

Le marché financier français entre 1870 et 1900

Pierre-Cyrille Hautcœur^a

Des indicateurs financiers sont souvent utilisés pour qualifier de grande dépression la période qui s'étend entre la fin des années 1860 et celle des années 1890. Ainsi, les grands emprunts de libération du territoire, la crise boursière de 1882 liée au krach de l'Union générale, puis les difficultés du Comptoir d'escompte en 1889 semblent marquer les étapes de la dépression en France. De manière moins centrée sur la conjoncture, Kondratieff, Schumpeter ou Simiand (pour ne reprendre que les premiers défenseurs de l'idée selon laquelle ces années constitueraient la phase descendante d'un cycle qui se prolongerait jusqu'à la Grande guerre par la seconde révolution industrielle) mettaient le taux d'intérêt parmi les indicateurs de cette dépression. De fait, la baisse du rendement exigé par les épargnants sur les titres à revenu fixe est une caractéristique de cette période moins ambiguë que celles des prix ou des taux de croissance de la production. Mais doit-on considérer le marché financier comme le meilleur reflet de la situation économique d'alors, ou au contraire comme l'un des responsables de la faible réussite de l'économie française d'alors ? Telle est la question à laquelle nous tentons de répondre ci-dessous. Dans ce but, nous examinerons d'abord les chocs successifs que rencontre le système financier français durant notre période, puis nous étudierons au niveau macro-économique pourquoi la baisse des taux n'a pas facilité une reprise plus précoce. Enfin, nous chercherons à savoir si l'on doit regarder le marché financier comme imparfait en examinant à quel point de son fonctionnement l'allocation des épargnes aux besoins d'investissement a pu être déterminée par d'autres considérations que leur efficacité maximale.

UNE SUCCESSION DE CHOCS FINANCIERS

La lecture la plus spontanée (et pas nécessairement la plus superficielle) de cette période explique la relative médiocrité des performances de long terme de l'économie française par la succession de chocs ayant l'un après

^a École normale supérieure et DELTA (unité mixte de recherche CNRS-EHESS-ENS).

l'autre freiné l'activité ou retardé la reprise. Ces chocs ont en commun d'avoir, directement ou indirectement, impliqué le marché financier, qui a été en général le moyen de leur transmission à l'économie.

Le plus important de ces chocs est la guerre de 1870, avec ses coûts directs puis le paiement à l'Allemagne de l'indemnité qui en résulte. L'énormité du montant de celle-ci (5 milliards de francs) met à l'épreuve le marché financier et monétaire parisien. Si les deux emprunts massifs de 1871 et 1872 se passent, à la surprise générale, sans difficultés majeures (les souscriptions se déroulent bien, le franc n'est pas menacé), les conséquences n'en sont pas moins importantes. Le coût total de la guerre et des emprunts de libération atteint 11,4 milliards, soit 7 mois de revenu national. C'est donc l'équivalent de plusieurs années d'épargne qui est perdu, ce dont l'investissement ne peut que sentir le contrecoup. Par ailleurs, une partie des titres étrangers détenus en France ont été liquidés, ce qui diminue durablement le poste "revenus de capitaux" de la balance des paiements et la rend plus sensible aux fluctuations des opérations commerciales.

En outre, la facilité apparente avec laquelle les emprunts sont couverts crée une euphorie financière factice dangereuse. En réalité, ce placement n'a été aisé que du fait des taux élevés consentis par un nouveau régime qui y joue sa crédibilité. Les profits des intermédiaires durant le placement des émissions, puis les gains en capital considérables réalisés par les souscripteurs dès le retour des taux à leurs niveaux antérieurs, vont contribuer à cette euphorie. Celle-ci débouche sur le deuxième choc majeur de notre période : le krach boursier dit "de l'Union générale" qui a lieu au début de 1882.

La faillite du Crédit mobilier, dont les difficultés largement antérieures au conflit sont liquidées en 1871 par une réduction de capital de 112 millions, a mis en garde les banquiers contre les excès du crédit à l'investissement. Le principe de fonctionnement du Crédit mobilier consistait à détenir un portefeuille important de titres et de commandite industrielles, qu'il renouvelait en fonction des nouvelles opérations qu'il lançait et des gains réalisables sur son portefeuille. Contrairement à son principe de division sectorielle des risques, le Crédit mobilier s'est engagé excessivement dans l'immobilier parisien et marseillais ; et sa chute a résulté de l'effondrement de ce marché particulièrement peu liquide.

Fortes de cette expérience, les banques diversifient leurs placements à long terme et cherchent à maintenir l'animation de la Bourse issue des émissions de libération du territoire, de manière à s'assurer d'une liquidité suffisante. Une première spéculation s'amorce sur les chemins de fer

secondaires en 1873, et conduit à un effondrement en 1877 quand on constate l'ampleur de l'écart entre les bénéfices prévus et réalisés. Mais cette perte ne ramène pas les souscripteurs à la prudence, en particulier du fait que l'État rachète dans des conditions inespérées les compagnies en déconfiture (loi du 27 mai 1878). Dans les années suivantes, la croissance rapide des cours va de pair avec le lancement de nombreuses affaires par des banques qui se multiplient elles-mêmes pour l'occasion.

Dès le lendemain de la guerre, de nouvelles banques, dites d'affaires, avaient trouvé en Bourse les capitaux nécessaires à leur fondation (celles de la Banque de Paris et des Pays Bas et de la Banque franco-hollandaise ont lieu en 1872, celle de la Banque Parisienne en 1874). Elles y proposent de plus en plus les titres des grandes opérations industrielles qu'elles montent. Les banques de dépôt, à peine plus anciennes, suivent le mouvement, pressées qu'elles sont de compenser les coûts élevés de l'extension de leurs réseaux et d'utiliser les dépôts abondants qui en résultent. Ainsi, les titres, participations et avances de la Société générale (Mokta el Hadid, Transports maritimes, crédits à la sidérurgie et aux travaux publics, participations dans diverses banques étrangères) atteignent 69% de son actif en 1881. Le Crédit lyonnais y vient plus tardivement, mais n'est finalement pas en reste puisqu'il emploie largement en titres (et en reports en Bourse) ses ressources inemployées en 1879-1881 : il frôle de ce fait la faillite quand 40% de ses dépôts sont retirés dans les 15 mois suivant le krach.

La hausse des cours (84% de 1874 à 1881) et des émissions (9,25 milliards de 1877 à 1881 selon une estimation¹) qui en résulte mérite clairement la qualification de bulle spéculative. Concentrée sur les banques et les compagnies d'assurance (qui leur sont souvent liées), principales bénéficiaires des émissions et de la hausse des cours, celle-ci est renforcée par celle de leurs bénéfices et dividendes, qui ne reposent eux-mêmes que sur la hausse des cours (via leurs portefeuilles), selon un processus circulaire caractéristique².

¹ M. Lévy-Leboyer, "La spécialisation des établissements bancaires", in F. Braudel & E. Labrousse (dir.), *Histoire économique et sociale de la France*, PUF, 1976, III, p. 439. Il convient cependant de noter que les émissions sont très mal connues durant notre période, y compris pour les valeurs les plus importantes. Les recensements effectués à l'époque ne distinguent pas entre les émissions françaises et étrangères ; or ces dernières sont émises simultanément sur plusieurs places et ne prélèvent donc pas à Paris leur montant total. En outre, les apports en nature représentent souvent une part importante des émissions de sociétés privées, en particulier lorsqu'elles correspondent à la simple transformation juridique ou à la restructuration de sociétés existantes.

² Selon J. Denuc ("Dividendes, valeurs boursières et taux de capitalisation des valeurs mobilières françaises de 1857 à 1932", *Bulletin de la S.G.F.*, juillet 1934), la baisse du taux de capitalisation des dividendes des cours des valeurs du secteur bancaire s'achève en 1879 (2,98%, taux très bas pour l'époque, cf. *infra*), et est suivie d'une stabilisation résultant de la

Dans les autres secteurs, pourtant touchés seulement indirectement, la baisse de la rentabilité par dividende (qui atteint son minimum en 1881) témoigne en revanche d'une hausse excessive des cours qui conforte le diagnostic.

Si les banques importantes manquent parfois de retenue et de jugement dans leur comportement sur le marché, elles évitent un engagement démesuré dans la spéculation. Ainsi, après avoir bénéficié largement des possibilités d'émission (en 1879 en particulier), elles se retirent partiellement avant le krach, diminuant leurs reports (qui ont atteint près de 2 milliards, dix fois plus qu'en 1856), et refusant d'organiser davantage d'émissions.

Cette prudence relative n'est pas partagée par les nombreuses banques et officines purement boursières et spéculatives qui se créent alors³. Reviennent enfin à la surface des hommes d'affaires dangereusement brillants comme le belge Philippart, et se diffusent les pratiques d'une "nouvelle école financière", en particulier les syndicats d'émission, dont la multiplication à partir de 1879 servirait surtout, selon certains observateurs de l'époque, à masquer la rareté des affaires "vraiment sérieuses"⁴.

Le développement d'une presse à bas prix dans les années 1860 et 1870 et des rubriques qu'elle consacre à la Bourse est certes un signe de l'élargissement du marché (on compte 16 journaux de bourse à Paris en 1857 et 228 en 1881, sans compter 94 journaux généraux à rubrique financière); mais la dépendance de la plupart de ces journaux envers des intermédiaires financiers ou la généralisation de l'affermage de ces rubriques financières confirment le caractère malsain et instable de cette croissance.

La hausse des cours et la multiplication des émissions sont stimulées par la lenteur de la prise de conscience de la raréfaction des capitaux ; cette lenteur résulte en particulier de la forte diminution des émissions étrangères, dont l'épargnant se méfie à la suite de plusieurs cessations de paiement retentissantes (Turquie, Égypte, Espagne, Pérou), diminution qui masque les effets récessifs d'un déficit important de la balance commerciale, dû à plusieurs mauvaises récoltes consécutives (le déficit totalise 2,8 milliards en 5 ans). Même l'émission en 1881 d'un milliard de francs de rentes ne suffit pas à faire retourner le marché, son succès accélérant au contraire le développement

conjonction d'une explosion des dividendes et des cours (les dividendes passeraient de l'indice 53 en 1879 à 119 en 1882 pour tout le secteur). Dans les autres secteurs, le taux de capitalisation atteint presque toujours son minimum en 1881. L'effondrement des dividendes et plus encore des cours du secteur bancaire en 1882-1883 confirme la concentration sur ce secteur de la bulle spéculative.

³ Cf. S. Reznikow, "Les envolées de la Bourse de Paris au XIXe siècle", *Études et documents*, II, 1990, pp. 223-244.

⁴ A. Neymarck, *Finances contemporaines*, F. Alcan, 1911, I, p. 109.

démesuré du marché des reports (auquel contribue imprudemment le Trésor lui-même⁵).

À Lyon, qui suit d'autant plus la hausse parisienne que le marché régional y voit une revanche sur un long déclin, la spéculation se porte sur les actions de deux banques récentes, l'Union générale et la Banque de Lyon et de la Loire. Cette dernière atteint une capitalisation de 137,5 millions pour 12,5 versés. Son effondrement en janvier 1882 entraîne celui de l'Union générale, puis celle de toutes les sociétés inscrites récemment sur les différents marchés, ce qui conduit à une baisse de 4 milliards de la capitalisation totale. À la Bourse de Lyon, 14 agents de change sur 30 suspendent leurs paiements, tandis qu'à Paris un agent de change est contraint à vendre et la Compagnie entière n'est sauvée que par un prêt des principales banques de la place.

Pourtant, si l'ensemble du secteur financier est touché, la baisse affecte peu les titres anciens et sûrs d'autres secteurs, qui perdent rarement plus de 15%, tandis que les titres publics bénéficient du report de nombreux opérateurs et ne baissent pas, ce qui fait penser que l'origine du krach est davantage financière qu'économique. Il semble ainsi le résultat inévitable du redémarrage trop rapide d'un marché étroit, concentré sur les secteurs financiers eux-mêmes intéressés à sa hausse, sans que les conditions économiques et l'approfondissement des habitudes d'épargne nécessaires soient réunies. Surtout, il démontre l'incompatibilité entre le soutien bancaire à l'industrie par l'implication des banques d'affaires dans le financement à long terme des entreprises et le débordement du crédit bancaire en Bourse (via les reports sur le marché à terme). Devant le choix entre la banque industrielle à l'allemande et le marché boursier à l'américaine, les banques avaient jusque-là refusé de choisir. L'effet du krach est de supprimer momentanément l'alternative : nombre de banques se détournent du placement à long terme, tandis que le marché boursier reste affaibli durablement. À cet affaiblissement contribuent la sévérité de la Banque de France (qui a perdu des réserves), ainsi que l'absorption par les émissions de rente de 1883 et 1884 d'une grande part des disponibilités.

D'autres chocs affectent encore le système financier français, après ce krach majeur, et prolongent ainsi ses effets. Ainsi le Comptoir d'escompte de Paris tente-t-il à la fin des années 1880 une spéculation sur le cuivre qui le

⁵ Cf. L. Say, "Les interventions du Trésor à la Bourse depuis cent ans", *Annales de l'École libre des sciences politique*, I, 1886, pp. 31ss, et surtout A. Strauss, "Trésor public et marché financier, les emprunts d'État par souscription publique (1878-1901)", *Revue historique*, CVI, 1982, pp. 65-112.

conduit à la liquidation en 1889, tandis que la Société des Dépôts connaît également des difficultés en 1891 pour immobilisations excessives. Si dans les deux cas l'intervention de l'État évite des répercussions graves sur l'économie en imposant une solidarité des grandes banques, la crainte de débordements du système financier et de le voir incapable d'assurer les besoins de l'économie reste un obstacles à la reprise de la croissance jusqu'au début des années 1890. Enfin, les difficultés rapidement rencontrées par la réalisation du canal de Panama, dont le lancement avait été un des moments forts de l'euphorie du début des années 1880, aggravent la situation. Fondée en 1880, la Compagnie de Panama avait émis pour 300 millions d'actions et environ 800 millions d'obligations (montant versé). Sa liquidation en 1889 après l'échec d'une émission d'obligations ne représente pas seulement une perte exceptionnellenent lourde pour les souscripteurs, mais prélude surtout à une longue affaire politico-financière qui renforce la méfiance envers les grandes opérations financières privées⁶.

La succession de ces chocs⁷ a certainement été pour beaucoup dans le ralentissement de la croissance française. Pourtant, hormis le premier, il s'agit essentiellement de phénomènes financiers, cantonnés à un milieu étroit et géographiquement limité, de sorte que les répercussions sur l'ensemble de l'économie sont probablement plus faibles que leur importance dans la conjoncture. Comme l'histoire politique, l'histoire financière est faite de coups d'éclats qui restent parfois sans effets durables. C'est pourquoi il est nécessaire d'examiner au niveau macro-économique le fonctionnement du marché financier pour comprendre ses traits fondamentaux durant notre période.

PERSPECTIVE MACRO-ÉCONOMIQUE

Ainsi, l'idée que quelques chocs, si importants soient-ils, expliquent pour l'essentiel la dépression française est contestée par nombre des études récentes. Celles-ci insistent bien plus sur les différentes influences qui s'exercent sur l'épargne, l'investissement, et sur l'évolution des taux d'intérêt.

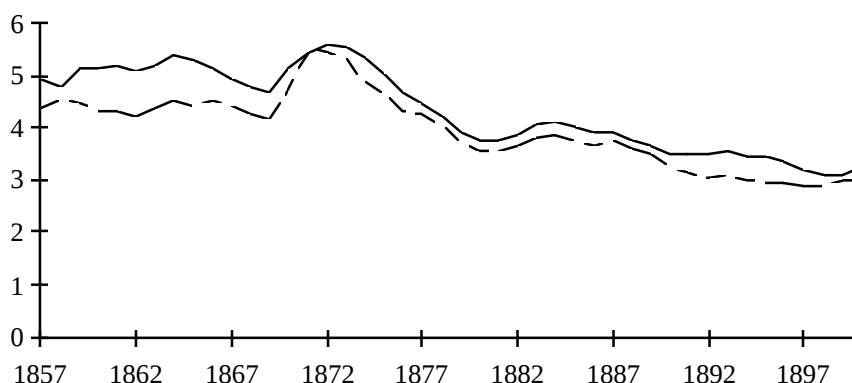
Comme nous l'avons noté ci-dessus, une des caractéristiques majeures de cette période est la baisse des taux d'intérêt à long terme. Cette baisse, qui les conduit de 4,5 à 3% environ pour la dette publique, est interrompue par les

⁶ Cf. J. Bouvier, *Les deux scandales de Panama*, Julliard, 1964

⁷ Auxquels on pourrait d'ailleurs ajouter, à une moindre échelle, la chute des cours des valeurs publiques étrangères en 1887, les effets du scandale Wilson sur les cours de la rente, ceux de la crise Baring en 1892 sur les titres argentins ou ceux des attaques contre le Crédit foncier et de la démission de son gouverneur.

chocs que nous avons examinés (particulièrement par le premier), mais leur semble sous-jacente (graphique 1). Elle commence en effet dès le milieu des années 1860, et dure jusqu'à la fin du siècle.

Graphique 1 : évolution des taux à long terme (1857-1899)



Légende : rendement de la rente 3% (en bas) et de l'indice moyen des obligations (en haut). Source : J. Denuc, *op. cit.*

La longue stagnation : un excès d'épargne ?

Cette baisse est considérée comme l'élément essentiel de la situation du marché financier à une époque où l'absence de comptabilité nationale empêche de mesurer directement l'évolution de l'investissement ou de l'épargne. Lors du Congrès international des valeurs mobilières qui se tient à Paris en 1900, Edmond Théry, directeur de *L'Économiste européen* et économiste libéral réputé, décrit l'évolution en cours comme la disparition inéluctable du rentier, dont le revenu en baisse ne lui permettra plus longtemps de vivre sans travailler (le revenu de 100 francs de capital aurait permis de payer quatre jours de travail d'un ouvrier en 1850, mais un seulement à la fin du siècle), tandis que le développement de l'épargne ("une des qualités fondamentales de notre race") dans les catégories populaires ferait concurrence aux capitaux antérieurement accumulés et expliquerait la baisse du loyer de l'argent. Pour les contemporains, on s'approche donc progressivement de l'état stationnaire des économistes classiques, dans lequel la maturité industrielle ne laisse plus de place à beaucoup d'investissements prometteurs. La baisse du taux de l'intérêt serait le signe d'une surabondance de l'épargne par rapport à l'investissement rentable.

Cette explication est reprise aujourd'hui encore dans différentes variantes par les théoriciens des cycles longs appuyés sur des vagues d'innovation. Ainsi, la dépression de la fin du siècle correspondrait à l'essoufflement de la

révolution industrielle de la machine à vapeur et des chemins de fer (dans la fortune desquels on sait le rôle du marché financier), système technique remis en cause par celui de la seconde révolution industrielle, celui de l'électricité, de la chimie synthétique et de l'automobile, qui ne s'épanouira réellement qu'au XXe siècle. En l'absence de perspectives claires sur les investissements réalisables, les entreprises retarderaient les investissements, ce qui provoquerait la stagnation du produit national. La surabondance de l'épargne proviendrait cependant pour la plupart de ces auteurs moins de la diffusion des habitudes d'épargne que du maintien d'une distribution du revenu très inégalitaire, en particulier du fait de la croissance des revenus du capital financier (que la baisse des taux ne fait que freiner)⁸.

Cette lecture d'une crise provoquée par l'excès d'épargne sur l'investissement et la baisse des taux qui en résulte s'appuie sur l'idée que l'épargne est peu sensible au taux d'intérêt : il s'agirait pour une grande part d'une épargne de précaution destinée à garantir un revenu pour les vieux jours, de sorte que la baisse des taux incite plutôt à augmenter l'épargne pour maintenir un revenu désiré constant qu'à la diminuer.

Ou une insuffisance de l'épargne et de l'investissement ?

Cette lecture est cependant contestée par les auteurs qui refusent l'idée d'une absence d'occasions d'investissement (ce dernier croît rapidement à la même époque en Allemagne et aux États-Unis) et font remarquer que le niveau de l'épargne est beaucoup moins élevé qu'il n'y paraît.

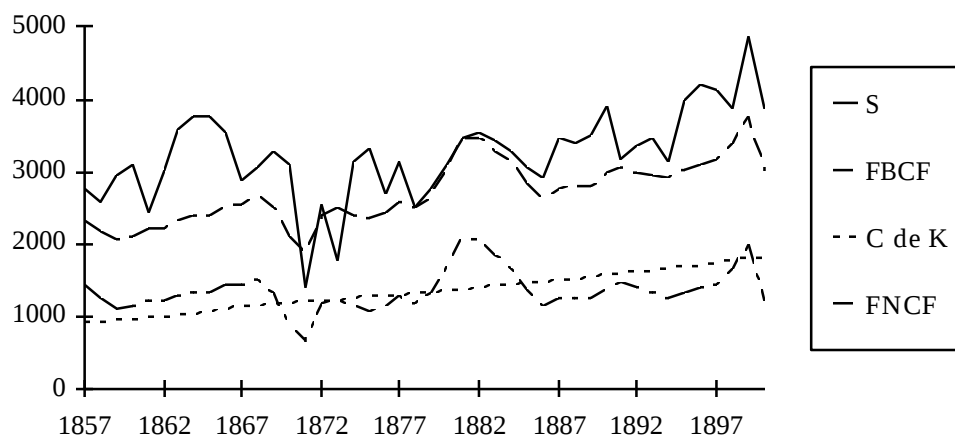
Ainsi, Maurice Lévy-Leboyer et François Bourguignon⁹ considèrent qu'en deçà de la stagnation de l'investissement qui caractérise la dépression se trouve une faiblesse de l'épargne. Les statistiques qu'ils produisent à l'appui de cette thèse montrent en effet une croissance lente de l'investissement, en particulier de la formation nette de capital fixe, mais aussi de l'épargne totale. On constate que celle-ci ne retrouve que dans les années 1890 son niveau du milieu des années 1860, tandis qu'en pourcentage du PNB le recul est encore plus net (graphique 2 et 3).

⁸ Cf. A. Daumard (dir.), *Les fortunes françaises au XIX^e siècle*, Mouton-EPHE, 1973 ; Ch. Morrisson, "L'inégalité des revenus", in M. Lévy-Leboyer & J.-Cl. Casanova (dir.), *Entre l'État et le marché*, Gallimard, 1991, pp. 131-55. La diffusion de la rente dans des catégories sociales modestes, en particulier du fait des efforts de l'État pour les atteindre à travers le réseau des notaires et de l'administration fiscale et par l'abaissement du montant minimal des souscriptions jusqu'à 10, voire 5 francs, n'empêche pas sa possession d'être encore très concentrée à la fin du siècle. Sur ce point, E. Théry, "Les valeurs mobilières en France", in *Congrès international des valeurs mobilières*, Paris, P. Dupond, 1900, II, cahier 42, pp. 40s.

⁹ M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, *L'économie française au XIX^e siècle*, Économica, 1986.

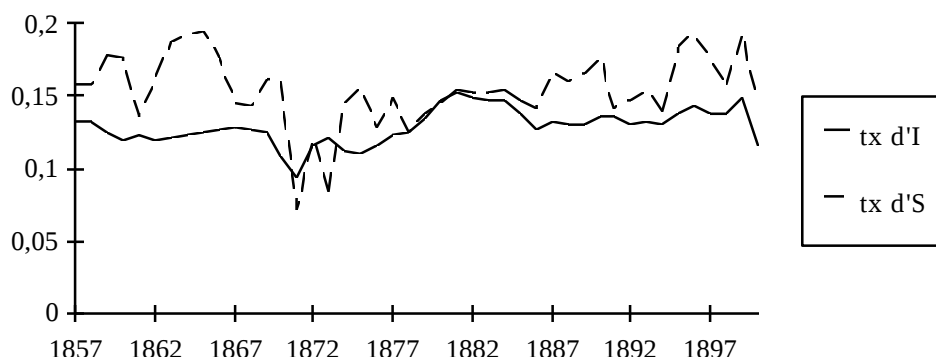
Au delà des chocs passagers que nous avons constatés ci-dessus (et qui sont clairement perceptibles), les capitaux disponibles semblent bien exercer durablement une contrainte sur la croissance de l'économie.

Graphique 2 : épargne et investissement de 1857 à 1900.



Épargne (S), Formation brute (FBCF) et nette (FNCF) de capital fixe, et consommation de capital (CdeK), en millions de francs courants. Source : M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, *op. cit.*

Graphique 3 : taux d'épargne et d'investissement par rapport au PNB.



Source : M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, *op. cit.*

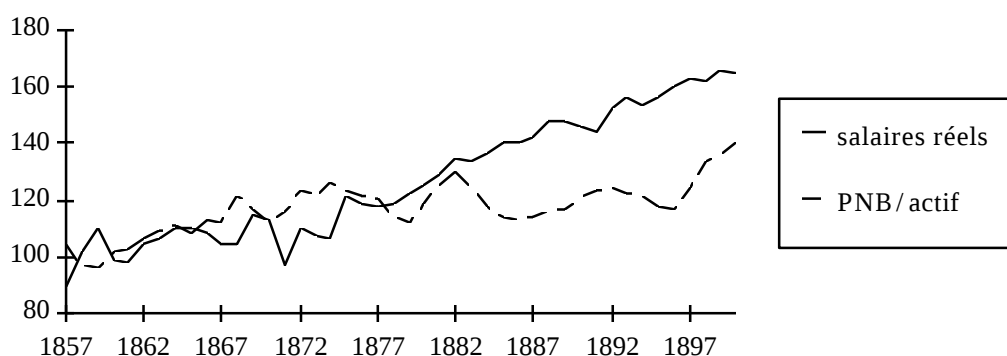
Cette assertion semble paradoxale au regard de la baisse des taux d'intérêt que nous avons constatée ci-dessus. L'explication de ce paradoxe peut cependant se trouver dans l'intégration des marchés internationaux de capitaux. Dans un monde où les mouvements de capitaux sont libres et les taux de change des principales monnaies stables depuis longtemps, les taux d'intérêt sont largement déterminés au niveau international. Même un pays comme la France, qui fournit une part importante des exportations mondiales de capitaux, n'influence que faiblement les taux d'intérêt mondiaux. Dès lors, la raréfaction de l'épargne en France se reflète dans l'évolution de la balance

des paiements française : le niveau très élevé de l'épargne dans les années 1850 et 1860 s'accompagnait de fortes exportations de capitaux ; celles-ci diminuent fortement après 1870 (indépendamment de l'indemnité de guerre), de sorte que le niveau de l'épargne contraint peut-être désormais l'investissement national.

Un argument en ce sens est que les taux d'intérêt français, qui étaient les plus bas d'Europe dans les années 1860, baissent beaucoup moins que les autres et se retrouvent parmi les plus élevés durant le dernier tiers du siècle. Le fait que la baisse en France est inférieure à la baisse internationale semble indiquer qu'elle ne fait que suivre partiellement une baisse extérieure, ce qui équivaut à dire qu'il n'y a pas de raisons internes de baisse des taux.

Si l'on accepte ainsi l'idée d'une baisse de l'épargne à l'origine de la dépression, on peut lui trouver plusieurs explications. La première est la baisse des taux, qui équivaut à une diminution de l'incitation à épargner. Une autre pourrait être une diminution des inégalités de revenu, selon l'hypothèse traditionnelle d'une épargne plus importante dans les catégories les plus aisées. Cette diminution résulterait de la hausse de la part des salaires dans la valeur ajoutée, qui semble en effet avoir lieu durant cette période, comme en témoigne la hausse plus rapide des salaires que du PNB après 1870 (graphique 4). Cette explication aurait en outre l'avantage de rendre compte également d'une baisse autonome de l'investissement dans la mesure où la baisse des profits qui va de pair avec la hausse des salaires amènerait les entrepreneurs à diminuer les investissements (par exemple parce qu'eux-mêmes ou leurs créanciers souhaiteraient un autofinancement minimal).

Graphique 4 : comparaison des évolutions du PNB et des salaires réels



Légende : indices du PNB en volume par actif et des salaires réels, calculés sur la base 100=moyenne(1857-60), d'après les données de M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, *op. cit.* (PNB et salaires réels) et d'O. Marchand & C. Thélot, *Deux siècles de travail en France*, INSEE, 1991, p. 170 (pour la population active, les données annuelles étant établies par interpolation linéaire entre les dates de recensement).

Quelle responsabilité de l'État ?

Sans écarter entièrement les éléments évoqués précédemment, M. Lévy-Leboyer et F. Bourguignon proposent cependant une explication différente, qui prend davantage en compte le fonctionnement effectif du marché financier, c'est-à-dire les processus concrets par lesquels les besoins rencontrent les capacités de financement. Elle souligne que l'épargne financière est largement préemptée par l'État et affectée à la consommation et non à l'investissement, de sorte que ce qui apparaissait comme de l'épargne dans sa formation initiale se trouve amené à contribuer à la consommation et non à la formation de capital, selon un processus que l'on pourrait appeler de "consommation forcée". Ce raisonnement, qui revient à dire que le comportement d'épargne à l'échelle macro-économique n'est pas indépendant des formes particulières que prennent les choix d'épargne individuels, impose d'examiner plus en détail le fonctionnement même du marché boursier, ce que nous ferons ci-dessous.

Une telle hypothèse peut s'appuyer sur l'importance des emprunts publics, qu'ils soient le fait de l'État lui-même (qui emprunte fortement pour l'indemnité de guerre, puis pour le financement du plan Freycinet jusqu'à 1884), ou, surtout dans les années 1880, des entreprises quasi-publiques que sont les grandes compagnies de chemins de fer¹⁰ ou le Crédit foncier (tableau 1). Il est clair que si les montants s'investissant sur le marché boursier sont indépendants du montant des emprunts publics, et si les entreprises doivent recourir à ce marché pour financer leur investissement, leur éviction se traduit nécessairement par une baisse de l'investissement total dans la mesure où les emprunts publics ne sont pas investis.

Malheureusement pour cette thèse, les dépenses publiques les plus improductives, celles aussi dont l'augmentation est la plus nette, à savoir les intérêts de la dette publique, sont aussi celles dont la probabilité de remise à disposition du marché est la plus grande. Ces intérêts représentent environ un milliard par an, soit de l'ordre du tiers des investissements bruts du pays, et ils sont probablement réinvestis dans une large proportion. Par ailleurs, le partage entre investissement et consommation est délicat pour nombre d'autres éléments du budget (les dépenses d'éducation par exemple, qui croissent rapidement durant notre période)¹¹.

¹⁰ Les emprunts des grandes compagnies de chemins de fer sont l'effet direct d'une politique de fixation des prix par les gouvernements en fonction de considérations de service public et au mépris des coûts de fonctionnement.

¹¹ Cf. R. Delorme & Ch. André, *L'État et l'économie*, Seuil, 1983. Les données fournies dans cet ouvrage ne permettent malheureusement pas de trancher sur la tendance des investissements publics.

Tableau 1 : distribution de la capitalisation boursière
par grandes catégories d'émetteurs.

	1851	1861	1880	1891	1902
Valeurs françaises					
Rentes	5721	9000	20385	26018	26029
Collectivités locales	42	169	2055	1807	2211
Colonies				174	467
Chemins de fer	940	6723	14516	18550	19932
Crédit Foncier		215	2575	4355	4312
Autres sociétés	1007	1970	4705	6959	7182
Total nominal	7710	18077	44236	57863	60133
Total au prix de marché			46669	58850	64027
Valeurs étrangères					
fonds d'États	1523	3138	33030	54367	61403
Chemins de fer	5	1717	6007	6530	7113
Autres sociétés	169	315	739	1204	1655
Total nominal	1697	5170	39776	62101	70171
Total au prix de marché			31515	51261	66093
Total général nominal	9407	23247	84012	119964	130304
Total au prix de marché			78184	110111	130120

Les données sont en millions de francs courants et en fin d'année.

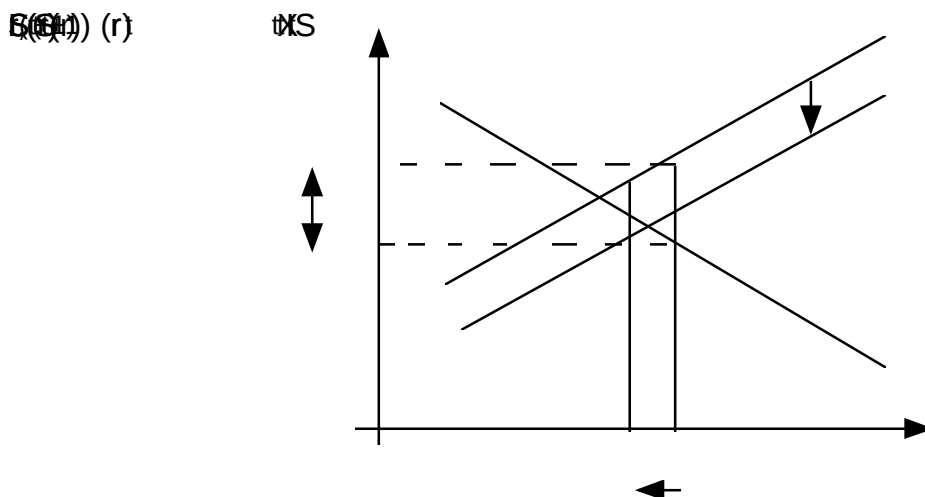
Source : O. Moreau-Néret, *Les valeurs mobilières*, Sirey, 1939, p. 296.

Cependant, il semble avéré qu'une part non négligeable des dépenses d'investissement publiques ou para-publiques ont été peu productives : certes, dans le cas de l'immobilier, les erreurs du Crédit foncier furent partagées par le marché, même si la faible responsabilisation de ses responsables pu contribuer à des excès ; dans le cas du plan Freycinet, il semble clair que les décisions publiques ont non seulement imposé des investissements considérables dans un troisième réseau de chemins de fer peu productif (investissements dont on trouve l'effet durable dans la multiplication des petites sociétés de chemins de fer peu rentables en Bourse, *cf. infra*), mais entraîné un essor puis une crise superflue dans la sidérurgie. Qu'il s'agisse de la quantité des investissements ou de leur qualité, l'hypothèse d'un détournement de l'épargne par l'État est donc probablement valide, mais dans une mesure qu'il est délicat d'apprécier.

En outre, cette explication doit être nuancée. Même si la baisse de l'épargne (appuyée par celle des taux d'intérêt internationaux) contribue probablement à expliquer celle de l'investissement, elle ne saurait en être la seule raison. En effet, si on suppose la demande de capitaux française stable (à taux d'intérêt donné), la baisse de l'investissement national ne devrait avoir lieu qu'après la disparition des exportations de capitaux (figure 1). Or, si

celles-ci diminuent fortement, elles ne disparaissent néanmoins pas (les seules années durant lesquelles leur solde net est nul sont celles du boom d'investissement de 1878 à 1882). Dès lors, sauf imperfection du marché des capitaux, on doit considérer que l'investissement baisse non seulement du fait de la baisse de l'épargne, mais aussi à cause de la diminution des occasions de profit dans les investissements en France.

Figure 1 : effet des variations de l'épargne et de l'intérêt sur l'investissement.



Commentaire : en présence d'un taux d'intérêt déterminé internationalement (r), les variations de la fonction d'épargne $S(r)$ ou celle du taux d'intérêt n'ont pas d'effet sur le niveau de l'investissement I tant que les exportations de capitaux X restent positives.

LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ FINANCIER

L'examen macro-économique auquel nous venons de procéder semblant ainsi insuffisant, on doit considérer plus en détail l'hypothèse d'une imperfection du marché financier, c'est-à-dire d'une incapacité fonctionnelle à allouer efficacement les épargnes aux investissements les plus productifs. On a vu que dès les années 1870, l'activité des banques elles-mêmes se concentre sur le marché boursier au fur et à mesure que leur activité de transformation directe se fait plus prudente¹². C'est donc sur celui-ci que doit porter d'abord l'examen qui vise à comprendre l'efficacité du marché financier dans son

¹² Ce changement lui-même ne semble pas en mesure de réduire l'efficacité du marché financier (en dehors des effets déjà signalés sur sa stabilité), car les banques qui pratiquaient le crédit à long terme en faisaient surtout bénéficier de grandes sociétés récentes qui trouvent plus tard un accès aisé à la Bourse ; d'ailleurs cette évolution est progressive, comme en témoigne le fait qu'en 1893, la Société générale, première banque française, a encore un actif financier (prêts à moyen et long terme et titres) supérieur à son actif à court terme.

ensemble. Or le développement comme le fonctionnement du marché boursier semblent sujets à un certain nombre de faiblesses durant notre période.

Les sociétés cotées

En premier lieu, le marché semble insuffisamment développé pour satisfaire les besoins de l'économie française. Le nombre de sociétés cotées reste faible, ainsi que les capitaux qu'elles parviennent à obtenir du marché. La part des sociétés privées dans la capitalisation nominale¹³ de la Cote officielle reste minime, et connaît même une diminution relative entre 1861 (8,5% hors chemins de fer et Crédit foncier) et 1880 (5,6%) ou 1891 (5,8%). Ceci contraste avec la forte augmentation qu'elle enregistre en Grande-Bretagne, où, entre 1870 et 1913, la part des entreprises britanniques privées hors chemins de fer dans le stock des titres détenu passe de 4 à 19%, alors même que, si la dette publique baisse outre-Manche beaucoup plus tôt qu'en France, la capitalisation totale du marché augmente de 350% durant cette période¹⁴.

Certes, on constate une augmentation substantielle des cotations de sociétés dans les années 1870 (surtout entre 1879 et 1881), mais elle concerne essentiellement la coulisse. En effet, si la période voit aussi une multiplication des inscriptions à la cote officielle (au parquet), elle est nettement plus limitée et concentrée sur les services financiers. À l'inverse, les cotations en coulisse sont largement distribuées sur de nombreux secteurs d'activités, en particulier de biens de consommation (tableaux 2 et 3).

Tableau 2 : nombre de sociétés dont les actions sont cotées au parquet

	fin 1873	juin 1880	fin 1881	fin 1891	fin 1901
Rail (hors tramways)	20	17	22	19	29
Banque et assurance	20	26	37	60	66
Services publics	22	27	26	48	57
Autres	14	26	27	74	160
Total	76	96	112	201	312

Légende : les services publics incluent les docks et ports, les transports autres que les chemins de fer, et les sociétés de distribution d'eau, de gaz et d'électricité. Ne sont comptées que les sociétés françaises exploitant en France.

Source : *Annuaire de la cote officielle* et *Cote de la Bourse et de la banque*.

¹³ Les résultats ne changeraient pas significativement avec la capitalisation au prix du marché, qui n'est pas disponible en détail.

¹⁴ M. Edelstein, "Rigidity and bias in the British capital market, 1870-1913", in D. MacCloskey (dir.) *Essays on a mature economy : Britain after 1840*, Londres : Methuen, 1971, pp. 83-105.

Tableau 3 : nombre de titres privés inscrits à la cote de la coulisse.

	fin 1873		fin juin 1880		fin 1881		fin 1890		fin 1900	
	actions	oblig	actions	oblig	actions	oblig	actions	oblig	actions	oblig
Total										
en France	39	13	112	53	176	62	131	38	128	33
hors de France	22	15	20	22	27	27	69	35	160	38
Transports										
en France	0	4	10	12	12	13	11	6	16	2
hors de France	8	12	8	13	10	16	7	23	9	21
Mines										
en France	0	4	18	13	19	10	4	2	5	1
hors de France	6	0	5	5	7	7	46	3	96	10
Banque et assurance										
en France	32	0	50	0	87	4	63	8	15	0
hors de France	6	2	5	0	7	1	7	6	6	0
Autres										
en France	7	5	34	28	58	35	53	22	92	30
hors de France	2	1	2	4	3	3	9	3	49	7

Légende : "oblig" signifie obligations ; les parts de fondateur sont incluses dans les actions. Les sociétés françaises exploitant hors de France sont considérées avec les sociétés étrangères dans la rubrique "hors de France". Les sociétés cotées à terme sont incluses.

Sources : *Cote de la Bourse et de la banque* (sauf pour 1900) et *Congrès international...* (*op.cit.*) (pour 1900).

Après 1882, la coulisse décline jusqu'à 1900 en ce qui concerne les titres français, tandis qu'elle connaît un fort développement en direction des titres étrangers, développement qui s'accélère avec l'apparition des mines d'or d'Afrique du Sud dans la deuxième moitié des années 1890. La cotation de titres privés français connaît au contraire au parquet une croissance plutôt accélérée durant cette période, même si elle ne s'élargit en dehors des sociétés financières et de services publics qu'après 1890.

Un examen sectoriel plus détaillé des admissions à la cote officielle permet de mieux comprendre les liens de ce développement du marché avec l'évolution économique.

Les sociétés qui apparaissent à la cote durant cette période sont d'abord des banques et des sociétés d'assurance. On a vu plus haut que les banques se multiplient durant la période d'euphorie spéculative qui précède le krach de l'Union générale, à laquelle beaucoup ne survivront d'ailleurs pas¹⁵. Un grand

¹⁵ Outre celles déjà citées, les principales créations sont la Banque d'escompte de Paris, la Banque transatlantique, l'Alsacienne de banque, la Banque française de reports et de dépôt, la Banque commerciale et industrielle, la Banque de consignations, la Banque maritime et la Caisse centrale populaire fondées, toutes fondées en 1880-81. On doit, pour compléter la vision de cette spéculation financière, ajouter à cette liste celle des principales compagnies immobilières ayant bénéficié de l'euphorie du marché : la Compagnie foncière de France (1881), la Société foncière lyonnaise (1879) et la Rente foncière (1880) sont les principales.

nombre de compagnies d'assurance sont également créées durant le boom des années 1875-80 et cotées presque immédiatement en coulisse. Les principales passent au parquet dans les années 1880. Cette vague de créations, la plus importante dans ce secteur depuis la monarchie de juillet, correspond à un renouvellement profond : tandis que jusque alors l'assurance incendie représentait l'essentiel de l'activité, c'est désormais l'assurance-vie qui prend de l'ampleur : L'Aigle, La Confiance, Le Nord, La France, Le Soleil sont des exemples de compagnies importantes qui s'ajoutent ainsi des branches nouvelles, auxquelles il faut ajouter des compagnies créées spécialement pour cette activité, comme Le Patrimoine.

On peut relier le développement de l'assurance-vie à la prise de conscience, qui s'accélère durant notre période, des besoins en matière d'assurance des personnes et non plus seulement des biens, prise de conscience qui débouchera au cours des décennies immédiatement postérieures sur le développement des institutions de protection sociale et sur la naissance de ce qu'on a appelé une société assurantielle¹⁶.

Si l'assurance se développe ainsi, la signification précise de la cotation en Bourse est cependant difficile à démêler pour ces sociétés, dont les besoins de financement externe sont limités (elles ne réalisent que très rarement d'augmentations de capital), et dont le capital est concentré en peu de mains, ce dont témoigne le fait que leurs actions ne donnent lieu, bien souvent, à presque aucune négociation durant cette période, même si la spéculation qui les touche fortement entre 1878 et 1882 modifie partiellement cette situation¹⁷.

Les secteurs assurant des services publics sont, après les activités financières, les premiers à connaître un développement important sur le marché financier, et particulièrement au parquet. Mais il faut en leur sein distinguer deux groupes nettement différents. Des secteurs déjà bien développés, à technologie assise, vont essentiellement bénéficier d'une croissance spéculative et peu durable lors de l'euphorie de 1879-82. En revanche, les nouveaux secteurs que sont en particulier l'électricité et les tramways ne trouveront un véritable accès au marché financier qu'à la fin de

¹⁶ Cf. F. Ewald, *L'État providence*, Fayard, 1986.

¹⁷ Pour nombre des compagnies les plus anciennes, la cession des actions est soumise à des clauses restrictives, ce qui empêche la naissance d'un véritable marché. C'est plus rarement le cas des nouvelles, qui s'appuient au contraire sur le marché financier. On notera ainsi que sur les 15 sociétés d'assurance inscrites au comptant fin 1873, seules 3 ont été cotées dans les 2 mois précédents; en 1880 c'est le cas de 27 sur 34. En 1882, cette indication n'est plus portée, ce qui fait penser que la cotation devient plus régulière ; mais cette amélioration est surtout le fait de la bulle boursière, car la cotation est de nouveau rare en 1891.

notre période, ce qui laisse à supposer une réticence de celui-ci à soutenir le développement industriel.

À la première catégorie s'attachent principalement la distribution d'eau et de gaz, ainsi que les compagnies de navigation. Plusieurs nouvelles compagnies de distribution d'eau sont créées, la plus importante étant la Lyonnaise des eaux, fondée et cotée avec l'appui du Crédit lyonnais en 1880. Les sociétés gazières sont plus nombreuses, souvent également fondées et inscrites à la cote durant l'euphorie de la fin des années 1870 (Gaz de Bordeaux dès 1876, puis Gaz et eaux, Gaz pour la France et l'étranger, Française et continentale d'éclairage), même si quelques sociétés antérieures profitent de la hausse pour placer leurs titres en Bourse avec bénéfice, comme la Compagnie française d'éclairage (fondée en 1869 et cotée en 1879). Certaines apparaissent encore à la cote plus tard, mais elles sont moins nombreuses (Gaz du Nord et de l'Est en 1889), souvent plus petites et fragiles, et finalement rares avant la fin du siècle.

Une même domination des créations spéculatives est probable pour les compagnies de navigation : entre les créations des principales sociétés du secteur sous le second Empire et la reprise de la fin du siècle, on ne compte que trois compagnies importantes nouvelles¹⁸, toutes trois inscrites à la cote en 1881, et qui toutes trois feront faillites durant la crise de 1892.

Parmi les secteurs déjà installés, le cas des chemins de fer est particulier, car le développement du dernier réseau de voies ferrées a lieu largement sous l'impulsion de l'État et leurs titres apparaissent souvent comme un placement refuge (bien à tort, comme le constateront à leurs dépens les souscripteurs). Il échappe totalement à la bulle spéculative de la fin des années 1870 (qui ne voit aucune inscription à la cote), mais poursuit son développement après 1885 et surtout à l'extrême fin du siècle.

En revanche, les tramways font partie clairement des nouveaux secteurs en croissance, requérant des capitaux initiaux importants, qui ne parviennent à prendre leur essor qu'à la fin du siècle. Si la Compagnie générale française de tramways est fondée dès 1875 et cotée en 1876, elle ne se développe vraiment qu'après 1890. Fondations et cotations ne se multiplient (simultanément) dans ce secteur qu'au tournant du siècle.

L'électricité est le plus important de ces secteurs nouveaux : dans ce cas également, la cotation a presque toujours lieu peu après la fondation de chaque société, signifiant la nécessité du recours au marché financier. Et de nouveau, ce développement ne devient significatif qu'autour de 1890, ce qui traduit un

¹⁸ Il s'agit de la Compagnie nationale de navigation, de la Compagnie de navigation du Havre à Paris et à Lyon et de la Compagnie française de navigation à vapeur.

retard significatif par rapport aux principaux concurrents étrangers de la France¹⁹, retard d'autant moins justifié qu'il n'existait pas à l'orée de l'ère de l'électricité²⁰. La seule tentative précoce, la Générale du téléphone, fondée en 1881 et cotée en 1882, disparaît dans la crise de 1892.

Si la Bourse ne semble pas favoriser particulièrement les plus récents parmi les secteurs délégataires de services publics, elle est plus durablement encore fermée aux entreprises industrielles.

Ceci semble vrai même pour les entreprises importantes et établies de secteurs installés tels que la sidérurgie ou, à un moindre titre la chimie, qui connaissent toutes deux un profond renouvellement de leurs techniques durant notre période et requièrent donc des capitaux importants. Dans ces deux cas, les admissions à la cote sont durant notre période rares avant 1890 (sauf quelques cas durant la bulle spéculative²¹), et se multiplient en revanche après cette date (18 sociétés sidérurgiques et 8 chimiques sont admises entre 1890 et 1900, dont Schneider, Saint-Gobain, la Nobel française ou Richer, toutes sociétés anciennes et réputées).

C'est donc essentiellement après 1890 que se développe le rôle du marché boursier pour les sociétés industrielles. Si l'euphorie des années 1878-1882 a parfois eu des effets positifs (c'est le cas dans certains secteurs de biens de consommation comme l'alimentation, où elle a permis l'accès de sociétés solides et dynamiques comme les Grands moulins de Corbeil, la Distillerie Cusenier et la Bénédictine, ou de quelques autres sociétés comme Le Printemps, Havas ou les Ciments français), dans l'ensemble elle a, du fait du recul qui l'a suivie, entraîné un recul durable des inscriptions à la cote qui a probablement privé l'industrie française de capitaux.

¹⁹ Cf. M. Lévy-Leboyer, "The large corporation in modern France", in A. D. Chandler & H. Daems, *Managerial Hierarchies, Comparative Perspectives on the Rise of Modern Industrial Enterprise*, Cambridge : Harvard university press, 1980, pp. 117-60.

²⁰ Les principales sociétés se développant avec l'appui de la Bourse autour de 1890 sont les Câbles télégraphiques (fondés en 1888 et cotés en 1890), la Société d'éclairage et de force (1890-1894), la Continentale Edison (1882-1888), la CGE (1898), les Forces motrices du Rhône (1892 et 1895), Bréguet (1881-1893), l'Omnium Lyonnais (1895-99), le Secteur de la rive gauche (1893-95), l'Industrielle des téléphones (1893-94), la Thomson Houston (1893-1896), les Travaux d'éclairage et de force (1892), l'Éclairage électrique (1882-1890), le Secteur de la place Clichy (1889-92), la Société électrique des Pyrénées (1889-1892), la Société française du télégraphe (1879), et la Normande d'électricité (1888-92).

²¹ On peut citer dans ce cas les Matières colorantes et produits chimiques de Saint Denis, les Ateliers et chantiers de la Loire, les Forges et aciéries du Nord et de l'Est, Dyle et Bacalan, Cail et les Aciéries de France.

Les acteurs du marché et l'imperfection de l'allocation de l'épargne

Doit-on cependant considérer que cette faiblesse du rôle du marché boursier n'est que le résultat normal de la dépression que traverse alors l'économie française ? Un certain nombre d'arguments incitent à penser que la stagnation du marché dans les années 1880 résulte d'imperfections de fonctionnement dues aux comportements de certaines des parties concernées. Il est donc nécessaire d'examiner précisément ces comportements.

Les entreprises et la crainte de la perte de contrôle

Les entreprises portent probablement une part de responsabilité dans le faible développement du marché financier. En effet, elles ont la réputation, en particulier les petites et moyennes, d'avoir une préférence forte pour l'autofinancement. Celle-ci résulterait de réticences envers les émissions d'actions hors du groupe restreint, souvent familial, qui contrôle l'entreprise, et même envers l'inscription à une cote boursière, qui augmente la tentation que peuvent éprouver certains membres du "noyau dur" de revendre leurs parts en cas de besoin de liquidité ou de désir de diversification de portefeuille.

Les émissions d'obligations ne présentent pas ce risque essentiel de perte de contrôle, ce qui explique en partie leur prépondérance dans les émissions des années 1880 et 1890. Cependant, elles ne sont que rarement accessibles aux sociétés non cotées, car la Compagnie des agents de change exige en général la cotation préalable des actions, condition selon elle d'une information suffisante du public. De ce fait, nombre des émissions d'obligations réalisées sont très proches de prêts à long terme effectués par une banque et quelques capitalistes importants, auxquels il est alors nécessaire de divulguer une information confidentielle sur la situation de l'entreprise. La suspicion envers les grandes banques de dépôt "anonymes" et nationales fait privilégier les banques locales ; mais celles-ci sont trop petites pour soutenir efficacement des entreprises à une époque où le seuil d'entrée dans nombre de secteurs en termes de capital fixe s'élève fortement. La solution à ces insuffisances est le développement de banques régionales (à Lyon, Grenoble et Nancy en particulier), qui connaissent une première croissance durant notre période, en s'appuyant sur une population étroite mais dynamique de notables locaux bien informés de la situation industrielle.

Au total, les craintes de perte de contrôle incitent souvent au repli sur l'autofinancement. Nombre d'entreprises sont également conduites à se contenter de celui-ci dans un contexte de marchés en faible expansion, au

moins pour les industries traditionnelles (biens de consommation en particulier), et où des méthodes de distribution et de commercialisation traditionnelles n'imposent pas encore la concentration. Il est cependant aussi possible que l'étroitesse du marché financier ait découragé des entrepreneurs désireux d'y trouver un moyen de réaliser leur patrimoine ou de le diversifier en introduisant leur société en Bourse. Ces entrepreneurs risquent alors d'avoir en contrepartie choisi de diminuer le risque de leur situation personnelle en augmentant les distributions de dividendes (placés en immobilier ou en rente), ce qui, à bénéfice donné, a pu contribuer à freiner l'investissement.

La prudence des épargnants

Le comportement des épargnants a été fréquemment incriminé pour expliquer le faible développement du marché des titres privés : leur prudence et leur hostilité aux entreprises – caractères inséparables selon beaucoup d'une France rurale, catholique et où le service de l'État a un prestige exceptionnel – auraient entraîné une préférence irrationnelle pour les titres publics, qu'auraient renforcée les grands emprunts de 1871-1872 du fait de leur rendement élevé. Le reflux de l'épargne paysanne de la terre vers la rente du fait de la crise agricole y aurait également contribué, en donnant un rôle plus grand que jamais à cette population conservatrice sur le marché financier. La garantie publique accordée de fait ou de droit à des émetteurs originellement privés aurait enfin accoutumé les épargnants à considérer l'absence de risque de faillite comme la condition normale d'une émission, effet renforcé par le soutien qu'apporte à l'extension des caisses d'épargne en 1875 puis en 1881 un État qui s'assure ainsi du bon placement des emprunts publics (auxquels les ressources des caisses sont obligatoirement consacrées²²).

Cette interprétation semble cependant exagérée : ainsi, la prime de risque que doivent payer les obligations privées en outre du taux d'intérêt de la dette publique, indice privilégié de cette préférence supposée des épargnants, est faible, et nettement inférieure à son niveau des années 1860 (*cf.* graphique 1 *supra*). Si des biais de mesure rapprochent peut-être exagérément les deux statistiques (en particulier la présence de nombre de titres quasi-publics dans la moyenne des obligations privées), ils ne sauraient suffire à faire parler d'irrationalité des comportements. Un examen individuel des conditions d'émission des obligations cotées au parquet montre en effet des primes de risque faibles, même pour des entreprises de relativement petite taille. On

²² Les montants déposés dans les caisses d'épargne atteignent en 1896 plus de la moitié des dépôts bancaires, contre 18% en Grande-Bretagne.

pourrait d'ailleurs renverser l'argument tiré de l'importance des émissions publiques en considérant qu'elles ont contribué à diffuser le placement en titres dans une population qui lui était auparavant étrangère. D'ailleurs, la détention de titres par les campagnes est loin d'être dominante, et les gros propriétaires ruraux ne sauraient guère être soupçonnés d'irrationalité.

À l'inverse, l'importance de la dette publique fait que les intérêts payés sont considérables, et que l'épargne est largement financière. Ceci est accentué par le report sur le marché financier de l'épargne auparavant destinée au foncier agricole et même à l'immobilier (du fait du ralentissement de la croissance des villes après l'essor haussmanien). Or, si cette épargne financière considérable facilite peut-être les exportations de capitaux lors de la période suivante, et si présente l'inconvénient d'être sensible aux fluctuations économiques, elle permet aussi théoriquement une meilleure allocation de l'épargne aux investissements.

L'hostilité des épargnants envers les titres privés semble se rencontrer davantage en ce qui concerne les actions, dont l'émission est plus accessible que celle d'obligations aux entreprises moyennes. Cette hostilité est probablement prolongée par le krach de 1882, qui amène même un retour de méfiance envers la société anonyme, déresponsabilisante et donc incitatrice à l'immoralité²³. Les actionnaires sont peu nombreux et concentrés dans la frange la plus riche de la population, de sorte que le marché est relativement étroit, ce qui renforce son instabilité potentielle. Ainsi, si le nombre des ordres de Bourse passés par les clients de la Société générale augmente de 77.710 à 207.900 entre 1872 et 1882 (année record), leur montant moyen ne baisse pas (il passe de 3435 à 3740 francs), ce qui va contre l'idée que la bulle spéculative aurait entraîné une démocratisation du marché des actions. De même, un sondage effectué sur les 1780 comptes de six agents de change lyonnais montre des montants moyens par compte de 68.565 francs.²⁴ Les études directes de répartition de la fortune réalisées à partir des inventaires après décès témoignent également que la détention d'actions ne commence à se répandre qu'au XXe siècle²⁵.

Il est logique que les épargnants aient une préférence pour les obligations par rapport aux actions dans une période de baisse des prix et de stagnation des profits. Dans un tel contexte, la prédominance des émissions obligataires

²³ On doit se souvenir que la liberté de création de sociétés anonymes est encore récente (elle date de 1867), et que la hausse de la Bourse de la fin des années 1870 a coïncidé avec un nombre de création qui ne sera plus atteint pendant 20 ans.

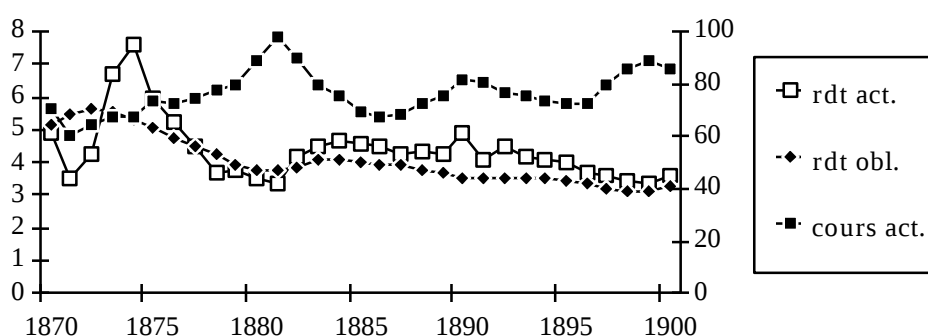
²⁴ M. Lévy-Leboyer, "La spécialisation...", *op. cit.*, III, p. 451.

²⁵ Cf. A. Daumard, *op. cit.*

sur celles d'actions traduit donc une position de force des épargnants sur le marché financier par rapport aux entreprises dont les souhaits sont logiquement opposés. Elle ne suffit pas à assurer une irrationalité des comportements des épargnants.

Le principal argument en faveur d'une telle irrationalité dans la préférence des épargnants envers les actions est le fait que celles-ci doivent payer un dividende élevé, qui inclut à lui seul une prime de risque par rapport au rendement des obligations, prime qui ne disparaît que très brièvement durant la hausse des cours de 1878-1882 et remonte ensuite jusqu'aux années 1890 (graphique 5).

Graphique 5 : cours et rendements des actions



Légende : rendement par dividende des actions et rendement des obligations (échelle de gauche) ; cours des actions (échelle de droite). Source : J. Denuc, *op. cit.*

L'importance du rendement par dividende des actions ne pourrait cependant faire soupçonner une irrationalité du marché que si le rendement total anticipé des actions (plus-values incluses) était nettement supérieur à celui des obligations. Or l'observation *a posteriori* de l'évolution des cours, pas plus que les justifications qui en sont données à l'époque²⁶ ne permettent de conclure en ce sens. En effet, les cours des actions fluctuent autour d'une tendance à la stabilité durant notre période, alors que ceux des obligations montent.

En réalité, ce niveau élevé du rendement par dividende découle d'une particularité du fonctionnement du marché financier de l'époque qui ne remet pas en cause son efficacité²⁷. Ce rendement par dividende important résulte essentiellement des difficultés qu'éprouvent les épargnants à surveiller le

²⁶ On a de nombreux témoignages nets en ce sens, par exemple Korosz (de), "La statistique des résultats financiers des sociétés anonymes" in *Congrès international...*, *op. cit.*, III, cahier 88, p. 18. Pour plus de détails sur ce point et ce qui suit, cf. P.-C. Hautcœur, *Le marché boursier et le financement des entreprises, 1890-1939*, thèse de l'Université Paris I, 1994, chap. 5

²⁷ Contrairement à l'interprétation de J. B. De Long & R. S. Grossman, "“Excess volatility” on the London Stock market, 1870-1990", miméo, nov. 1992.

comportement d'entreprises qui les informent parcimonieusement de leur situation. Des dividendes importants sont la protection que recherchent les actionnaires, même si la contrepartie en est nécessairement un bénéfice retenu moindre et donc, toutes choses égales par ailleurs, une croissance plus lente des cours. Théoriquement, ce fonctionnement ne devrait pas avoir d'effets négatifs sur l'investissement des entreprises. Cependant, il est probable que cette diminution de la capacité d'autofinancement remet parfois en cause certains projets d'investissement, d'autant plus que de faibles anticipations de hausse des cours ne facilitent pas le placement de nouvelles émissions d'actions²⁸.

Les banques et l'organisation des émissions

Les banques ont été accusées fréquemment de préférer placer dans leur clientèle des emprunts publics ou quasi-publics plutôt que les titres émis par les entreprises françaises²⁹. La facilité de placement plus grande des premiers, leur meilleure adéquation à l'organisation des grandes banques, leur rentabilité supérieure (en termes de commissions) auraient joué en leur faveur, ainsi que le souci des banques de renforcer leur crédibilité auprès de leur clientèle après le krach de 1882, et que l'existence de coûts fixes dans l'organisation des émissions, qui favorisent les montants importants. Les émissions du Trésor français étant faibles par rapport à l'épargne, les banques auraient privilégié les emprunts d'États étrangers, et donc contribué à des exportations de capitaux excessives.

²⁸ Ce fonctionnement fait de l'action une sorte de titre intermédiaire entre action et obligation : l'importance du dividende statutaire (en général 5% du nominal, à une époque où celui-ci n'est pas érodé par l'inflation) fournit une garantie de revenu stable. Si cette forme pourrait ne pas convenir aux épargnants prêts à supporter des risques, le développement à l'étranger des solutions plus directement mises au point dans le même sens que sont les actions garanties ou de priorité semble indiquer que la majorité est au contraire demandeuse. Cf. J. B. Baskin, "The development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600-1914 : overcoming asymmetric information", *Business History Review*, LXII, 1988, pp. 199-237.

²⁹ Au sein d'une littérature importante depuis le début du XXe siècle, cf. par exemple J. Bouvier, *Le Crédit Lyonnais de 1863 à 1882. Les années de formation d'une banque de dépôt*, S.E.V.P.E.N., 1961, et "L'extension des réseaux de circulation de la monnaie et de l'épargne" in F. Braudel & E. Labrousse, *op. cit.*, IV, pp. 161-198. Selon A. Strauss (*op. cit.*), l'échec des tentatives de placement direct dans le public des emprunts de l'État français de 1878 et 1884 témoigne à la fois de ce que les banques sont indispensables à des opérations de grande envergure, et de leur intérêt pour ces émissions, qui leur donnent l'occasion à la fois de gains d'intermédiation, de prise de position sur les cours et de spéculation sur le change, avec l'avantage d'une protection par l'importance même des enjeux, qui se traduit par l'appui de la Banque de France elle-même.

On l'a vu, les exportations de capitaux sont faibles durant notre période par rapport à celles qui précèdent et suivent, de sorte que seules les émissions para-publiques françaises peuvent avoir réellement bénéficié des faveurs des banques au détriment des entreprises. Mais cette éviction a dû être limitée, car certains coûts d'émissions (en particulier de publicité) peuvent être abaissés pour de petites émissions dans la mesure où elles sont placées dans une clientèle restreinte. Celle-ci est connue des banques régionales et des banquiers spécialisés de la coulisse, qui n'organisent pas eux-mêmes d'émissions publiques, de sorte que la concurrence entre types d'émissions est seulement indirecte et atténuée par le fait qu'elles s'effectuent sur des marchés partiellement différents.

Surtout, quand bien même elles interviennent, les banques ne font qu'organiser les émissions et fournir la garantie qui facilite le placement, lequel est réalisé en partie en Bourse et surtout par les maisons spécialisées de la coulisse, c'est-à-dire du marché libre sur lequel s'effectuent la plupart des opérations entre professionnels et gros capitalistes, en particulier les opérations à terme et optionnelles, si nécessaires au placement d'une émission. Or ce marché est très concurrentiel, puisqu'en ce qui concerne l'émission et le placement de titres privés, le monopole des agents de change n'existe pas.

La frontière n'est d'ailleurs pas étanche au début de notre période entre les agents de change, officiers ministériels qui ont pour mission d'assurer le bon fonctionnement du marché secondaire des valeurs qu'ils cotent, et les coulissiers libres. Contrairement à leur statut, nombre d'agents de change se chargent de placer des titres nouveaux, prennent des positions, voire effectuent des opérations à terme, toutes activités qui sont à l'origine de leurs difficultés de 1882 et qu'ils abandonnent de ce fait largement après cette date.

Au total, s'il est possible qu'un effet défavorable aux entreprises françaises résulte du comportement des intermédiaires chargés de l'organisation et du placement des émissions, l'importance de la concurrence qui existe entre ceux-ci conduit à penser qu'il est probablement faible et incapable d'expliquer la faiblesse de l'investissement, au moins jusqu'à la reprise des prêts à l'étranger à la fin du siècle.

Si cependant le marché primaire est sans doute largement libre et concurrentiel, son efficacité peut-être remise en cause si le marché secondaire privilégie certaines catégories de titres ou d'émetteurs. En effet, une différence de liquidité entre titres peut suffire à modifier les choix des épargnants, pour lesquels la possibilité de revendre rapidement tout actif est un des attraits principaux du marché boursier. On doit donc rechercher une possible

imperfection du marché dans le fonctionnement institutionnel de la Bourse elle-même.

Agents de change et coulissiers : concurrence et croissance du marché

La particularité du marché français est sa très forte centralisation à Paris, qui concentre non seulement la quasi-totalité du marché des titres publics mais également l'essentiel de celui des titres privés. Si plusieurs Bourses existent en province (celle de Lyon est plus ancienne que celle de Paris), leur nombre, fixé à six, ne varie pas durant notre période, et plusieurs n'enregistrent qu'une activité symbolique (Toulouse, Bordeaux et Nantes, voire Marseille). Seule Lyon, dont l'activité industrielle est cependant en crise depuis la fin des années 1860, garde un marché important et diversifié, mais qui est frappée par la crise bancaire de 1882. Quant à la Bourse de Lille, elle bénéficie du développement des charbonnages du Nord et du Pas-de-Calais à partir des années 1870, mais ne parvient pas à éviter le départ de la cotation de ses meilleures valeurs à Paris à la fin du siècle. En comparaison, le marché financier britannique compte onze Bourses de province actives en 1873, et voit s'en fonder une dizaine d'autres avant 1914, ce qui assure un dynamisme aux cotations industrielles très supérieur à celui que l'on constate en France³⁰.

Il semble que la première raison du développement limité des Bourses de province soit leur faible liquidité globale, qui résulterait en particulier de l'absence de transactions sur les titres publics (celles-ci étant entièrement concentrées à Paris³¹). Cette liquidité insuffisante supprimerait l'incitation à effectuer des transactions sur les titres privés éventuellement cotés, et donc à les inscrire à la cote. Cependant, le marché des titres publics est également concentré dans la capitale en Grande-Bretagne, de sorte que l'on doit chercher d'autres explications de la langueur des Bourses régionales françaises. Une concurrence non négligeable leur est faite par les banques, qui compensent les opérations sur titres au sein de leur clientèle et centralisent leurs opérations à la Bourse de Paris, provoquant des protestations au début du XXe siècle de la part d'agents de change qui ne peuvent pas entretenir de liens avec autant de remisiers que les banques de dépôt ont d'agences³². Mais cette concurrence n'a probablement pas encore la même importance durant notre période, car les réseaux des établissements de crédit sont encore limités.

³⁰ Cf. R. Michie, "The London Stock Exchange and the British Securities Market, 1850-1914", *Economic History Review*, XXXVIII n°1, 1985, pp. 61-82

³¹ Cf. le commentaire en ce sens de J. Duboist, syndic de la Compagnie des agents de change de Bordeaux, dans "Les valeurs mobilières cotées à la Bourse de Bordeaux", in *Congrès international ...*, op. cit., III, cahier 76.

³² Cf. E. Guilmard, *Un grand débat financier, agents de change et sociétés de crédit*, P. Rosier, 1910. La concurrence des banques est probablement moindre pour les agents de change parisiens, qui entretiennent des relations directes avec une clientèle beaucoup plus riche et dense.

On peut également incriminer le faible dynamisme économique de plusieurs des régions où sont installées les Bourses de province, mais aussi la résistance des Compagnies d'agents de change en place à céder une part de leur monopole à celles qui pourraient être créées dans des régions dynamiques, et le faible dynamisme commercial en général de ces compagnies (dont témoigne par exemple le refus d'organiser un marché à terme à Lille par crainte de la spéculation³³). Leur monopole n'est malgré cela pas remis en cause, même si quelques contestations apparaissent à la fin de notre période. La lenteur de la création d'une Bourse à Nancy, malgré la croissance industrielle régionale et le besoin dont témoignent les échanges de titres mis en place par les banques régionales à la fin du siècle, confirme la rigidité du marché financier français³⁴.

Cette faiblesse des Bourses provinciales est d'autant plus dommageable que l'intégration Paris - province est relativement limitée en matière d'élites industrielles comme d'information économique avant le grand développement des banques de dépôt, ce qui empêche la Bourse de Paris de s'intéresser efficacement aux titres provinciaux privés. Il est difficile de ne pas considérer ceci comme nocif au développement industriel du pays dans la mesure où la capitale est encore loin durant notre période d'être le coeur d'une vaste région industrielle³⁵.

Si le maintien d'un monopole en faveur de quelques compagnies d'agents de change provinciales peu dynamiques a probablement eu des effets nocifs sur le développement financier et donc industriel du pays, il n'est pas certain que le monopole ait eu des effets identiques à Paris. En effet, la concurrence qui existe entre le parquet et la coulisse y assure l'accès au marché des entreprises le nécessitant, tandis que la définition par le parquet d'une liste officielle de titres fournit une garantie morale aux épargnants qui semble avoir facilité l'élargissement du marché.

Durant notre période, la Compagnie des agents de change cherche à remédier à la faiblesse de l'ancrage des placements en titres et de l'accoutumance aux opérations boursières au sein de la population épargnante, considérée comme l'explication de l'avortement de la croissance appuyée sur le marché financier des années 1873-1882. Elle considère que dans un contexte

³³ Cf. G. Tassin, "Lille, 1882-1914 : un grand marché financier régional attaqué", *Économies et sociétés*, A.F. n°18, 3/1994, pp. 69-107.

³⁴ On ne dispose malheureusement presque pas d'information sur les marchés non officiels de titres qui ont pu exister en province. Il semble qu'ils soient restés très limités.

³⁵ Les industries localisées à Paris sont, avant la croissance des industries automobile, aéronautique et de matériel électrique, surtout des artisanats requérant peu de capitaux.

déjà caractérisé par le manque de porteurs de risque à long terme, l'échec de cette période aventureuse a pu décourager durablement nombre d'épargnants qu'il convient désormais de rassurer avant tout.

En outre, les agents de change sont eux-mêmes fortement touchés par le recul des opérations qui suit le krach de 1882. La concurrence de la coulisse sur les titres étrangers et sur le marché à terme (renforcée par le placement des emprunts de libération du territoire³⁶), ainsi que le ralentissement des émissions publiques françaises, les amènent à élargir leur cote en direction des titres privés. Pour relancer l'activité sur ce segment du marché, ils cherchent à convaincre les épargnants que la cote officielle offre une sécurité plus grande que celle des coulissiers³⁷. Ils font ainsi preuve d'une maîtrise de la communication que l'on n'attend peut-être pas de gens généralement décrits comme de grands bourgeois vivant sans peine de la rente que leur confère leur monopole (image qui convient davantage aux décennies postérieures à 1900, lorsque ce monopole aura été fortement renforcé par le succès de cette stratégie³⁸).

La stabilité de leur cote, la relative prudence avec laquelle des titres nouveaux sont admis, le caractère officiel qu'elle revêt, donnent un premier avantage aux agents de change. En outre, à la différence des autres cotes publiées, celle de la Compagnie des agents de change ne donne aucun conseil de placement, de ces conseils que suit le lecteur peu informé, et dont il se repent trop tard. Il n'est que de constater les pertes considérables qu'aurait réalisé un épargnant ayant suivi, par exemple, ceux de la *Cote de la Bourse et de la banque*, type du journal financier lié à un coulissier dont il prolonge les intérêts, pour comprendre les ressentiments qui ont existé après le krach. Les agents de change ont joué de cette situation en mettant en avant leur rôle d'arbitres impartiaux, interdits de toute prise de position personnelle, rôle que leur impose en effet leur statut. Ils améliorent encore cette image en 1890 grâce au décret qui donne un nouveau statut au marché officiel et institutionnalise la caisse commune, symbole de solidarité et de sécurité. Finalement, ces avantages compensent pour beaucoup de clients, dans une période de prudence extrême, le coût supérieur du service qu'ils offrent.

³⁶ Sur ce point, cf. A. Oudin & E. Vidal, "L'organisation du marché libre à la Bourse de Paris", in *Congrès international ..., op. cit., II, cahier 52*.

³⁷ On compte de fait moins de faillites parmi les sociétés qu'ils cotent, mais on a vu qu'ils avaient parfois poussé ou participé à des spéculations au delà de leur droit strict d'officiers ministériels. Sur le premier point, Cf. P.-C. Hautcœur, *op. cit.*, chap. 6.

³⁸ Cf. P. Verley, "Les sociétés d'agents de change parisiens au XIXe siècle", *Études et documents*, I, 1989, pp. 127-147. L'auteur souligne la faible différence entre agents de change et coulissiers avant la fin du siècle et le changement qui se produit dans les pratiques et les carrières des premiers à ce moment.

En s'appuyant sur cette crédibilité habilement bâtie, les agents de change s'attaquent durant les années 1880 et surtout 1890 aux positions de la coulisse. Ils admettent d'abord peu à peu à leur cote les meilleurs titres de celle-ci (en commençant par les compagnies d'assurance, comme nous l'avons constaté³⁹). La légalisation des marchés à terme leur permet de les développer sans perdre leur réputation de prudence. Après une offensive peu élégante en 1892 amenant un *modus vivendi* favorable⁴⁰, ils obtiennent enfin, au terme d'une bataille juridique qui clôt notre période (entre 1893 et 1898 essentiellement), un renforcement de leur monopole.

Ainsi, le recul des cotations de titres français en coulisse après 1882, s'il témoigne du caractère spéculatif du développement des cotations dans les années 1870 et de la désaffection qui frappe le marché par la suite⁴¹, résulte aussi de la rivalité entre coulisse et parquet et de la progressive prise de pouvoir du parquet. En outre, cette concurrence détourne la coulisse de s'intéresser aux titres français qui peuvent aisément lui être contestés par le parquet, tandis que les titres étrangers ne présentent pas ce risque, soit qu'ils ne puissent pas juridiquement être admis à la cote officielle (c'est le cas de la plupart des mines d'or sud-africaines⁴²), soit qu'ils soient considérés comme trop risqués, soit enfin que le risque de ne pas obtenir l'autorisation ministérielle nécessaire décourage les agents de change.

Si ce recul des titres privés français en coulisse est défavorable au développement d'un marché accessible aux entreprises, il n'est que le revers du changement dans l'orientation de l'activité du parquet, qui favorise au contraire leurs titres et stimule à long terme l'activité du marché. Certes, la reprise du marché est lente. De la fragilité de la stratégie du parquet et de l'ampleur de la méfiance envers la Bourse témoigne par exemple la faible

³⁹ Ils y sont incités par les arrêts de la cour de Cassation qui confirment la restriction de leur monopole aux titres inscrits à leur cote (juillet 1885 et mars 1886).

⁴⁰ Celui-ci entraîne un abandon presque général des transactions sur titres cotés (sauf quelques rentes étrangères) par la coulisse. Il est obtenu grâce à une menace de procès en immixtion et renforcé par une campagne d'opinion dans la presse conservatrice : *La réforme économique* publie le 15 décembre 1892 la liste des coulissiers avec leur nationalité pour souligner les "attaches cosmopolites" de cette corporation ; en 1896 E. Léon comptera seulement 133 français sur 330 intermédiaires connus (*Études sur la coulisse et ses opérations*, A. Rousseau, 1896, pp. 196-199). Pour plus de détail, cf. H. Nakayama, *Le rôle du marché financier parisien, d'après l'exemple des valeurs russes, 1890-1913*, thèse, Paris X, 1982.

⁴¹ Le krach des mines d'or de 1896 entraînera de même un recul de l'ensemble de la coulisse.

⁴² Celles-ci sont admises pour l'essentiel en 1895, et représentent une capitalisation très importante (environ 5,5 milliards en septembre 1895 pour une valeur nominale de 1,25, dont 20% environ serait détenue en France). La capitalisation des titres non admissibles aux cotes officielles atteindrait le milliard (*Procès verbaux de la Chambre syndicale des agents de change*, volume 30, 15 décembre 1896, référence aimablement fournie par P. Verley).

liquidité du marché au début des années 1890 (en 1891, chaque jour seuls 38% des titres admis au parquet font l'objet de transactions, et 44% des sociétés ne donnent lieu à aucune transaction dans un sondage portant sur un jour par mois dans l'année⁴³).

Cependant, cette stratégie permet de restaurer la confiance dans le marché boursier et d'élargir la clientèle des actions et des obligations privées. Elle favorise donc une relance tardive mais solide, qui s'épanouit après 1895 et renforce probablement la reprise économique de la fin du siècle⁴⁴.

Conclusion

Quel jugement porter finalement sur le rôle du marché financier dans l'économie française durant notre période ? On a vu que la baisse des taux d'intérêt ne semblait pas refléter une réelle abondance de capitaux, mais plutôt suivre des tendances internationales et peut-être résulter de difficultés d'allocation d'une épargne financière importante à un investissement qui se restructure sous l'influence de la nouvelle révolution technique en cours. Plus qu'une analyse macro-économique, c'est l'étude du déroulement même de cette période qui permet de comprendre le rôle que joue le marché financier. Ainsi, le retrait des banques vis-à-vis du financement à long terme direct ne profite pas immédiatement au développement du marché boursier du fait de l'utilisation spéculative et de court terme qui est faite de celui-ci dans les années 1870 par un système bancaire inexpérimenté. Le krach qui en résulte n'amène cependant pas les milieux d'affaires à envisager d'alternative au développement du marché boursier. La décennie 1880, qui devrait être consacrée à la mise en place d'un fonctionnement efficace de ce dernier, supporte en fait les conséquences de l'inquiétude accrue des épargnants envers les titres privés et surtout de la crainte des entreprises de se voir compromises dans des spéculations ou remises en cause dans leur direction. En outre, cette décennie connaît le début d'un conflit entre agents de change et coulissiers pour la domination du marché, qui retarde la reprise de l'activité. Étonnement, ce conflit voit les titulaires du monopole proposer la stratégie la plus novatrice et probablement la plus propre à assurer à long terme la croissance du marché. Si cette stratégie amène peu à peu après 1890 les entreprises et les épargnants à

⁴³ La liquidité est particulièrement faible dans les assurances, le textile, les houillères et la distribution d'eau, secteurs anciens où les titres sont déjà classés. Cf. P.-C. Hautcœur, *op. cit.* p 294.

⁴⁴ *Ibid.*, chap 6, pour plus de détail sur la contribution, croissante après 1900, du marché boursier au financement des entreprises françaises.

se rencontrer pour développer un vrai marché des titres privés, il reste que ce marché reste longtemps dominé par la rente publique, seule pourvoyeuse de liquidité, et de ce fait centré sur Paris, qui draine des capitaux que seuls des industriels provinciaux seraient à même d'utiliser efficacement. À la fin de notre période, si cette imperfection dans l'allocation spatiale de l'épargne à l'investissement demeure, on peut en revanche espérer que le marché boursier est en mesure de satisfaire les besoins d'un plus grand nombre d'entreprises et de contribuer efficacement à un développement économique dans la stabilité.

Bibliographie

- Baskin, J.B., "The development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600-1914 : overcoming asymmetric information", *Business History Review*, LXII, 1988, pp. 199-237.
- Bouvier, J., *Le Crédit Lyonnais de 1863 à 1882. Les années de formation d'une banque de dépôt*, S.E.V.P.E.N., 1961
- Bouvier, J., *Les deux scandales de Panama*, Julliard, 1964
- Bouvier, J., "L'extension des réseaux de circulation de la monnaie et de l'épargne" in Braudel, F. & Labrousse, E. (dir.), *Histoire économique et sociale de la France*, tome IV, vol. 1, PUF, 1979, pp. 161-198
- Charousset, J., *Essai sur la réorganisation du marché financier*, Rousseau, 1899
- Chirac A., *L'agiotage de 1870 à 1886*, Bureaux de la Revue socialiste, 1887
- Colling, A., *La prodigieuse histoire de la Bourse*, 1949.
- Congrès international des valeurs mobilières* (Paris), Paul Dupont, 1900.
- Daumard, A. (dir.), *Les fortunes françaises au XIX^e siècle*, Mouton-EPHE, 1973.
- De Long, J.B. & R.S. Grossman, "'Excess volatility" on the London Stock market, 1870-1990", miméo, nov. 1992.
- Delorme, R. & André, Ch., *L'État et l'économie*, Seuil, 1983.
- Denuc, J., "Dividendes, valeurs boursières et taux de capitalisation des valeurs mobilières françaises de 1857 à 1932", *Bulletin de la S.G.F.*, juillet 1934.
- Edelstein, M., "Rigidity and bias in the British capital market, 1870-1913", in D. MacCloskey (dir.), *Essays on a mature economy : Britain after 1840*, Londres : Methuen, 1971, pp. 83-105.
- Ewald, F., *L'État providence*, Fayard, 1986.
- Guilmard, E., *Un grand débat financier. Agents de change et sociétés de crédit*, P. Rosier, 1910.
- Hannah, L., *The rise of the corporate economy*, Londres : John Hopkins University Press, 1976.
- Hautcœur, P.-C., *Le marché boursier et le financement des entreprises, 1890-1939*, thèse de l'Université Paris I, 1994, 517pp. dact.
- Kindleberger, C.P., "Financial institutions and economic development : a comparison of France and Great-Britain in the XVIII and XIXth centuries", *Explorations in Economic History*, XXI, n° 2, avril 1984, pp. 103-24
- Lenoir, M., "Les variations des valeurs mobilières en France de 1850 à nos jours", *Bulletin de la S.G.F.*, octobre 1919.
- Léon, E., *Études sur la coulisse et ses opérations*, A. Rousseau, 1896
- Leroy-Beaulieu, P., *Précis d'économie politique*, Delagrave, 1888.

- Lévy-Leboyer, M., "The large corporation in modern France", in A. D. Chandler & H. Daems, *Managerial Hierarchies, Comparative Perspectives on the Rise of Modern Industrial Enterprise*, Cambridge : Harvard university press, 1980, pp. 117-60.
- Lévy-Leboyer, M., "Capital investment and economic growth in France, 1820-1930.", in : P. Mathis & M. M. Postan (dir.), *The Cambridge economic history of Europe*, vol. VII, Cambridge University Press, 1978.
- Lévy-Leboyer, M., "La monnaie et les banques : l'évolution institutionnelle", "La monnaie et les banques : l'apprentissage du marché" & "La spécialisation des établissements bancaires", in Braudel, F. & Labrousse, E. (dir.), *Histoire économique et sociale de la France*, tome III, PUF, 1976, pp. 347-471.
- Lévy-Leboyer, M. & Bourguignon, F., *L'économie française au XIX^e siècle*, Économica, 1986.
- Lévy-Leboyer, M. & Casanova, J. Cl. (dir.) *Entre l'État et le marché*, Gallimard, 1991.
- Marchand, O. & Thélot, Cl., *Deux siècles de travail en France*, INSEE, 1991
- Michalet, C.A., *Les placements des épargnants français de 1815 à nos jours*, PUF, 1968.
- Michie, R. C., "Different in name only ? The London Stock Exchange and foreign Bourses, c. 1850-1914", *Business History*, XXX, janvier 1988, pp. 46-68.
- Michie, R. C., "The London Stock Exchange and the British Securities Market, 1850-1914", *Economic History Review* XXXVIII n°1, 1985, pp. 61-82.
- Moreau-Néret, O., *Les valeurs mobilières*, Sirey, 1939.
- Mulherin, J. H., Netter, J. M. & Overdahl, J. A. "Prices are property : the organization of financial exchanges from a transaction cost perspective", *Journal of Law and Economics*, XXXIV, n°2, oct. 1991, p.591-643.
- Nakayama, H., *Le rôle du marché financier parisien, d'après l'exemple des valeurs russes, 1890-1913*, thèse, Paris X, 1982.
- Navin, Th. R. & Sears, M. V., "The rise of a market for industrial securities, 1887-1902", *Business History Review*, XXIX, n°2, June 1955, pp. 105-138.
- Sirey, 1937.
- Neymark, A. *Finances contemporaines*, F. Alcan, 1911
- Raffalovitch, A., *L'année économique*, Quantin, 1888-89
- Raffalovitch, A., *Le marché financier en 1891*, Guillaumin, 1892 (et années suivantes)
- Reznikow, S. "Les envolées de la Bourse de Paris au XIX^e siècle", *Études et documents*, II, 1990, pp. 223-244.
- Say, L., "Les interventions du Trésor à la Bourse depuis cent ans", *Annales de l'École libre des sciences politique*, I, 1886, pp. 3-37.

Snowden, K. A., "American stock market development and performance, 1871-1929", *Explorations in Economic History*, XXIV, n° 4, oct. 1987, pp. 327-353.

Strauss, A., "Trésor public et marché financier, les emprunts d'État par souscription publique (1878-1901)", *Revue historique*, CVI, 1982, pp. 65-112.

Tassin, G., "Lille, 1882-1914 : un grand marché financier régional attaqué", *Économies et sociétés*, A.F. n°18, 3/1994, pp. 69-107.

Verley, P., "Les sociétés d'agents de change parisien au XIXe siècle", *Études et documents*, I, 1989, pp. 127-147.

Annexe : séries statistiques utilisées

	rendements			cours	PNB	épargne	FBCF	export.de	conso.de	salaires	PNB
	rente	oblig	actions	actions				capitaux	capital	réels	/actif
1857	4.38	4.94	2.97	84	17633	2782	2344	438	915	90	105
1858	4.54	4.79	2.95	75	16459	2601	2176	425	934	101	97
1859	4.48	5.15	3.12	69	16493	2954	2056	898	952	110	96
1860	4.34	5.17	2.63	69	17562	3087	2108	979	965	99	102
1861	4.32	5.19	3.31	71.5	17948	2441	2199	242	986	98	103
1862	4.23	5.08	2.88	78	18627	3038	2229	809	1011	104	106
1863	4.38	5.21	3.99	85	19215	3596	2316	1280	1033	107	109
1864	4.54	5.38	4.02	78.5	19598	3780	2398	1382	1053	110	111
1865	4.43	5.28	6.18	75	19316	3768	2417	1351	1075	110	109
1866	4.53	5.14	4.69	69	20128	3547	2550	997	1101	109	113
1867	4.42	4.96	5.23	66	19880	2881	2558	323	1129	104	112
1868	4.29	4.81	4.37	65	21278	3054	2687	367	1156	104	121
1869	4.18	4.66	4.08	71.5	20261	3268	2519	749	1178	114	117
1870	4.76	5.16	4.88	70	19312	3098	2091	1007	1193	113	112
1871	5.51	5.47	3.56	60.5	19842	1408	1876	-468	1204	97	116
1872	5.47	5.63	4.24	64	20860	2536	2407	129	1213	110	123
1873	5.34	5.55	6.69	67	20683	1763	2504	-741	1230	108	122
1874	4.89	5.34	7.63	67	21624	3144	2405	739	1263	107	126
1875	4.67	5.05	5.97	74	21276	3331	2348	983	1276	122	123
1876	4.34	4.71	5.2	72	21103	2700	2433	267	1294	119	121
1877	4.27	4.5	4.47	75	21105	3132	2592	540	1300	117	121
1878	4.06	4.25	3.69	78	20017	2502	2500	2	1316	118	114
1879	3.73	3.94	3.8	80	19881	2753	2662	91	1330	122	112
1880	3.56	3.75	3.56	89	21140	3086	3097	-11	1350	126	118
1881	3.55	3.74	3.39	98	22567	3480	3461	19	1373	129	126
1882	3.67	3.85	4.17	89.5	23410	3559	3464	95	1404	135	130
1883	3.83	4.06	4.5	80	22465	3423	3286	137	1434	134	124
1884	3.88	4.12	4.7	75.5	21371	3285	3127	158	1460	137	118
1885	3.77	4.03	4.58	69	20791	3056	2855	201	1482	140	114
1886	3.66	3.92	4.48	67.5	20583	2912	2627	285	1497	140	113
1887	3.77	3.93	4.27	68	20762	3488	2751	737	1510	142	114
1888	3.63	3.79	4.3	72	21256	3399	2790	609	1526	148	116
1889	3.51	3.66	4.29	76	21360	3519	2798	721	1543	148	117
1890	3.26	3.51	4.9	82	22145	3915	3002	913	1588	146	121
1891	3.18	3.52	4.11	81	22624	3184	3057	127	1585	144	123
1892	3.07	3.53	4.47	77	22920	3363	3005	358	1612	153	125
1893	3.11	3.56	4.16	75.5	22506	3479	2962	517	1641	156	122
1894	2.98	3.48	4.08	74	22439	3140	2918	222	1665	154	121
1895	2.95	3.46	3.98	72	21830	4001	3022	979	1687	156	118
1896	2.94	3.38	3.72	73	21777	4221	3103	1118	1709	160	117
1897	2.90	3.21	3.62	80	23156	4134	3186	948	1731	162	124
1898	2.92	3.09	3.41	86	24873	3873	3409	464	1757	162	133
1899	2.97	3.09	3.36	88.5	25351	4887	3777	1110	1800	166	136
1900	2.98	3.25	3.64	85.5	26130	3858	3034	824	1823	165	140

Sources : voir les graphiques concernés dans le texte.