



Le marché financier français au XIX^e siècle

Volume 2. Aspects quantitatifs des acteurs
et des instruments à la Bourse de Paris

sous la direction de
GEORGES GALLAIS-HAMONNO



L'objectif de cet ouvrage est de présenter la Bourse de Paris au XIX^e siècle sous un point de vue « quantitativiste », en utilisant les concepts et les calculs de la finance moderne. Les principaux aspects de la Bourse sont analysés et chiffrés par une équipe pluridisciplinaire d'historiens, d'économistes et de financiers, chaque étude apportant son lot de révélations. *Les agents de change* : une profession risquée, marquée par de nombreuses faillites. *La coulisse* : une institution extraordinairement active, totalement interdite par la loi. *Les rentes d'État* : leur indice, calculé pour la première fois, montre qu'elles ont été plus risquées que les actions pendant près des deux tiers du XIX^e siècle. *La rente 3%* : rente emblématique, née du « Milliard des Émigrés ». *Les emprunts de la Ville de Paris* : ils reflètent la vie politique, économique et sociale d'une métropole qui est aussi une capitale. *Les actions françaises cotées* :

elles retracent l'industrialisation progressive de la France. L'indice général, calculé pour la première fois, démontre la similitude du krach des chemins de fer en 1847-1848 et de la bulle technologique de 2002. *La construction des canaux* : réussite méconnue de la Restauration, son financement par la Bourse constitue un montage étonnant. *Les compagnies d'assurances* qui offrent de véritables actions « en or » mais dont la technique de cotation est un véritable casse-tête. *Le marché à terme et celui des options* (appelées « primes ») : au moins aussi modernes que les marchés dérivés actuels.

Enfin, il est impossible de parler du XIX^e siècle sans faire référence à la libre circulation de l'or et de l'argent. Le mécanisme « des points d'or » a non seulement bien fonctionné mais il existait également pour l'argent.

Faire ces découvertes a été un véritable plaisir, que nous souhaitons au lecteur de partager.

Georges Gallais-Hamonno est professeur d'économie et de finance à l'université d'Orléans. Après des recherches sur le comportement économique des institutions et sur la bourse – tout spécialement la gestion collective de l'épargne – il explore depuis quelques années le nouveau domaine de « la finance historique ».

Ont collaboré à l'ouvrage :

Pedro Arbulu, Marie-Thérèse Boyer-Xambeu, Ghislain Deleplace, Fabrice Duneau, Georges Gallais-Hamonno, Lucien Gillard, Gwenaël Nieradzick, Paul-Régis Pollin, Christian Rietsch, Jacques-Marie Vaslin, Patrick Verley, Alex Viaene.

vient de paraître

SOMMAIRE

Avant-propos	
<i>Georges Gallais-Hamonno</i>	7
Introduction. « Finance historique » ou « histoire financière » ?	
<i>Georges Gallais-Hamonno</i>	9
Les auteurs	15

I. LES ACTEURS

Les opérateurs du marché financier	
<i>Patrick Verley</i>	22
La coulisse au XIX ^e siècle : de l'illégalité à la reconnaissance	
<i>Paul-Regis Pollin</i>	87

II. LE MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le siècle d'or de la rente perpétuelle française	
<i>Jacques-Marie Vaslin</i>	117
Le « Milliard des Émigrés » et la création de la rente 3 %	
<i>Christian Rietsch</i>	209
La création d'un marché obligataire moderne : les emprunts de la Ville de Paris au XIX ^e siècle	
<i>Georges Gallais-Hamonno</i>	263

III. LE MARCHÉ DES ACTIONS

Le marché parisien des actions au XIX ^e siècle	
<i>Pedro Arbulu</i>	365
La construction du réseau de canaux français et son financement boursier (1821-1868)	
<i>Gwenaël Nieradzik</i>	459
Les compagnies d'assurances sur le marché boursier parisien jusqu'en 1870	
<i>Christian Rietsch et Fabrice Duneau</i>	507
Les marchés à terme et conditionnels à la Bourse de Paris au XIX ^e siècle	
<i>Alex Viaene</i>	571

IV. LE MARCHÉ DES MÉTAUX MONÉTAIRES

Les marchés de l'or et de l'argent à Paris au XIX^e siècle

Marie-Thérèse Boyer-Xambeu, Ghislain Deleplace

et Lucien Gillard 603

Introduction

« Finance historique » ou « histoire financière » ?

Le présent ouvrage a un objectif hétérodoxe vis-à-vis de l'« histoire financière » classique. Son point de vue est celui de la « finance historique ». Il s'agit d'utiliser les outils conceptuels de la « finance moderne » ainsi que l'informatique pour des calculs plus ou moins sophistiqués. Depuis sa création par Harry Markowitz en 1952, le terrain privilégié de la finance moderne est le marché boursier. Or, la Bourse parisienne du XIX^e siècle représente un champ d'étude complètement vierge à cet égard.

En fait, l'hétérodoxie est toute relative dans la mesure où il ne s'agit pas de répondre aux mêmes questions que l'histoire financière traditionnelle. Celle-ci s'intéresse essentiellement au fonctionnement institutionnel des marchés ou à des questions économiques comme le financement global de l'économie ou de l'État – questions qui sont justement traitées dans le volume I. La finance moderne, quant à elle, en plus de la description chiffrée, met en lumière certains paradoxes mal compris ou ignorés et cherche à les résoudre. Par exemple, on ne s'étonne plus de constater que la rente d'État a offert au début du XIX^e siècle des rentabilités anormalement élevées quand on constate que son niveau de risque était lui aussi anormalement élevé. Mais elle cherche également à répondre à des questions très actuelles : quelle performance procurent les différents actifs sur le très long terme ? Quel est l'impact des événements politiques ou des guerres sur le marché ? En quoi consiste l'innovation financière ? Quels ont été les secteurs les plus performants et pourquoi ?...

La finance historique possède son « talon d'Achille » : les données ! À l'instar de toute étude d'histoire qui oblige à un dépouillement long et fastidieux d'archives (publiques, privées, mémoires, contrats...), le point de passage obligé de la finance historique est la collecte de données chiffrées. À l'heure des bases des données toutes faites, appelées en tapant quelques lettres sur un clavier, le chercheur doit ici constituer lui-même, avec beaucoup de soin et de minutie, sa propre base de données. La qualité de cette dernière est cruciale car de cette qualité dépendent entièrement les enseignements qui peuvent en être tirés.

Cet ouvrage est le « coup d'essai » de cette problématique et c'est au lecteur de nous dire si c'est un « coup de maître ». Ce qui est certain, c'est que la quasi-totalité des chapitres sont fondés sur des *données totalement inédites* qui, de plus, grâce au CD-Rom joint à l'ouvrage, *sont mises à la disposition de la communauté des chercheurs*.



En fait, la « finance » c'est de la « grande cuisine » : il faut un récipient, des ingrédients, et un cuisinier. Le « récipient » est le *marché* « organisé » (soit réglementé par une autorité de tutelle, soit « libre ») ; les « ingrédients » sont les *actifs* qui y sont négociés ; le « cuisinier » est, au XIX^e siècle, l'*agent de change* et le *coulissier*, aujourd'hui la société de bourse. Tout au long de cet ouvrage, nous retrouverons ces trois éléments

L'ouvrage débute par les « cuisiniers », les *légaux*, les agents de change, et les *illégaux*, les coulissiers. À partir du dépouillement minutieux des archives des charges, des dossiers personnels des agents de change ainsi que des procès-verbaux des réunions de la Chambre syndicale, le Professeur Patrick Verley présente une synthèse totalement nouvelle sur ces deux catégories d'intermédiaires, sous le double aspect des *individus* et des *entreprises* (les charges). Le plus étonnant est la mise en lumière que cette profession, *a priori* protégée par son statut dans le cas des agents de change, s'est révélée très risquée, marquée par de nombreuses faillites, durant la première moitié du XIX^e siècle.

Le chapitre suivant est consacré aux « *illégaux* » : les coulissiers. La présence de la Coullisse constitue un des deux motifs d'ahurissement sur le fonctionnement de la Bourse au XIX^e siècle. En théorie, les agents de change ont le monopole des « *effets publics* » mais, comme ce terme est imprécis et – surtout – comme l'absolue nécessité de « liquidité » du marché requiert des « *contrepartistes* », ces négociateurs interdits par la loi sont très actifs durant tout le siècle, jusqu'à leur reconnaissance officielle pour des raisons fiscales (!) en 1893, reconnaissance qui, curieusement, amorce leur déclin ! Paul-Regis Pollin met en lumière, essentiellement à partir des archives de la Préfecture de Police, l'étonnant jeu de chat et de souris auquel se livrent les coulissiers et les agents de change, ces derniers réclamant l'aide de la force publique quand le dynamisme des premiers crée une concurrence trop vive !

Le reste de l'ouvrage se concentre plutôt sur les « ingrédients », c'est-à-dire sur les actifs négociés.

À « tout seigneur, tout honneur », la seconde partie étudie la marché obligataire, qui a été la fondement de la Bourse parisienne, comme d'ailleurs des autres bourses européennes.

Jacques-Marie Vaslin analyse l'actif-phare du XIX^e siècle : les rentes d'État. La rente perpétuelle, de loin la principale source de financement de l'État, est

au cœur du paysage financier du XIX^e siècle. Pour chacune des six rentes émises entre 1798 et 1914, il relève le cours du vendredi, soit un peu plus de onze mille cours cotés. Ce qui permet la construction d'indices individuels et d'un indice général des rentes. En dehors de cette présentation statistique et graphique inédite, un des enseignements les plus inattendus de ces indices est la mise en lumière du niveau de *risque* de ces rentes, supposées être *a priori* des titres « de père de famille ». Durant plus de la première moitié du XIX^e siècle, cela n'a été nullement le cas puisque leur niveau de risque (mesuré par la « volatilité ») a été du même ordre de grandeur que celui des actions d'aujourd'hui.

La « finance d'État » dépend évidemment de la politique. Le lecteur a certainement entendu parler de la rente 3 % ainsi que du « Milliard des Émigrés ». Mais sait-il que cette rente 3 % emblématique du XIX^e siècle a été créée pour financer ce « Milliard » (qui, d'ailleurs, n'était que 850 millions) ? Christian Rietsch présente les avatars de ce projet politico-financier ainsi que sa mise en œuvre après sa difficile adoption parlementaire. Pour la petite histoire, le lecteur découvrira la raison pour laquelle Chateaubriand est renvoyé du gouvernement : la « solidarité gouvernementale » naît avec le régime parlementaire ! Louis XVIII renvoie Chateaubriand parce que ce dernier n'a pas défendu le projet gouvernemental à la Chambre des pairs qui l'a rejeté.

Suit un gros chapitre sur les emprunts de la Ville de Paris. Certes, le montant de ces emprunts comparé à celui des rentes et des obligations des sociétés privées est relativement faible. Mais, inversement, ces emprunts reflètent de manière passionnante le double aspect de l'histoire de Paris : ville-capitale *et* métropole en expansion. Ce sont d'un côté les emprunts qui sont la conséquence des occupations de 1814-1815, puis de 1871 comme de la révolution de 1848. Les autres emprunts, comme les emprunts Haussmanniens ou bien les emprunts pour le « gaz à tous les étages » ou pour le métro, financent la modernisation de Paris. Le coût (actuariel) de chacun de ces vingt-quatre emprunts est mesuré pour la première fois. Plus évocateur vraisemblablement pour le lecteur est la mise en lumière de la volonté délibérée du Conseil municipal de donner la priorité à la *petite* épargne. Plus inattendu est de découvrir que le syndicat de banques dirigé par Rothschild se fait à peine rémunérer alors qu'il réalise, avec un impressionnant brio, les opérations complexes du paiement du Tribut de 200 millions de francs imposé à la Ville par Bismarck en 1871.

La troisième partie de l'ouvrage est consacrée aux actions.

Le chapitre de Pedro Arbulu réussit un tour de force : fabriquer un indice général (mensuel) des actions françaises de 1802 à 1918. Au départ *une* action, celle de la Banque de France ; à l'arrivée 172 actions représentatives de 23 secteurs économiques. Le lecteur non spécialiste ignore vraisemblablement que la difficulté ne réside pas vraiment dans la collecte des cours relevés dans la *Cote officielle*, mais dans la nécessité de calculer un « coefficient d'ajustement » des cours lors de chaque opération de capital (généralement des augmentations de capital en numéraire). Ce qui oblige à connaître les détails techniques de

chacune de ces opérations ! Grâce à cet indice (pondéré « à la moderne » par la capitalisation boursière du secteur), toutes les analyses modernes peuvent être effectuées, à commencer par la mesure de l'évolution du *risque* des actions au cours du temps. Le fait le plus troublant est la similitude du krach de 1847-1848 avec la bulle technologique de 2002 !

Le chapitre de Gwénael Nieradzick présente une réussite de la Restauration très peu connue : la construction du réseau actuel de canaux et son financement presque exclusivement boursier. La découverte la plus originale est la méthode de financement imaginée à l'époque : vendre aux particuliers investisseurs un « package » composé de *deux* titres ; une *action d'emprunt* recevant un intérêt et qui est amortie sur trente-cinq ans à partir de la mise en service du canal ; une *action de jouissance* qui donne droit à un dividende pendant cinquante ans à partir du moment où la totalité des actions d'emprunt sont remboursées, soit quarante-cinq ans après l'émission (car il faut tenir compte des dix années de construction) ! En théorie, la durée de vie du package était donc de quatre-vingt quinze ans. En pratique, elle n'a été que d'une trentaine d'années car l'arrivée du moyen de transport concurrent – le chemin de fer – n'avait pas, bien évidemment, été anticipée. Finalement le Second Empire rachètera ces actions de jouissance.

Le chapitre suivant de Christian Rietsch et Fabrice Duneau présente lui aussi une réussite de la Restauration mais, elle, bien connue et encore bien vivante : les compagnies d'assurances. Les caractéristiques de leurs actions sont tout à fait étonnantes. Elles ne sont libérées que très partiellement et cette libération peut même se faire sans rien déboursier, par la seule mise en gage de titres de rentes d'État (dont le propriétaire continue de recevoir le coupon semestriel) ! Comme à l'époque les sinistres sont résolus très rapidement, la compagnie distribue la totalité de ses bénéfices tous les deux ou trois ans, ce qui conduit à des « taux de dividende » ahurissants. Évidemment, les détenteurs de ces actions « en or », les gardent précieusement, d'où des interruptions de cotations parfois durant de longues années. Dernière caractéristique, une méthode de cotation tout à fait curieuse et spécifique : en « pourcentage de pertes ou de profit ». Cela ne poserait pas un vrai casse-tête si les différents manuels de l'époque avaient donné une même explication et si cette dernière était compréhensible !

Alex Viaene présente le second motif d'ahurissement devant le fonctionnement de la Bourse au XIX^e siècle : le marché à terme et, surtout, celui des options appelées « *primes* ». En effet l'existence de ces deux marchés relève de la schizophrénie : les opérations à terme et conditionnelles sont strictement interdites depuis 1724, à la suite de la bulle spéculative de Law en 1720 ; or le cours de ces opérations interdites est publié à la *Cote officielle* à partir de mai 1844 ! Elles ne deviendront légales qu'en 1885. En utilisant de « vrais » cours cotés, Alex Viaene dissèque les différentes opérations de protection ou de spéculation que ces « primes » permettaient et qui apparaissent étonnamment modernes au connaisseur des contrats d'options d'aujourd'hui.

La dernière partie ne comprend qu'un chapitre qui aborde les relations internationales, ici les relations entre les places financières de Paris et de Londres. Marie-Thérèse Boyer-Xambeu, Ghislain Deleplace et Lucien Gillard s'attaquent à un problème mythique, que tous les cours soit d'histoire de la pensée, soit d'histoire économique mentionnent : « *les points d'or* ». Comme, au XIX^e siècle, le commerce de l'or est libre, quand le prix de l'or à Paris (par exemple) augmente par rapport à Londres (à cause d'un déficit de la balance commerciale), les spéculateurs anglais vont faire convoier de l'or à Paris et le vendre à l'Hôtel des Monnaies. Ce phénomène rétablit l'équilibre des comptes et l'unicité du prix de l'or sur les deux Places. En cas de baisse du prix de l'or dû à un excédent de la balance commerciale, ce sont les spéculateurs français qui envoient l'or à Londres et le même mécanisme joue en sens contraire pour rétablir les équilibres. L'originalité des auteurs est de montrer que ce mécanisme de marché ne concernait pas seulement l'or mais aussi l'argent. À partir de la collecte des cours de ces deux métaux et des taux de change sur les deux Places, ils apportent la preuve de la possibilité matérielle de tels arbitrages bimétalliques.



En fait, l'idéal pour ce passionnant domaine de la finance historique serait que les recherches soient effectuées par un binôme : un historien pour sa compétence à trouver et exploiter les sources et à replacer des événements particuliers dans un ensemble plus large *et* un financier pour sa connaissance des mécanismes techniques et des calculs.

Un tel binôme est d'ailleurs une nécessité si l'on souhaite remonter dans le temps. En effet le financier se heurte très vite à la barrière du texte non imprimé, du *texte manuscrit*. Il a la désillusion de découvrir, par exemple, que si les Lettres Patentes du XVI^e siècle sont superbement calligraphiées, elles n'en sont pas moins incompréhensibles sans une formation adéquate. Mais, heureusement, ce problème ne s'est pas posé dans le cas du XIX^e siècle où les sources sont imprimées!

Voici donc le résultat d'une véritable aventure intellectuelle et j'espère que le lecteur aura le même plaisir à découvrir, mesurer, calculer au fil des pages que les auteurs ont eu à le faire.

Georges Gallais-Hamonno



BON DE COMMANDE

Le marché financier français au XIX^e siècle

*Volume 2. Aspects quantitatifs des acteurs
et des instruments à la Bourse de Paris*

sous la direction de
GEORGES GALLAIS-HAMONNO

Prix : 40 €

Frais d'envoi par ouvrage : 6 € et 1,5 € par ouvrage supplémentaire

Nombre d'exemplaires commandés :

Mme, M.

Adresse

Code postal et ville

Tél.:

Date

Signature

Veillez libeller votre titre de paiement à l'ordre de
l'Agent comptable de Paris I (PS)

**Bon de commande
et titre de paiement à retourner aux**

Publications de la Sorbonne
212, rue Saint-Jacques, 75005 Paris
Tél. : 01 43 25 80 15
Fax : 01 43 54 03 24
publisor@univ-paris1.fr