

Les transformations du crédit en France au XIXe siècle

Pierre-Cyrille Hautcoeur
EHESS-École d'économie de Paris

Le crédit est présent partout où les deux parties d'une transaction sont différées dans le temps. Plus strictement, le crédit consiste en un versement monétaire immédiat dont la contrepartie sera versée plus tard. Loin pourtant de se réduire à cette relation entre un créancier et un débiteur, et comme ses racines étymologiques et ses usages figurés le suggèrent¹, le crédit requiert la foi et l'autorité au sein d'une communauté qu'il contribue fortement à fonder et à faire vivre.

La monnaie en est la figure la plus significative : détenir des billets n'est-il pas faire crédit à la banque qui les émet, et derrière – aujourd'hui au moins – à l'État qui la fonde ? Si la valeur de la monnaie semble encore au XIXe siècle fondée sur le métal précieux que contiennent les pièces, c'est son acceptation dans une communauté politique et économique qui fait qu'elle est recherchée et accumulée pour elle même, loin de se réduire à un intermédiaire des échanges. Au XIXe siècle, l'abstraction croissante de la monnaie – des pièces aux dépôts bancaires – est représentative d'une évolution commune à l'ensemble du crédit. Avec le rôle croissant des banques et l'augmentation de leur taille – comme de celle des débiteurs –, la relation de crédit devient moins personnelle et plus formalisée. Plus encore, se développent à une échelle inédite des marchés financiers sur lesquels, par l'échange permanent de titres représentatifs de dettes, le crédit des emprunteurs est perpétuellement évalué, ce qui n'est pas sans remettre en question les autres modalités sociales, plus pérennes, d'évaluation du crédit des personnes ou des organisations. Cette évolution repose principalement sur le développement d'institutions financières de plus en plus complexes, évolution qui conduit parfois à rendre le monde du crédit opaque aux yeux de la population.

Les principales transformations de l'activité financière au XIXe siècle en France

La monnaie: des pièces aux dépôts

Au début du XIXe siècle, une grande partie de la population française n'utilise aucun autre instrument monétaire ou financier que les pièces de monnaie. La loi monétaire du 7 germinal an XI (27 mars 1803) a établi la nouvelle parité du franc (4,5 grammes d'argent pur), légèrement augmentée par rapport à celle qu'avait la livre tournois à la veille de la Révolution. L'épisode révolutionnaire – qui avait débouché sur l'inflation et la perte de crédit de l'État comme de sa monnaie – est ainsi à la fois effacé par le rétablissement d'une monnaie solide et illustré par le remplacement officiel, en 1795, de la livre tournois de l'Ancien régime par le franc et son système décimal². Cette monnaie semi-nouvelle s'avère bien acceptée et stable, puisque sa parité ne sera pas remise en cause jusqu'à 1914, même si la circulation de

-
- 1 L. Fontaine, *L'économie morale. Pauvreté, crédit et confiance dans l'Europe pré-industrielle*, Gallimard, 2008.
 - 2 F. Crouzet, *La grande inflation. La monnaie en France de Louis XVI à Napoléon*, Fayard, 1993

nombreuses pièces d'Ancien régime ou étrangères (tant d'argent que de cuivre ou de billon) provoque initialement des inquiétudes, voire des émeutes.

La frappe de pièces d'or de 20 francs contenant 5,8 grammes d'or fin établit un prix relatif fixe or-argent (de 15,5 pour un), et donc un système monétaire bimétallique. Ce prix fixe sera mis à l'épreuve par les variations des productions d'or et d'argent (découverte d'or en Californie en 1848), qui affectent leur rareté relative. Notons aussi que des banquiers ou des commerçants collectent dans toute la France les pièces d'argent et les vendent aux banquiers (les Rothschild en premier lieu) qui, de Paris, envoient cet argent à Londres en échange d'or, dont la proportion va monter dans la circulation monétaire française. Mais pour l'essentiel, grâce à la taille de la masse monétaire française, ces chocs sont absorbés sans que les différentes pièces cessent de circuler côte à côte à leur valeur faciale dans les échanges courants³. Ceci reste vrai même après le passage de fait à l'étalon-or en 1873, quand les pièces d'argent gardent une valeur légale supérieure à la valeur de marché de leur contenu métallique.

Les billets de banque et plus encore les chèques n'apparaissent que lentement⁴. Le retard de la diffusion des billets en France par rapport à l'Angleterre est habituellement expliquée par la défiance durable provoquée par l'épisode des assignats. Ceux-ci avaient représenté l'aboutissement d'une longue réflexion théorique et de diverses expériences monétaires au XVIII^e siècle, et la garantie que leur apportaient initialement les biens nationaux avait permis des débuts réussis. Ils furent remis en cause par l'excès d'émission et l'hyperinflation qui résultèrent de la guerre et de la Terreur⁵. On comprend que l'émission de billets directement par l'Etat ne soit plus crédible après cet épisode. C'est donc à la Banque de France, qui réunit les principaux banquiers parisiens, que sera confiée cette mission. Sa politique très prudente restreint cependant la diffusion des billets et fait obstacle au développement d'autres banques d'émission, « banques de sols » des années 1795-1810 ou banques départementales des années 1815-1840⁶. Voulant réserver les billets aux commerçants et aux transactions importantes, la Banque n'émet aucune coupure inférieure à 500 francs (une année de revenu pour beaucoup de Français au début du siècle) avant les années 1840, et il faudra la guerre de 1870 pour que des montants inférieurs à 50 francs apparaissent⁷.

Enfin, les dépôts bancaires, aujourd'hui composante principale de la masse monétaire, restent très modestes jusqu'aux années 1870, et ne dépassent les espèces métalliques que vers 1900. En outre, ces dépôts sont très peu utilisés pour effectuer des paiements : la plupart des chèques servent à retirer du liquide du compte de leurs détenteurs, et les virements sont rares. En revanche, les effets de commerce ont un usage quasi-monétaire au sein du commerce et de l'industrie : les commerçants qui en ont reçu dans l'attente du paiement de leurs marchandises les utilisent fréquemment pour régler leurs fournisseurs. Les montants d'effets créés chaque année sont du même ordre de grandeur que la monnaie métallique dès les années 1830 (2,5 à

3 M. Flandreau, *L'or du monde. La France et la stabilité du système monétaire international, 1848-1873*, L'Harmattan, 1995; idem, « les règles de la pratique. La Banque de France, le marché des métaux précieux et la naissance de l'étalon-or, 1848-1876 », *Annales H.S.S.*, 51, 4, 1996, pp. 849-71

4 M. Saint Marc, *Histoire monétaire de la France, 1800-1980*, PUF, 1983

5 Th. Sargent & F. Velde « Macroeconomic features of the French Revolution », *Journal of Political Economy*, 103, 3, 1995, pp. 474-518

6 A. Plessis, *La Banque de France sous le Second Empire*, Droz, 1982-85 ; B. Gille, *La banque et le crédit en France de 1815 à 1848*, PUF, 1959 ; G. Jacoud, *Le billet de banque en France (1796-1803), de la diversité au monopole*, L'Harmattan, 1996

7 Y. Leclercq, *La banque supérieure. La Banque de France de 1800 à 1914*, Garnier, 2010

3 milliards) et beaucoup plus importants par la suite (40 milliards contre 8,8 en 1910)⁸. Grâce à ces instruments, le monde marchand garde une certaine autonomie par rapport à celui de la finance.

Le crédit : de l'interpersonnel à l'impersonnel

Pour de nombreux Français, le crédit reste limité aux circonstances exceptionnelles : accident, mauvaise récolte, maladie, circonstances familiales requérant des liquidités (mariage, successions parfois). Laurence Fontaine⁹, tout en soulignant l'importance des formes de crédit interpersonnel peu repérables pour l'historien, en montre également les limites : crédit accordé par le noble ou le notable à leur serviteur, fermier ou inférieur d'autre sorte, qui renforce les liens de clientèle et d'obligation ; crédit de l'usurier, libérateur des contraintes sociales mais leur substituant celles du paiement régulier d'intérêts élevés. Ces pratiques se maintiennent au XIXe siècle, mais elles deviennent sans doute marginales par rapport au crédit formel qui se développe fortement. Celui-ci voit se séparer plus clairement le long du court terme.

En ce qui concerne le crédit à long terme, l'extension de la propriété foncière pendant la Révolution permet à de nouvelles populations de recourir à la forme assez peu onéreuse de l'emprunt à garantie hypothécaire enregistré devant notaire (et souvent réalisé grâce à son intermédiation), que le développement du cadastre rend de plus en plus sûr. Néanmoins, si elle garde une grande importance pour les emprunts à long terme liés aux grands événements de la vie (installation familiale ou professionnelle), cette forme de crédit recule globalement à la fois du fait de l'émergence d'autres intermédiaires et instruments financiers, et de la ruine de nombre de prêteurs par l'inflation révolutionnaire¹⁰. A partir de la fondation du Crédit foncier de France (en 1852), celui-ci devient le principal pourvoyeur en crédit à long terme foncier et immobilier. Par ailleurs, les financements à long terme des entreprises commerciales et industrielles prennent de plus en plus la forme simple de l'obligation (qui se développait déjà depuis 1750), et de commandites, forme juridique renforcée par le Code de commerce de 1807 qui permet aux apporteurs de capitaux d'éviter la responsabilité illimitée pour les dettes de la société qu'ils financent, tout en gardant un certain contrôle sur le gérant responsable¹¹.

L'instrument principal du crédit à court terme est l'effet de commerce, dont le socle juridique est encore renforcé par la Révolution, spécialement lorsqu'il est écrit sur papier timbré (c'est-à-dire vendu et taxé par l'État... et enregistré de ce fait dans les statistiques mentionnées précédemment)¹². Consenté par un commerçant à son client, en général pour 60 à 90 jours, il est protégé par un privilège sur les marchandises qu'il sert à payer, et jusqu'à 1867 par le droit de faire emprisonner pour dette un débiteur récalcitrant. Il est endossable, et peut dès lors circuler aisément. Il est enfin volontiers escompté (racheté moyennement un rabais

8 G. Rouleau, *Les règlements par effets de commerce en France et à l'étranger*, Dubreuil & Cie, 1914 ; A. Plessis, « La révolution de l'escompte dans la France du XIXe siècle », *Revue d'histoire du XIXe siècle*, 23, 2001, pp. 143-63

9 L. Fontaine, op. cit.

10 Ph. Hoffman, G. Postel-Vinay et J.-L. Rosenthal, *Des marchés sans prix, une économie politique du crédit à Paris, 1660-1870*, éd. de l'EHESS, 2001

11 N. Lamoreaux & J.L. Rosenthal, « Legal Regime and Contractual Flexibility: A Comparison of Business's Organizational Choices in France and the United States during the Era of Industrialization », *American Law and Economics Review*, 7, 1, 2005, pp. 28-61

12 P. Baubeau, *Les « cathédrales de papier » ou la foi dans le crédit. Naissance et subversion du système de l'escompte en France, fin XVIIIe-premier XXe siècle*, thèse de doctorat d'histoire, Université Paris X Nanterre, 2004

correspondant à un intérêt modeste pour le délai restant à courir) par les banques, qui se chargent alors de l'encaissement.

Ces banques justement, se multiplient, et acquièrent peu à peu un rôle essentiel dans le financement, par la liquidité qu'elles garantissent aux détenteurs d'effets et par leur capacité à accumuler l'information sur les débiteurs et donc à les sélectionner. Au début du siècle, le système bancaire est très dispersé, et les banques ne se distinguent souvent pas des commerçants aisés employant leurs liquidités disponibles en effets de commerce. Chaque banquier exerce une activité principalement locale, et l'entreprise bancaire ne se distingue pas clairement du banquier individuel et de ses relations personnelles. L'activité bancaire laisse de ce fait peu de traces permettant à l'historien de mesurer son importance. Seules les grandes banques parisiennes formant la Haute Banque et, dans une moindre mesure, celles des grands ports, se distinguent par l'importance et l'internationalisation de leur activité, qui n'est néanmoins pas qualitativement différente de celle des autres banquiers.

La grande innovation est la création de la Banque de France en 1800, à qui l'État accorde – moyennant surtout un droit d'influence traduit par la nomination du gouverneur – le privilège d'émission de billets. Elle a d'emblée une force de frappe incomparable par rapport à ses concurrents (son capital atteint 90 millions dès 1806) et joue très vite un rôle de refinancement du système bancaire, auquel elle accorde le réescompte d'effets (ou éventuellement des avances contre dépôt de titres choisis). Néanmoins, elle est généralement accusée de freiner la croissance en restreignant le crédit par une politique d'une excessive prudence. De ce fait, à la Restauration puis plus encore en 1835-38, les notabilités régionales parviennent à faire valoir les demandes des milieux financiers des grandes villes, et des banques départementales d'émission se créent avec l'accord du gouvernement à Rouen, Nantes, Bordeaux, puis Lyon, Marseille, Toulouse, Orléans, Le Havre et Lille.

Au même moment – et parfois non sans liens – des banques tentent d'accélérer leur développement en innovant dans les formes du crédit : au-delà de l'escompte d'effets de commerce à court terme, investissement sûr et liquide, mais peu profitable, elles immobilisent leurs fonds propres voire des dépôts dans des entreprises industrielles (textile, sidérurgie et métallurgie en particulier), pour profiter du dynamisme de ces secteurs aux progrès techniques rapides¹³. Jacques Laffitte – qui a été Ministre des Finances sous la Monarchie de Juillet – est un des plus audacieux, avec la fondation de sa Caisse générale en 1837.

Par deux fois, en 1839 et en 1847, les crises renversent nombre de ces intrépides. En 1848, quand la Révolution s'ajoute à la crise, la Banque de France obtient le monopole de l'émission de billets en reprenant toutes les banques d'émission existantes. En contrepartie, des comptoirs d'escompte sont créés avec l'appui de l'État en diverses villes, et la Banque s'engage à élargir son action au-delà du cercle de ses grands actionnaires parisiens. Elle reste pourtant aussi prudente dans l'octroi de ses crédits, ce qui conduit à un renouveau des controverses autour de son rôle. Ainsi, les frères Pereire, qui reprennent à une échelle largement accrue les ambitions de banque d'affaires de Laffitte, se heurtent-ils aussi à la Banque de France (et aux Rothschilds qui la contrôlent avec les membres de la haute banque parisienne). Aussi la Banque refuse-t-elle de les sauver lorsque leurs innombrables immobilisations à long terme (dans les chemins de fer d'Europe centrale et méridionale, mais aussi et surtout dans l'immobilier parisien ou marseillais) les rendent incapables d'honorer leurs engagements à court terme lors de la crise de 1867. Les banques d'affaires qui prennent le relai du Crédit Mobilier, qu'il s'agisse de la Banque de Paris et des Pays Bas (créée en 1872) ou de celle de l'Union Parisienne (en 1874), prennent garde à mieux adosser les emplois longs à des ressources de maturité similaire, réduisant en particulier, par des fonds propres importants, les risques liés à la transformation. Des banques régionales jouent souvent

13 M. Lévy-Leboyer, « Le crédit et la monnaie », in F. Braudel et E. Labrousse (dir.) *Histoire économique et sociale de la France*, III, 1976, p. 347-471 ; B. Gille, op. cit.

le même rôle dans les régions dont le développement industriel le requiert, en particulier le Rhône, le Dauphiné ou la Lorraine demeurée française ; elles s'appuient sur les notables locaux, mais aussi parfois sur des capitalistes étrangers (belges ou suisses spécialement), et bénéficient du soutien discret de la Banque de France¹⁴.

Symétriquement, les grands établissements de crédit, qui se sont développés très rapidement à partir du Second Empire (Crédit lyonnais, créé en 1863, Société générale en 1865) évitent l'octroi de prêts à long terme au profit du crédit à court terme par l'escompte, surtout après les crises que connaissent en 1882 l'Union générale et en 1889 le Comptoir d'escompte du fait d'investissements imprudents¹⁵. Ils y ajoutent une activité de placement de titres s'appuyant sur leurs vastes réseaux.

Le système bancaire se caractérise donc à la fin du siècle par une grande variété d'institutions : les banques locales subsistent avec difficulté face à la concurrence des établissements de dépôts sur le marché de l'escompte des effets commerciaux ; les banques régionales et les banques d'affaires parisiennes soutiennent l'industrialisation en facilitant le financement à long terme ; la Banque de France, tout en maintenant une activité d'escompte direct, se concentre de plus en plus sur le réescompte d'effets préalablement escomptés par des banques, sur la résolution des crises (comme en 1882 et 1889), et sur le maintien de la convertibilité métallique de la monnaie. Elle apprend ainsi son métier de Banque centrale avant d'en avoir le titre.

Les marchés financiers

Si les intermédiaires financiers jouent un rôle essentiel dans la distribution du crédit, une autre institution prend au XIXe siècle une place inédite : les bourses de valeurs mobilières. Certes, des bourses existaient depuis longtemps dans nombre de grandes places commerciales et financières, d'Amsterdam à Londres en passant par Lyon. Mais leur rôle restait limité, spécialement en France. Au XVIIIe siècle, la dispersion de la dette publique en une multitude de titres différents, souvent peu négociables car liés aux caractéristiques spécifiques des prêteurs, avait interdit l'émergence d'une véritable bourse des valeurs. En 1800, la réorganisation de la Bourse de Paris résulte de la consolidation de la dette publique (banqueroute des deux tiers de 1797), désormais entièrement fongible, négociable et dont les détenteurs exigent une rassurante liquidité. De fait, la liquidité (la possibilité de revendre à tout moment sans subir une baisse de valeur liée à sa propre vente) est la principale vertu d'une bourse, et l'objectif de toute son organisation. Sans liquidité, pas d'acheteurs, et donc en premier lieu pas de souscripteurs que ce soit aux emprunts ou aux émissions d'actions¹⁶.

Dès l'origine, les bons observateurs sont conscients qu'il y a difficilement liquidité sans spéculation, sans des acteurs qui « animent » le marché en réalisant des opérations à forte fréquence en vue de bénéfices de court terme, et qui de ce fait peuvent absorber les ventes ou achats des investisseurs à plus long terme en s'en faisant les contreparties. La tension entre la vertu de la liquidité et le caractère immoral voire déstabilisant de la spéculation, telle que celle-ci est perçue à l'époque, conduit à des solutions institutionnelles subtiles.

14 S. Nishimura, « The French Provincial Banks, the Banque de France, and Bill Finance, 1890-1913 », *Economic History Review*; 48, 3, 1995, pp. 536-54 ; J.-M. Moine, « Banque locale et financement de l'industrialisation. La banque Thomas et la sidérurgie du bassin de Longuy (1863-1907) » in M. Lescure et A. Plessis (dir.), *Banques locales et banques régionales en France au XIXe siècle*, A. Michel, 1999. G. Bazot, « Credit constraints and distance, what room for central banking: The French experience (1880-1913) », document de travail, Ecole d'économie de Paris, 2010.

15 J. Bouvier, *Le Crédit lyonnais de 1863 à 1882, les années de formation d'une banque de dépôts*, SEVPEN, 1961 ; idem, *Le krach de l'Union générale (1878-1885)*, PUF, 1960

16 P.-C. Hautcoeur, *Le marché financier français au XIXe siècle*, Publ. de la Sorbonne, 2007

Sur les bourses françaises, le choix d'une forte régulation des opérations vise à limiter les risques de déstabilisation du marché. Il s'appuie sur l'interdiction des opérations à terme et sur la (re)création d'une corporation, la Compagnie des agents de change, qui se voit octroyer le monopole des opérations de bourse et déléguer la gouvernance du marché. Celle-ci organise la solidarité entre ses membres (pour protéger leurs clients), assortie du strict contrôle de leurs opérations (pour éviter qu'ils prennent des risques en les faisant endosser par leurs collègues). Paradoxalement, ni l'État ni la Compagnie ne s'opposent au contournement de ces règles : d'une part, un marché parallèle se met en place, sur lequel opèrent des intermédiaires, les coulissiers, qui ne sont soumis à aucun des contrôles que s'imposent les agents de change ; d'autre part, les opérations à terme sont pratiquées par les agents de change comme par les coulissiers. Dans les deux cas, la raison est la même : on peut sécuriser le marché officiel, mais on ne peut pas empêcher la spéculation, faute de laquelle l'absence de liquidité étoufferait le marché et empêcherait l'État lui-même de placer ses emprunts¹⁷.

Cet ensemble surprenant d'institutions formelles et informelles fonctionne et s'adapte suffisamment bien pour permettre un fort développement du marché boursier (principalement à Paris, où se concentre la spéculation). Né pour la dette publique, au service d'un projet politique thermidorien qui donne au marché financier un contrôle sur le gouvernement que Bonaparte lui-même ne limitera qu'en évitant d'emprunter, le marché élargit rapidement son activité à d'autres titres : les titres de dettes publiques étrangères dès les années 1820 ; ceux des rares sociétés anonymes (car soumises à autorisation jusqu'à 1863), mais aussi des sociétés en commandite par actions, leur substitut presque parfait, sociétés pour lesquelles un véritable engouement existe dans les années 1830, lequel débouche sur une crise boursière en 1839. Ajoutons les titres des actions de chemins de fer, à partir des années 1840 et surtout de 1852, qui permettent au marché de changer véritablement d'échelle (le capital social de chacune des grandes compagnies dépasse la centaine de millions de francs, beaucoup plus que les plus grandes entreprises cotées jusque là) ; puis les titres des nouveaux établissements de crédit mentionnés supra, qui n'auraient pu se développer sans les fonds propres trouvés en bourse (et plus encore, dans le cas du Crédit foncier, sans les innombrables et considérables émissions d'obligations qu'il y place) ; les titres enfin des entreprises industrielles françaises et même étrangères qui recourent au marché financier, à partir surtout des années 1890, pour émettre actions ou obligations et développer leurs investissements ou élargir leur actionnariat.

Ces émissions de titres sont organisées et placées initialement par les banques, mais ce sont bien les marchés boursiers qui sont désormais au centre du crédit. En 1914, les titres cotés à la Bourse de Paris représentent une valeur équivalente à quatre fois le PNB français. C'est en Bourse que sont déterminés les taux d'intérêt sur la dette publique, véritable thermomètre du marché, mais aussi les taux à court terme, grâce au marché des reports sur les opérations à terme. C'est là que l'information est synthétisée, la liquidité produite, le crédit accordé ou refusé.

Quelques interprétations de ces transformations

L'intégration financière

17 P. Lagneau-Ymonet et A. Riva « Les opérations à terme à la Bourse de Paris au XIX^e siècle », in A. Stanziani et N. Levratto (dir.), *Le capitalisme au futur antérieur. Crédit et spéculation en France, : la France fin XVIII^e – début 20^e siècles*, Bruxelles, Bruylant, 2010 ; P.-C. Hautcoeur & A. Riva « The Paris financial market in the XIXth century. Complementarities and competition in microstructure », *Economic History Review*, à paraître.

La lecture économiste classique de ces transformations y voit la progression vers un marché du crédit intégré et efficace, c'est-à-dire d'un marché dans lequel les conditions locales du crédit (les taux d'intérêt) ne seraient plus déterminées par l'offre et la demande locales de capitaux mais par l'ensemble des offres et demandes nationales, voire mondiales, les marchés locaux étant équilibrés par des flux entrants ou sortants. Selon ce modèle interprétatif, nous partons d'une situation initiale de segmentation des marchés – où par exemple les épargnants toulousains sont obligés de prêter à bas taux aux rares investisseurs locaux, tandis que les nombreuses entreprises lorraines doivent emprunter à haut prix aux rares épargnants des environs – segmentation qui peut être géographique mais aussi sectorielle ou sociale. Elle repose sur des coûts de transaction variés : obstacles administratifs (taxes, douanes, prix administrés), coûts de transport pour les biens physiques, coûts d'information principalement pour les marchés financiers.

Or les interventions administratives sur les marchés financiers se réduisent fortement au XIXe siècle (alors que l'interdiction de l'usure avait encore un impact au siècle précédent). En outre, nombre d'innovations réduisent les coûts de transaction. Enfin, l'information s'améliore grâce à l'émergence d'une presse financière considérable (quoique souvent corrompue) ou d'agences d'information diffusant des listes d'entreprises fiables (ou de faillis !)¹⁸. Celles-ci bouleversent un monde où l'information, même si elle était publique de droit (ainsi des décisions judiciaires ou des statuts des sociétés¹⁹) l'était rarement de fait. Également importantes s'avèrent la professionnalisation et la spécialisation des agents financiers, dont la formation comptable ou actuarielle s'améliore ; ils sont formés au sein de sociétés bancaires ou d'assurance de plus en plus sophistiquées, où la collecte et l'analyse d'information deviennent un enjeu majeur²⁰. Dans l'ensemble, l'insuffisance et les inégalités d'accès à l'information n'empêchent plus l'intégration du marché financier à la fin du XIXe siècle²¹.

Surtout, les nouveaux instruments et les nouvelles organisations jouent un rôle essentiel dans l'émergence d'un marché *national* du crédit. Avant 1850, la circulation des billets de la Banque de France tout comme l'extension progressive de son activité en province peuvent être vus ainsi, car la Banque permet des virements sans coût entre ses succursales, réduit le prix de l'encaissement d'effets de commerce hors de leur région d'émission, enfin homogénéise le taux de l'escompte en prêtant partout au même taux. Plus tard, l'émergence des banques de dépôts aux multiples succursales (près d'un millier dans toute la France pour les plus importantes à la fin du siècle) a le même effet, et permet des réallocations de capitaux entre régions. De même, le Crédit foncier contribue à unifier le taux du crédit hypothécaire. Enfin, si les bourses de province jouent surtout un rôle dans la circulation régionale des capitaux, la Bourse de Paris a une fonction unificatrice parce qu'elle inscrit à sa cote les titres provinciaux les plus importants et qu'elle sert de marché de référence pour les titres d'envergure nationale, à commencer par la dette publique. A la fin du siècle, l'intégration financière devient même internationale, grâce à la multiplication des succursales à l'étranger des grandes banques, et surtout à l'émission en France puis la cotation à Paris de très nombreux titres étrangers (ils représentent la moitié de la capitalisation boursière en 1914).

Cette vision d'une intégration toujours croissante du marché du crédit, qui s'élargirait progressivement du local à l'international en passant par le régional et le national, appelle

18 Par exemple H. Mascaret, *Dictionnaire des faillites*, Paris, 1863ss.

19 N. Lamoreaux et J. L. Rosenthal, op. cit.

20 M. Flandreau, « Le Service des Etudes Financières sous Henri Germain (1871-1905). Une macroéconomie d'acteurs », in B. Desjardins (dir.) *Le Crédit Lyonnais (1863-1986) : études historiques*, Droz, 2003, p. 271-302

21 P.-C. Hautcoeur "Asymétries d'information, coûts de mandat et financement des entreprises françaises (1890-1936)", *Revue Economique*, L, 5, 1999, pp. 1053-1087

cependant des correctifs. Les économistes la conçoivent souvent comme un mouvement spontané résultant de l'amélioration des techniques d'information et de transport. Or l'unification nationale ne se fait pas naturellement mais sous l'effet d'une volonté politique, par le développement d'institutions étatiques (un droit commercial *national*, le réseau du Trésor, la Caisse des dépôts), semi-privées (la Banque de France) ou privées (les banques).

Par ailleurs, la tendance n'empêche pas les reculs et les disparités. Les guerres révolutionnaires ont réduit l'internationalisation des activités qui faisait la force des grands négociants-banquiers ; ils ne les reconstituent que par des compromis avec l'État (la Banque de France) ou les nouvelles banques (pour l'émission de titres). En outre, si les PME sont effectivement plongées après 1870, à travers les banques de dépôt, à un marché du crédit national, leur situation concurrentielle relative peut se détériorer si, à l'échelle locale, une banque de dépôt en monopole se substitue à la concurrence de banquiers locaux. Enfin, sur le plan social, la montée du nombre des faillites suggère que le crédit (d'abord commercial) se diffuse vers les plus petites entreprises, mais les différences entre régions demeurent considérables, ce qui suggère le maintien de segmentations tant locales que sociales, et sans doute sectorielles²².

Innovation, spéculation, crise

Il y a bien intégration du marché du crédit, puisque se développent de multiples entreprises et institutions qui réunissent l'information sur les emprunteurs, améliorent la productivité et réduisent les coûts de transaction par une organisation efficace, mais il ne faut pas ignorer les tensions et ruptures qui affectent en permanence cette évolution. Elles tiennent en particulier à ce que l'on qualifie, au cœur de l'activité financière, de « spéculation ».

Dans une perspective schumpétérienne, l'innovation technologique dépend de la spéculation financière pour se diffuser, car la spéculation permet aux innovateurs, aux spéculateurs et aux banques « d'encaisser » par anticipation une partie des gains économiques qui vont résulter de l'innovation, et les pousse ainsi à *se lancer* sans attendre. Le processus peut se dérouler à l'échelle d'une entreprise, d'un petit secteur, ou d'une région, mais il prend une tout autre portée lors des grands mouvements nationaux (ou internationaux) comme les vagues d'investissement dans les canaux (années 1820), les chemins de fer (années 1840-60) ou l'électricité (après 1890). Devant de tels défis, le crédit s'accroît – crédit bancaire, crédit par achat de titres, crédit aux acheteurs de titres –, le tout porté par la confiance générale dans le potentiel de l'innovation. Le processus ne s'arrête que lorsqu'il est allé trop loin, que des investissements improductifs ont été réalisés, des crédits accordés pour des projets irréalisables ou improductifs, et qu'éclate donc une crise : krach boursier, crises bancaires, faillites, chômage et contraction du crédit et de l'activité économique, jusqu'au moment où les perspectives de profit reparaissent et où le cycle repart. Les fluctuations du crédit sont ainsi une composante essentielle des cycles de l'économie dans son ensemble, selon un mécanisme qui commence d'être identifié par Clément Juglar vers 1860 et apparaît de plus en plus comme une loi d'airain du capitalisme²³.

Les innovations financières que nous avons décrites jouent un rôle ambivalent dans ce processus. Leur apparition permet de renforcer le fonctionnement des marchés du crédit, en améliorant par exemple l'information du prêteur ou la diversification de ses placements. Mais

22 L. Marco, *La montée des faillites en France, XIXe-XXe siècles*, L'Harmattan, 1989 ; J.-C. Martin, « Le commerçant, la faillite et l'historien », *Annales ESC*, 35, 6, 1980, pp. 1251-68. P.-C. Hautcoeur et N. Levratto, "Petites et grandes entreprises face à la faillite en France au XIXe siècle : du droit à la pratique", in Stanziani et Levratto, op. cit.

23 C. Juglar, *Des Crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, A. Picard, 1891

de même qu'elle augmentent la confiance, elles poussent à l'accroissement du crédit lors des phases spéculatives. Dès lors qu'il est difficile de mesurer correctement ces risques, la concurrence entre les banques les amène à abuser de la confiance qu'on leur accorde pour accroître leurs profits... en même temps que les risques. D'autant que, lorsque s'ensuivent une crise et des pertes, elles n'en subissent qu'une partie du fait de la responsabilité limitée des actionnaires voire, à la fin du siècle, des sauvetages organisés par les pouvoirs publics.

Ainsi, la « révolution de l'escompte » qu'évoque Alain Plessis débouche sur des faillites par excès de recours au réescompte (car la banque qui y procède reste légalement solidaire des débiteurs défaillants). Le développement des marchés à terme se heurte régulièrement à la tension entre l'instauration de règles de solidarité stabilisatrices et l'incitation à la prise de risque²⁴. Enfin les banques de dépôt les plus performantes organisent des départements entiers d'analyse financière mais sont tentées d'abuser de l'information ainsi acquise, ou bien négligent la mobilité potentielle de leurs dépôts. Même les bourses tentent d'établir leur propriété (même fugitive) sur les prix qu'elles produisent, de manière à en tirer profit²⁵.

Aujourd'hui, ces crises donnent lieu à des interventions régulatrices de l'État. Au XIXe siècle, ces interventions sont loin d'aller toujours dans le sens d'un contrôle étatique accru. La Banque de France sort renforcée des crises, durant lesquelles elle joue un rôle de stabilisateur (dès 1847) voire de prêteur en dernier ressort (depuis 1882 au moins), mais c'est encore une banque privée, dont l'action au service du bien public consiste aussi à éviter une surveillance directe des banques par l'État. Quant à l'interdiction des opérations à terme ou au monopole des agents de change, ils sont alternativement renforcés ou remis en cause après les crises boursières, qu'on explique déjà par un excès aussi bien qu'un défaut de régulation...

Les transformations des modalités du crédit au XIXe siècle conduisent donc peut-être moins à des progrès linéaires qu'à une modification des formes que prend le jeu perpétuel de la spéculation et de la crise, jeu dont l'intervention régulatrice de l'État accroît la complexité plus que la nature.

Économie politique du crédit

La fonction de régulateur est assumée par l'État selon des modalités variables au fil du temps et avec la modération qu'exige tout au long du siècle le libéralisme dominant. Mais si l'État intervient dans le monde du crédit, c'est soit dans son propre intérêt, soit et le plus souvent au profit – proclamé ou masqué – de certaines catégories sociales.

L'État a d'abord un rapport instrumental avec la finance : pour renforcer son crédit et la sécurité de ses ressources, il doit d'abord éviter la dépendance. Sous l'Empire, la création d'un réseau du Trésor puissant, dont les dirigeants locaux (les Trésoriers payeurs généraux) sont responsables sur leurs propres deniers, assure les encaissements et les paiements de l'État et lui garantit un crédit à court terme indépendant du marché²⁶. Pour renforcer son crédit à long terme à la veille des grands emprunts de libération du territoire de 1818, l'État crée en 1816 la Caisse des dépôts et consignations, qui doit employer en titres de la dette publique les divers fonds déposés obligatoirement entre ses mains, en particulier, à partir de 1837, les fonds très importants des caisses d'épargne, lesquels s'accroissent fortement en 1881 avec la création de la caisse nationale d'épargne (postale)²⁷.

24 Lagneau et Riva, op. cit.

25 Mulherin J.H., J.M. Netter & J.A. Overdahl, « Prices are property: the organization of financial exchanges from a transaction cost perspective », *Journal of law and economics*, 34, 2, 1991, pp. 591-644

26 Z. Khang, « L'État constructeur du marché financier », in P.-C. Hautcoeur, *Le marché financier*, op. cit., pp. 159-93

27 C. Christen Lécuyer, *Histoire des caisses d'épargne en France, 1818-1881. Une étude sociale*, thèse de doctorat, Université Paris 7, 2003.

Ces dispositifs renforcent le pouvoir central et accroissent la stabilité des finances publiques lors des crises. Ils aident la dette publique à passer du statut d'actif spéculatif sous la Restauration à celui de valeur de père de famille à la Belle époque, comme le traduit la baisse progressive du taux d'intérêt qu'elle rapporte (il ne dépasse plus 4% après 1879) et la facilité avec laquelle l'État est en mesure d'emprunter en quelques mois près de 25% du PNB au titre des emprunts de libération du territoire après 1870.

Néanmoins, cet accroissement du crédit de l'État résulte plus profondément des liens mutuels d'intérêt qui se développent entre l'État et la bourgeoisie, dont le monde de la haute finance parisienne est souvent le représentant le plus visible et le plus emblématique.

À la Restauration, la noblesse (qui reçoit le milliard des émigrés en rentes sur l'État) et la grande bourgeoisie parisienne (dont la fortune est plus dépendante encore de la dette publique) obtiennent l'adoption (sur le modèle britannique) des règles intangibles sur lesquelles repose le crédit des États au XIX^e siècle : contrôle du Parlement sur les budgets et règle implicite d'équilibre budgétaire en temps de paix ; autonomie de la Banque de France (garante, avec l'équilibre budgétaire, de la stabilité monétaire) ; faiblesse de la fiscalité sur le capital, respect du secret des affaires et limitation des régulations financières. Mais si ce cadre n'est plus remis en question par la suite (même la Commune respecte l'or de la Banque de France), l'accès au crédit demeure un enjeu crucial dans les rivalités politiques tout au long du siècle.

Sous la Restauration, la fortune terrienne est encore dominante dans les patrimoines, surtout ceux de la noblesse provinciale. Celle-ci s'allie volontiers avec des entrepreneurs industriels pour favoriser le développement régional (par exemple dans la sidérurgie, ou pour les premiers chemins de fer, autour de Saint-Étienne) et elle réclame alors une décentralisation du crédit. Elle obtient brièvement gain de cause avec les banques d'émission de province et les caisses d'épargne.

Mais dès 1830, l'arrivée au pouvoir successivement de deux grands banquiers parisiens (Jacques Laffitte puis Casimir Périer) témoigne des liens entre le gouvernement parlementaire (censitaire) et la grande bourgeoisie parisienne, et la noblesse est évincée. La centralisation du crédit s'accroît – le Second Empire renforcera la tendance – et les projets de développement industriel sont désormais davantage initiés par Paris que par la province²⁸. Cela n'empêche pas du reste d'autres rivalités pour l'accès au crédit, comme celle qui oppose les Rothschild aux frères Pereire lors de la structuration du réseau ferroviaire sous le Second Empire. Le développement du Crédit mobilier est un succès des Pereire, mais leur crédit est durablement affecté par le refus qui leur est opposé (du fait de l'influence des Rothschild au sein de la Banque de France) de prendre le contrôle d'une Banque de Savoie qui aurait gardé un pouvoir d'émission²⁹.

Avec la Troisième République, la grande bourgeoisie parisienne doit davantage tenir compte de l'intérêt d'une bourgeoisie plus modeste et provinciale. En effet, tandis que la première oriente ses placements financiers vers les actions, plus rentables³⁰, le nombre de détenteurs de dette publique (sous forme de rente) augmente considérablement pour dépasser sans doute trois millions en 1914, ce qui fait des rentiers un groupe social crucial pour le pouvoir. Il existe au sein de la bourgeoisie provinciale des éléments dynamiques qui souhaitent un retour à un développement économique plus décentralisé, tentent de relancer les bourses de province (avec un succès variable) et obtiennent l'appui de la Banque de France au

28 M. Lévy-Leboyer, *op. cit.*

29 J. Bouvier, *Un siècle de banque française*, Hachette, 1973.

30 D. Le Bris et P.-C. Hautcoeur, "A Challenge to Triumphant Optimists ? A New Blue Chips Index for the Paris Stock-Exchange (1854-2007)", *Financial History Review*, 17, 2, 2010, pp. 141-83. On notera en outre que la rente d'Etat est insaisissable et non imposable.

financement régional, via de nouvelles succursales et un refinancement des banques régionales. Mais c'est plutôt la composante rentière de cette bourgeoisie qui va l'emporter. Elle a comme priorité absolue la stabilité monétaire et s'accommode très bien de la déflation qui résulte, dans les années 1880, de la conjonction de la crise financière et du passage à l'étalon-or³¹. Le placement en titres présente pour elle l'avantage de la liquidité, de la discrétion (totale pour les titres au porteur, majoritaires) et d'une rentabilité substantielle grâce à la faiblesse des impôts.

Car l'État n'avance que très prudemment dans la taxation des revenus financiers : la retenue à la source établie en 1872 sur le revenu des valeurs mobilières ne dépasse pas 3% (4% après 1890) et la rente française en est dispensée (comme des droits de succession). L'impôt sur les transactions de Bourse créé en 1893 n'affecte pas les rentiers dont le portefeuille ne tourne pas, et favorise également la rente. C'est sans doute aussi pour satisfaire les rentiers et leur préférence pour la sécurité que l'État maintient une dette publique élevée au lieu de l'amortir progressivement comme en Grande-Bretagne³². Et quand il finit en 1898 par renforcer le monopole des agents de change au détriment de la Coullisse, c'est sans doute moins par souci d'efficacité du marché que pour satisfaire la demande de stabilité des rentiers et flatter une vague populiste, adroitement instrumentalisée, d'opposition aux spéculateurs allemands et juifs³³.

Ces faveurs envers la bourgeoisie rentière résultent sans doute d'une alliance politique entre celle-ci et la grande bourgeoisie financière parisienne, alliance qui met cette dernière à l'abri des risques que lui fait courir la démocratisation politique après 1870. On l'accusera d'avoir préféré cette alliance rentière à un appui aux entrepreneurs industriels, d'avoir moins soutenu les banques et les PME de province ou les investissements directs à l'étranger que les exportations de capitaux vers des États alliés ou des colonies où se nouent les « grandes affaires »³⁴. Si cette accusation (portée dès l'époque³⁵) exagère peut-être l'improductivité d'exportations de capitaux dont la rentabilité financière était élevée³⁶, elle signale bien une préférence pour la conservation sociale, où la transmission des patrimoines par l'héritage l'emporte sur l'accumulation de nouvelles richesses par l'entreprise³⁷.

Quelque intégré que soit alors en apparence le marché du crédit, il exclut donc sans doute une partie des entrepreneurs potentiels. Et il ne faut pas omettre ce que recouvre cette intégration : les banquiers locaux disparaissent ; les notaires se retirent de l'activité de crédit ; les banques régionales n'ont pas accès à l'épargne captée par les caisses d'épargne ou par les banques de dépôt nationales. A la veille de la guerre, l'essentiel de la population, qui n'avait encore jamais touché un billet de banque avant 1870, n'a pas de compte bancaire ni même en caisse d'épargne, et aurait le plus grand mal, faute de crédit, à créer le moindre atelier ou

31 P.-C. Hautcoeur "Le marché financier de 1870 à 1900", in M. Lutfalla, Y. Breton & A. Broder (dir.), *La longue stagnation en France, l'autre grande dépression (1873-1897)*, Economica, 1997, pp. 193-224

32 B. Théret, « Régulation du déficit budgétaire et croissance des dépenses de l'Etat en France de 1815 à 1939. Une modélisation économétrique simple des régimes fisco-financiers libéraux » *Revue économique*, 46, 1, 1995, pp. 57-90

33 P.-C. Hautcoeur, A. Rezaee et A. Riva, « How to regulate a financial market ? The impact of the 1893-1898 regulatory reforms on the Paris Bourse », document de travail, Ecole d'économie de Paris, 2010.

34 R. Girault, *Emprunts russes et investissements français en Russie, 1887-1914*, CHEFF, 1999; J. Thobie *Intérêts et impérialisme français dans l'Empire ottoman : 1895-1914*, publ. de la Sorbonne, 1977

35 R. Hilferding, *Das Finanzcapital*, Wien: Volksbuchhandlung, 1923; Lysis (E. Letailleur), *Contre l'oligarchie financière en France*, La Revue, 1908.

36 A. Parent, et C. Rault, « The influences affecting French assets abroad prior to 1914 » *Journal of Economic History*, 64, 2, 2004, pp. 328-62

37 Th. Piketty, « On the Long-Run Evolution of Inheritance: France 1820-2050 », document de travail, Ecole d'économie de Paris, 2010

commerce. Moyennant quoi se développe – mais cela doit-il surprendre ? – une hostilité mêlée d'ignorance envers la finance.

Les transformations du crédit au XIXe siècle peuvent donc être décrites comme une succession d'innovations institutionnelles qui permettent de moderniser les instruments monétaires, d'ouvrir de nouveaux accès au crédit et de concilier la liquidité des placements et le financement stable de l'investissement par la Bourse. Ce tableau optimiste mettrait en lumière la diminution des coûts de transaction, l'amélioration de l'information, enfin l'intégration nationale puis internationale des marchés.

Un regard moins naïf notera la récurrence de crises financières qui résultent non seulement de l'incapacité des nouveaux instruments et institutions à éviter les emballements du crédit, mais bien souvent de ces innovations mêmes. L'État, qui pourrait tenter d'atténuer ces déficiences, tend d'abord à s'occuper de ses intérêts en créant son propre système de crédit. Lorsqu'il arbitre les conflits entre les institutions de crédit, c'est souvent au profit d'une élite bourgeoise et parisienne ou, accessoirement, du monde des rentiers. Le crédit s'est développé, certes, mais l'accès y reste inégal et difficile pour une grande partie de la population.