle commence, nous sommes un pays de petits propriétaires fonciers, avec les deux caractéristiques d'être extrêmement économes, mais d'investir cette étonnante capacité d'épargne non pas dans le décollage industriel, mais dans la rente d'Etat, c'est-à-dire dans les fonds d'Etat.

La richesse du XIX^{ème} siècle a tout de même commencé par une banqueroute : en 1795, avec la fin de la Terreur, le Directoire arrive et nous avons une hyperinflation liée aux guerres extérieures, au déficit budgétaire et aux impôts qui ne rentrent pas. Le résultat est qu'en 1798, l'Etat décide d'une banqueroute des deux tiers. Cela signifie que les dettes de l'Etat sont converties aux deux tiers en bons nationaux gagés sur les biens nationaux, valeur zéro, et un tiers dans une rente 5% ! Nous ne pouvons pas imaginer ce que ce pourrait être de découvrir que toutes les dettes de l'Etat français (qui, actuellement pour nous, sont nos retraites) sont réduites des « deux tiers ».

La Rente du XIX^{ème} siècle est l'ancêtre de nos Obligations Assimilables du Trésor (OAT) actuelles. Hier comme aujourd'hui, quand l'Etat a besoin d'argent, il émet des obligations supplémentaires, au même taux de coupon, mais à un cours d'émission correspondant au taux d'intérêt souhaité par le marché. La seule différence est le fait que les OAT sont remboursables à une échéance déterminée, alors que la Rente ne l'était qu'*au gré de l'Etat émetteur*. En bon gestionnaire, quand le taux d'intérêt demandé par le marché diminuait, l'Etat effectue une opération de « *conversion* » en proposant aux rentiers l'alternative suivante : ou bien être remboursés au pair (c'est-à-dire à 100 francs), ou bien recevoir en échange une nouvelle rente au coupon annuel inférieur. D'où le remplacement de la Rente 5% par la Rente 3%. Ces deux rentes existent en parallèle de 1825 à 1852, date à laquelle Napoléon III convertit la Rente 5%. La guerre de 1870 oblige l'Etat à emprunter à nouveau à 5% et ces deux rentes, 3 et 5%, subsisteront jusqu'à leur remboursement en 1987 par le ministre des Finances, Edouard Balladur.

Dans tous les pays, c'est la dette publique qui a créé la Bourse ; toutes les Bourses ont été à l'origine des Bourses pour financer l'Etat et tout spécialement ses besoins de guerre.

L'explosion de la rente et donc de la Bourse, ce sont les Cent Jours. Contrairement à ce qu'on peut penser, l'Empire ne nous a pas coûté grand'chose dans un premier temps, car Napoléon s'est payé sur les territoires conquis. Il n'y a

eu aucun grand emprunt pendant toute la période de l'Empire. En 1815, c'est le Tsar Alexandre qui bloque les prétentions financières des Prussiens et des Anglais. Mais avec les Cent Jours, le coût est plus élevé et la France est « *condamnée* » à payer un 1 milliard 460 millions de capital, soit autant que toute la dette antérieure !

Le Second Empire et la guerre de 1870 coûtent 9 milliards en capital. La dette publique passe de 5 milliards en 1848 à 20 milliards en 1871. Donc des océans de rentes, achetées principalement par les Français. Mais le taux de la rente se met à baisser avec la baisse des prix et la disponibilité de l'épargne des paysans. Les fonds d'Etat étrangers, eux, se maintiennent. Aussi croit-on avoir avec eux plus de rentabilité sans risque, et les Français se précipitent pour acheter ces placements sans risques (comme les emprunts russes !).

L'industrialisation sans risque fait qu'elle n'est pas rentable : un décollage industriel demande une première condition. Le financement des investissements lourds, de transport, qui vont faire d'une série de marchés segmentés un unique grand marché pour les biens et les hommes. C'est le phénomène des réseaux de transport. Ici, nous sommes devant les deux cas pathologiques du capitalisme à la française : le cas des canaux et le cas des chemins de fer.

Les canaux sont une idée permanente de l'Ancien Régime : utiliser les rivières et les canaux plutôt que les mauvaises routes. Robert Fogel a eu le prix Nobel en économie en commun avec Douglass North. Son mérite a été d'adopter un postulat qu'aucun historien n'avait osé poser : l'Histoire n'est pas linéaire, il y a toujours des alternatives. C'est une erreur de dire que pour la croissance des Etats-Unis il n'y avait que le chemin de fer transcontinental. Car il aurait pu y avoir aussi cette voie magnifique qu'est le Mississippi, qui va des Rocheuses jusqu'au Texas. Si cette alternative avaient été adoptée, le taux de croissance aurait été quasiment le même.

Au XIXème siècle, on a la même idée : on n'a pas de bonnes routes, mais on a des rivières et des canaux. A la fin du XVIIIème siècle, nous avons 7 000 kilomètres de rivières, 1 000 kilomètres de canaux et 42 000 kilomètres de routes. La Restauration adopte un projet gigantesque sur la proposition du Directeur des Routes : construire 13 000 kilomètres de canaux ! Or la Restauration n'a pas d'argent puisqu'elle a les indemnités de la chute de l'Empire à payer. En fait, en 1840, la Restauration n'aura construit que 2 800 kilomètres de canaux, ce qui est quand même trois fois plus que les XVIIème et XVIIIème siècles réunis. Pour financer, ils vont inventer le système de la « *soumission* » par opposition au système de la « *concession* ».

Avec la soumission, l'Etat est responsable de tout : les ingénieurs des Pont choisissent le trajet, sont responsables de la construction, du fonctionnement et ce sont eux qui décident des tarifs. Autrement dit, nous avons l'entreprise publique pure. Mais le financement est totalement privé. Le montage financier est très sophistiqué, des sociétés privées de financement vendent aux actionnaires deux titres :

- une action appelée *action d'emprunt* qui est tout bonnement une obligation garantie par l'Etat, qui a un intérêt de 5% contre les 4% annuels de la rente émise à l'époque ; cette obligation garantie par l'Etat a pour unique but de financer la construction. Comme on va construire par petits morceaux pendant 10 ans, chaque année, l'actionnaire va uniquement payer 1/10 de l'obligation de base. Au bout de 10 ans, on a fini de construire et on se dépêche de rembourser : pendant 35 ans, on rembourse en tirant au sort les fameuses obligations émises, et celles qui ne sont pas tirées continuent à recevoir leur intérêt. Comme prime de dédommagement pour le remboursement, on reçoit une « *prime de remboursement* ». Nous sommes déjà à *Début + 45 ans*, d'où le deuxième titre.

- ce deuxième titre est une action pure, appelée *action de jouissance*. C'est cette action qui participe aux bénéfices d'exploitation du canal, mais uniquement à partir du moment où le remboursement total des actions d'emprunt aura eu lieu. La participation proposée est 50% des bénéfices d'exploitation durant 50 ans. Soit, un profil temporel qui s'étend sur 95 ans !

On ne peut pas nier que nos arrières-grands-parents avaient tout de même une vision patrimoniale inter-génération tout à fait fabuleuse.

La réalité va être tout à fait différente : les canaux sont mis en eau, mais au moment de les mettre en utilisation, les transporteurs se réunissent en lobbies et obtiennent la baisse des tarifs. Les canaux sont ainsi exploités à perte et l'espérance des dividendes à venir tombe à zéro. Puis, en 1842, arrive le chemin de fer. En 1853, Napoléon III a un bon geste : il rachète les actions de jouissance sous la forme d'un emprunt à 4% remboursable sur 30 ans.

Le calcul de la rentabilité des canaux jusqu'en 1853 indique qu'en moyenne ils ont rapporté un peu plus de 5%. Et, en moyenne, celui qui aurait acheté la rente et aurait réinvesti les coupons aurait reçu un peu moins de 5%. Donc, pas de risque, pas de rentabilité !

Les chemins de fer

Nous avons ici la même histoire, mais multipliée par dix en termes de dimension. Le départ est 1840-1842 : les banques d'affaires, uniquement privées, obtiennent des concessions sur les lignes les plus rentables entre Paris et les villes les plus importantes. Mais toutes les villes moyennes réclament le chemin de fer et les petites compagnies se multiplient. Comme de nombreuses voies ne sont pas rentables, ces sociétés font faillite. L'Etat oblige les compagnies bénéficiaires à racheter les compagnies en faillites en échange de quoi elles reçoivent des subventions et sont garanties contre les pertes. Le résultat est que les actions se transforment en pseudo-obligations et que leurs détenteurs ne vont pas recevoir plus que s'ils avaient acheté de la Rente à la place. En effet, entre 1842 et 1870, un épargnant qui aurait acheté une action de chaque compagnie et qui aurait réinvesti le dividende annuel aurait reçu 5% par an en moyenne !

En conséquence, on observe à nouveau que, si on ne prend pas de risque, on ne peut pas attendre de rentabilité.

* *
*

En fait, le miracle est que, dans de telles conditions, la France soit devenue une puissance industrielle ! Et tout ceci en oscillant entre le socialisme rampant que nous appelons le « *colbertisme* » et des comportements libertariens !