

**David FOUCAUD**

**Université PARIS 8 LED - EPEH**

**DOCTORAT DE SCIENCES ECONOMIQUES**

**LA CRISE FINANCIERE ANGLAISE DE 1866**

## ABSTRACT

La crise qui a frappé l'Angleterre en 1866 n'a jamais été étudiée en profondeur par ses contemporains. De grands auteurs de l'époque ont souligné ce point. Les trois précédentes crises (1837, 1847 et 1857) avaient pourtant fait l'objet d'investigations approfondies par des commissions *ad hoc* ayant à chaque fois produit un rapport. Les historiens et les économistes se sont peu arrêtés sur cet « incident » de la vie économique anglaise. Ou alors, ils l'ont fait de manière succincte sans prendre la mesure de la complexité de ces événements. La thèse défendue dans cet article est que la crise de 1866 est de nature financière. Elle fait suite au krach boursier qui s'est propagé à travers toute l'Europe pendant le début de l'année 1866. Ce krach avait été provoqué par une crise industrielle dans la construction des chemins de fer, conséquence des usages faits par les Anglais de la déréglementation de 1862. La crise de 1866 s'est traduite par une amplification du krach boursier, puis par un *run* sur les banques et les maisons d'escompte et ensuite sur la Banque d'Angleterre. Une crise bancaire a fini par toucher de plein fouet l'Angleterre, faisant redouter le pire aux étrangers. Les capitaux se sont alors enfuis hors du pays, se dirigeant notamment vers la France, provoquant un début de crise monétaire. La Banque d'Angleterre a dû monter son taux d'escompte à 10% pendant plus de trois mois, situation inédite depuis l'instauration du *Bank Charter Act* de 1844.

## INTRODUCTION

1866, l'Angleterre, à nouveau, connaît une crise majeure. Ce n'est pas la première fois. Déjà, à un rythme décennal, on pouvait observer que ce pays avait connu plusieurs cataclysmes touchant inégalement les aspects monétaire, financier et productif de son économie : 1837, 1847, 1857. Les esprits étaient donc habitués à de telles occurrences.

Cette crise n'a jamais été étudiée en profondeur par ses contemporains. Macleod a souligné ce point<sup>1</sup>. Les trois précédentes avaient pourtant fait l'objet d'investigations approfondies par des commissions *ad hoc* ayant à chaque fois produit un rapport. En 1866, malgré la violence des événements, aucune étude commandée par le gouvernement ou le Parlement n'a vu le jour. Fin Juillet 1866, on pouvait lire dans *The Economist* un éditorial réclamant avec beaucoup de ferveur la mise en place d'une commission pour éclairer la tourmente récente. Mais il n'en fut rien comme le montre le commentaire de MacLeod.

Pour nous aujourd'hui, et c'est tout l'intérêt de cette étude, il est possible d'apporter une nouvelle vision de cette crise jusqu'ici fort peu étudiée et comprise. L'histoire économique s'est peu arrêtée sur cet « incident » de la vie économique anglaise. Ou alors, elle l'a fait de manière succincte sans prendre la mesure de la complexité de ces événements.

La thèse défendue dans cet article est que la crise de 1866 est de nature financière. Elle fait suite au krach boursier qui s'est propagé à travers toute l'Europe pendant le début de l'année 1866. Une crise industrielle dans la construction des chemins de fer, conséquence des usages faits par les Anglais de la déréglementation, a précédé cette crise financière. En effet, le Parlement anglais a voté à une large majorité une loi en 1862 accordant le principe de responsabilité limitée à toute nouvelle entreprise. L'Angleterre connaissait à ce moment un remarquable développement de la construction de son réseau de chemins de fer. Le besoin de financement de cette industrie, jusqu'ici fort lucrative, associé aux conséquences de la déréglementation relative aux activités du secteur bancaire, a entraîné la création de nombreuses banques et maisons d'escompte. Les règles de la concurrence entre les établissements de crédit furent profondément bouleversées par cette nouvelle donne. Ces changements radicaux combinés à une mauvaise conjoncture boursière sont à l'origine des événements de 1866.

L'analyse se déroule en cinq parties. Il sera fait un bref rappel des conditions monétaires prévalant à l'époque, passage obligé pour prendre la mesure de l'intensité de la crise. Les évolutions institutionnelles ont été pour le moins importantes dans les années précédant les perturbations de 1866. Le système bancaire s'est profondément modifié sous la pression de nouvelles lois tant sur le plan de sa structure que des comportements de ses intervenants. De nouveaux acteurs sont apparus tandis que les pratiques connaissaient de profondes modifications. Tous ces changements ont eu des répercussions sur la nature de la crise. L'Angleterre du 19<sup>ème</sup> siècle a vu le remarquable développement de l'industrie du chemin de fer. Au départ lent et chaotique, il s'est intensifié dans le courant de ce siècle. Régulièrement, des crises n'ont pas manqué de perturber cette industrie. A partir de la fin des années 1850, le secteur ferroviaire a connu une vague d'expansion exceptionnelle. Permise par une conjoncture favorable (expansion économique, excédant d'épargne...), elle s'est terminée brutalement en 1866 par une série de faillites sans commune mesure avec le fonctionnement normal de cette industrie. La crise de 1866 trouve son origine dans ce boom. Enfin, il s'agit d'expliquer pourquoi l'Angleterre fut le seul pays touché et cela pendant plus de trois mois. Les méthodes « traditionnelles » de résolution de crise utilisées par la Banque d'Angleterre n'ont pas fonctionné. Cette particularité est explicable par l'inquiétude des investisseurs étrangers vis-à-vis de la solidité du système bancaire anglais. L'Europe avait eu connaissance

---

<sup>1</sup> « In consequence of there having been no Parliamentary inquiry, as might have been expected, the circumstances of this panic have never been fully explained. » (Macleod, 1896, p. 163).

des excès de ce pays. Ainsi naquit une défiance généralisée. Personne ne voulait s'aventurer à placer ses fonds dans ce pays d'habitude si sûr.

## **I LE SYSTEME MONETAIRE : L'ETALON METALLIQUE**

Le régime monétaire prévalant à l'époque était le monométallisme ou le bimétallisme selon les pays. La Banque d'Angleterre, à cette époque, jouait un rôle déterminant sur les marchés monétaire et des changes. Son fonctionnement était régi par le *Bank Charter Act* de 1844. Elle se forgea au cours du 19<sup>ème</sup> siècle une autorité incontestée sur les marchés monétaire et des changes en utilisant son instrument d'intervention privilégié : le taux d'escompte.

### Le système monétaire : l'étalon-or en Angleterre, l'étalon or-argent en France

Le système monétaire international en vigueur lors de la crise de 1866 était fondé sur l'utilisation des métaux précieux. D'autres instruments de paiement comme les lettres de change, utilisées à fin de règlements de dette du commerce international ou de placements de capital, existaient. Même s'ils étaient utilisés de préférence au métal pour les règlements internationaux, seul ce dernier ou plutôt ces derniers avaient un pouvoir libérateur à travers le monde entier, les billets de la Banque d'Angleterre l'ayant uniquement dans leur pays d'émission. Pour les règlements domestiques, on pouvait utiliser les pièces de métal, les billets de banque ou encore les chèques.

Pour assurer les transferts de métal nécessaires aux règlements et aux placements internationaux, chaque place financière d'importance avait des marchés sur lesquels se vendaient et s'achetaient les métaux précieux. En France, deux d'entre eux avaient cours légal et circulaient : l'argent et l'or. En Angleterre, pays de monométallisme, il existait aussi un marché de l'argent à Londres. Les deux pays commerçant abondamment l'un avec l'autre, il était nécessaire qu'un tel dispositif existât.

Le fonctionnement des marchés des métaux précieux était le même sur quasiment toutes les places financières. Des ateliers spécialisés dans la transformation de lingots en pièces effectuaient cette opération moyennant une retenue proportionnelle à la quantité à frapper. Ainsi, se définissait un prix minimum auquel le métal pouvait être vendu sur le marché. A Londres, l'argent était négocié sur le marché des métaux précieux alors que l'or avait un prix d'achat déterminé légalement. La Banque d'Angleterre s'engageait à acheter et à frapper n'importe quelle quantité d'or à elle présentée. Le prix maximum était déterminé par l'opération inverse, c'est-à-dire par le coût associé à la transformation de pièces en lingots. Le prix du métal se situait donc entre ce minimum et ce maximum.

### La lettre de change : instrument international de paiement et de placement

A cette époque, elle était couramment utilisée. Son émission provenait toujours d'un règlement d'une dette issue du commerce international (hormis quelques cas de spéculation peu répandus), même si, une fois entrée sur le marché des changes, elle pouvait servir de support à un placement purement monétaire. Grâce à elle, deux commerçants de deux pays différents pouvaient solder leurs comptes. Régler une dette par ce moyen était beaucoup plus simple que par le biais de métal car il s'agissait seulement d'une feuille de papier, facile à faire circuler. Le transport du métal pour régler une dette supposait de l'acheter puis de l'envoyer avec tous les frais inhérents (comme l'assurance ou le fret). Pour cette raison, la lettre de change s'imposa rapidement dans les pratiques du commerce international.

En général, la maturité d'une lettre de change était de trois mois. Au terme de cette période, le détenteur pouvait alors la faire compenser dans une maison d'escompte et toucher son dû. S'il souhaitait être payé avant, il le pouvait aussi moyennant une retenue, le taux d'escompte ramené au prorata du temps avant l'échéance.

Les mécanismes commerciaux n'étaient pas les seuls à influencer l'offre et la demande de lettres de change. Les placements monétaires (en lettres de change) ou financiers (sur des actions de Bourse par exemple) internationaux déterminaient largement l'évolution de ce marché.

### Ratio légal/ratio commercial et Pair légal/pair commercial

En France, l'or et l'argent avaient cours légal. Un rapport fixe (le ratio légal) entre les deux était défini par une loi de 1803 : il était de 15,5. Dans ce régime, un débiteur pouvait donc se libérer de sa dette par l'intermédiaire de l'un ou de l'autre.

Comme les prix des métaux étaient déterminés sur un marché confrontant l'offre et la demande, le prix de marché et le prix officiel divergeaient. Un ratio commercial était ainsi défini par le rapport des prix de marché des deux métaux. Dans un régime idéal, c'est-à-dire avec des arbitrages parfaits, le ratio commercial n'aurait pu s'écarter durablement du ratio légal. Par exemple, si le ratio montait au-dessus de 15,5, un détenteur de pièces d'or aurait eu intérêt à fondre ses pièces et à vendre les lingots : le gain engendré par leur vente serait supérieur à celui permis par le paiement avec des pièces. Un ratio supérieur à 15,5 signifiait que l'or a plus de valeur que l'argent. L'arbitrage assurait, dans un système parfait, au ratio de rester égal à 15,5.

Un poids fixe d'or valait un certain nombre de livres et de francs. Le rapport des deux définissait un taux de change officiel. Entre la France et l'Angleterre, il était de 25,22 Francs pour une livre<sup>2</sup>. Le pair légal était défini comme le taux de change calculé à partir des définitions officielles des prix des métaux des deux côtés de la Manche. Le régime de l'étalon-or pouvait faussement apparaître comme un régime de change fixe dans la mesure où le taux de change était déterminé de manière légale, à travers le prix des métaux, et de ce fait, ne devait théoriquement pas s'écarter de cette valeur. Mais, il s'agissait bien d'un régime de change stabilisé car des variations se produisaient dans les cours des monnaies. Par ailleurs, aucune instance de régulation internationale ne contrôlait les taux de change.

### Le serpent monométallique

Un débiteur pouvait utiliser le métal comme moyen de paiement ou de placement à un coût estimable à 1% de la somme à transporter. On détermine ainsi deux valeurs autour du pair commercial, appelées *point d'entrée* et *point de sortie* du métal. On construit un serpent dont le centre est le pair commercial et dont la peau est déterminée par ces deux points. Notons que le serpent a toujours la même épaisseur : plus ou moins un pour cent autour du pair commercial (si celui varie faiblement).

Pour régler sa dette ou faire un placement, le débiteur ou l'investisseur arbitrait entre le métal et la lettre de change. En tant qu'individu rationnel, il choisissait le mode de transfert le moins coûteux. Mais il ne comparait pas directement le taux de change défini sur le marché des changes avec le pair commercial : il devait en outre tenir compte des frais de transport du métal. Donc, tant que le taux de change des lettres de change restait dans le serpent, c'est-à-dire entre ses bornes, il était plus avantageux de payer par ce procédé. Mais supposons une

---

<sup>2</sup> Dans cet article, les montants sont donnés en francs ou en livres selon l'origine des sources. Le taux de change couramment utilisé par les auteurs français était de 1 livre contre 25 francs. Le parti-pris est de prendre la livre comme unité de référence et donner une estimation pour les montants en francs.

situation de fort déséquilibre de la balance commerciale ou de la balance des capitaux. Si l'Angleterre importait massivement et n'exportait quasiment plus, le prix des effets à tirer sur la France augmentait très fortement du fait de leur nombre restreint, ce qui signifiait une appréciation du franc contre la livre. A Londres, on avait moins de francs contre une livre. Symétriquement de l'autre côté de la Manche, les effets à tirer sur l'Angleterre augmentaient numériquement provoquant une dépréciation de leur valeur. Dans ce cas, la livre se dépréciait en France. Le paiement en métal est alors plus avantageux pour les Anglais.

### Le serpent bimétallique

Le rapport des deux prix de l'argent, en France et en Angleterre, formait un pair commercial argent, lequel définissait aussi un taux de change.

Avec la prise en compte des deux métaux, le serpent se complique. Dans un système monométallique, le pair commercial est le centre du serpent et les bords sont déterminés par les coûts de transport. Dans un système bimétallique, le centre du serpent est la moyenne des deux pairs commerciaux. Le bord du haut, correspondant au point de sortie en France, quand le franc se déprécie, est déterminé par le premier bord atteint si l'on superpose les deux serpents. Le métal sortant de France est celui dont le bord supérieur est le plus bas. Si l'on suppose que les frais de transport des deux métaux sont identiques, ce qui est proche de la réalité, car ils sont proportionnels au poids plus qu'à la valeur, le métal sortant en premier est celui dont le pair commercial est le plus bas. A l'inverse, le métal entrant en premier en France est celui dont le pair commercial est le plus haut d'entre les deux. C'est le métal dont la bordure inférieure est atteinte en premier.

Pour le serpent bimétallique, la conséquence est un changement permanent de forme. On appelle épaisseur sa dilatation. Alors que le serpent monométallique a une épaisseur régulière autour du pair commercial, son «congénère» bimétallique change continuellement de forme au gré des évolutions des pairs commerciaux des métaux. Lorsque les deux pairs sont égaux, avec l'hypothèse de frais associés aux deux métaux identiques, le serpent a un profil monométallique. C'est dans ce cas qu'il a la plus grande épaisseur ; dans tous les autres, elle est forcément plus petite.

### La Banque d'Angleterre était régie par le *Bank Charter Act*

Le *Bank Charter Act* de 1844 sépara la Banque d'Angleterre en deux entités indépendantes, deux départements, le département d'émission, le département de banque. Le principe fondateur de cette loi était la protection absolue de la convertibilité des billets de la Banque d'Angleterre. Ils étaient gagés sur les réserves d'or de la Banque. Chaque billet émis en plus du montant déjà en circulation en 1844 (environ 28 millions de livres), devait être couvert par une quantité d'or équivalente, la masse initiale étant couverte par le stock d'or, la dette publique et les titres publics déjà en possession de la Banque d'Angleterre. L'accroissement de la masse monétaire était donc limité par la quantité d'or s'accumulant dans sa réserve métallique dans son département d'émission. Donc, lors d'une demande excédentaire de billets sur la Banque d'Angleterre, le département de banque était supposé faire face seul, sans compter sur l'aide du département d'émission. Le *Bank Charter Act*, en séparant la fonction de création monétaire de la fonction commerciale, voulait éviter toute tentation de procéder à des émissions monétaires incontrôlées comme cela avait pu se produire par le passé.

**Tableau 1 : le bilan de la Banque d'Angleterre**

<b>Passif du département d'émission</b>	<b>Actif du département d'émission</b>
Billets	Dettes du gouvernement Autres titres Bullion
<b>Passif du département Banque</b>	<b>Actif du département Banque</b>
Capital des propriétaires Reste Dépôts publics Dépôts privés Créances et avances	Titres de l'Etat Autres titres Billets Monnaie (Coin)

Lors des crises précédentes, une baisse fulgurante touchait la réserve de billets du département de banque. La demande de billets prenait des proportions inédites. La réserve d'or baissait aussi très rapidement à cause des demandes de conversion de billets. La Banque d'Angleterre était tenue de respecter scrupuleusement le *Bank Charter Act*. Il était donc capital pour elle de trouver des moyens pour faire revenir l'or dans ses coffres. Les demandes d'escompte prenaient aussi une proportion démesurée à cause des détenteurs de lettres de change inquiets. Les dépôts privés augmentaient de manière importante aussi. En effet, toutes les demandes d'escompte n'étaient pas automatiquement opérées sous forme liquide, certains clients préférant laisser les fonds chez elle.

La double utilisation du taux d'escompte par la Banque d'Angleterre sur le marché monétaire

Le *Bank Charter Act* a donné une certaine indépendance à la Banque d'Angleterre vis-à-vis du pouvoir politique. Les décisions relatives à la monnaie n'ont plus demandé l'aval du monde politique si bien que l'autonomie de la Banque d'Angleterre s'en est trouvée renforcée. Par ailleurs, étant donné le succès de la politique monétaire, la question de la légitimité de son action ne s'est plus guère posée. L'utilisation du taux d'escompte, instrument d'intervention de la Banque d'Angleterre, renvoyait à un double objectif.

Une augmentation du taux d'escompte avait pour but interne de limiter la quantité d'effets escomptés. Une situation de crise monétaire pouvait se traduire par une forte augmentation de la demande d'escompte provoquant une sortie importante de liquide (les billets de banque) et une diminution de la réserve commerciale. Renchérir le coût de l'escompte limitait ce phénomène.

A cette époque, l'utilisation externe du taux d'escompte avait comme finalité la reconstitution de la réserve métallique par l'intermédiaire de l'action sur le taux de change. La Banque d'Angleterre devait constamment veiller au niveau de métal jaune en sa possession. Sa diminution excessive aurait provoqué une baisse de la masse monétaire et de la circulation de billets. En augmentant son taux d'escompte, la Banque d'Angleterre rendait alors les placements anglais plus attractifs pour les investisseurs étrangers. Pour envoyer ses fonds en Angleterre, il fallait posséder de la monnaie anglaise. L'augmentation de la demande de livres sur le marché des changes des pays étrangers provoquait une appréciation de la monnaie insulaire vis-à-vis des autres. Les arbitrages entre les lettres de change et le métal devenaient alors favorables au métal provoquant un afflux de celui-ci.

## Evolution de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre dans les années 1860

De plus en plus, la Banque d'Angleterre était soumise à une pression sur sa réserve de billets, plus spécifiquement lors des crises : sans doute, ces demandes répétées lui ont fait prendre conscience de son importance dans le système bancaire anglais. A partir de la fin des années 1850, la pression sur la Banque d'Angleterre devint constante : elle dut orienter sa politique monétaire en fonction de sa réserve de billets, tout en surveillant de manière permanente son encaisse métallique.

Depuis 1860, la Banque d'Angleterre, suivant les conseils issus de la théorie de Goschen quant au mode de gestion de la réserve de billets, fit varier son taux d'escompte de 1% à la fois, alors que précédemment, le palier était de 0,5%<sup>3</sup>. Cette nouvelle manière de gérer fit ses preuves pendant le début des années 1860 qui fut assez mouvementé. Entre les années 1862 et 1865, des quantités importantes d'argent furent exportées en Indes pour payer le coton. Les gestionnaires de la réserve se trouvèrent régulièrement sous tension. Mais leur attitude fut prévoyante. Le maniement du taux d'escompte apporta des résultats positifs car même lorsque d'autres pays furent pris dans des difficultés, l'Angleterre ne connut pas de panique. Tout au long de cette période difficile le pays maintint un niveau de réserve tout à fait satisfaisant.

## **II LES MODIFICATIONS DU FONCTIONNEMENT DU SYSTEME BANCAIRE ANGLAIS ONT CONDUIT A SA FRAGILISATION**

Le système bancaire anglais (pris au sens large, c'est-à-dire incluant les banques et les maisons d'escompte) évolua profondément au cours du 19<sup>ème</sup> siècle. Il connut deux grandes phases de déréglementation qui conduisirent à d'importants changements dans les pratiques bancaires. Les contraintes pesant sur les entrepreneurs de ce secteur se réduisirent. Les relations entre les banques et les maisons d'escompte s'intensifièrent et changèrent de nature. Enfin, de nouveaux acteurs fortement liés à l'industrie des chemins de fer apparurent.

### L'évolution de la réglementation concernant les banques et les maisons d'escompte dans l'Angleterre du 19<sup>ème</sup> siècle

Les banques et les maisons d'escompte connurent deux grandes vagues d'expansion sous l'effet de deux phases de déréglementation, la première de 1826 à 1846 et la seconde à partir de 1862.

Les premières banques par actions ont vu le jour à partir de 1826. Elles étaient une forme nouvelle d'entreprise bancaire, se substituant aux banques particulières. Ces dernières prêtaient des sommes importantes dans un contrat fondé sur une relation de confiance. Le banquier devait, dans ce système, accumuler des informations sur les emprunteurs pour minimiser le risque de défaut de paiement. Mais l'expansion internationale de Londres rendait ces pratiques de plus en plus difficiles à mettre en œuvre. Les banques par actions répondaient aux impératifs du commerce international : relations moins personnelles, emprunts importants...

Les premières maisons d'escompte virent aussi le jour dans l'année 1826. Elles connurent une expansion rapide mais c'est surtout à partir des années 1850 qu'elles devinrent des acteurs incontournables du secteur bancaire. Dans ces années, sur le marché londonien de l'escompte, il y avait quatre grandes maisons : *Overend & Gurney*, *Alexander & Co*, *Bruce, Buxton & Co*<sup>4</sup>. Mais *Overend & Gurney* était de loin la plus importante par la quantité d'affaires traitées, environ la moitié du marché de l'escompte à cette époque.

---

<sup>3</sup> Bagehot (1874), p. 174.

<sup>4</sup> King (1936), p. 117.

En cette moitié du 19<sup>ème</sup> siècle le marché de l'escompte était devenu très large et intégré. Deux facteurs expliquaient la progression rapide du nombre et de l'importance des maisons d'escompte : l'utilisation croissante des moyens de paiement scripturaux ; le boom économique accompagné d'une forte croissance du commerce international. La forte croissance du marché de l'escompte l'avait aussi rendu plus difficilement contrôlable par la Banque d'Angleterre.

Des lois précédant celles de 1862 furent votées à la fin des années 1850. Elles visaient à assouplir la réglementation concernant le principe de responsabilité limitée. Certaines clauses concernaient les banques et les maisons d'escompte mais globalement elles restreignaient toujours assez fortement l'activité de ces entreprises.

En 1862, les *Companies acts* réformèrent la nature des sociétés : toute entreprise, respectant certaines conditions simples et dont les statuts avaient été déposés, était reconnue comme personne civile, constituée de parts cessibles sans limite et faisait jouir les associés de la responsabilité limitée. Les entreprises formées sous ce nouveau régime étaient appelées *joint stock companies* ou plus simplement *companies*. Cependant, la loi prévoyait un régime particulier pour les banques : toute société de banque de plus de dix personnes, si elle n'était pas autorisée par une loi ou une charte royale, devait être enregistrée conformément à la loi de 1862. Les autres entreprises de plus de vingt associés, hors banque, étaient aussi soumises à ce régime. Les sociétés de moins de sept associés n'étaient pas concernées par la loi de 1862 et restaient sous l'ancien statut, les banques de sept à dix associés, ainsi que les entreprises de sept à vingt associés ayant le choix de l'ancien ou du nouveau statut.

Déjà en mars 1864, depuis le vote de la nouvelle loi sur les compagnies à responsabilité limitée, il ressortait que 263 entreprises de ce type furent créées en Angleterre, dont 27 banques et 15 maisons d'escompte<sup>5</sup>. Le capital investi dans ces créations se montait à 78 135 000 £.

#### Evolution des métiers de la banque et de l'escompte au cours des années 1850 et 1860

Selon MacLeod, les banquiers pouvaient investir de cinq manières : par l'escompte, en faisant des avances avec ou sans collatéraux, en autorisant un découvert, en prêtant contre une hypothèque, enfin en achetant des titres (actions ou obligation de l'Etat : *Stock* ou *Exchequer bills*)<sup>6</sup>. Le métier traditionnel de l'escompteur était évidemment de pratiquer l'escompte. La réforme de 1862 amplifia un phénomène déjà perceptible pour l'observateur de l'époque. Les activités des banquiers et des escompteurs avaient déjà commencé à subir des transformations.

La nouvelle loi a conduit à une concurrence exacerbée dans le secteur bancaire, encouragée, il est vrai, par une période de grande prospérité économique. Les banques et les maisons d'escompte commencèrent alors à proposer une rémunération des comptes ainsi que des prêts à des taux relativement bas ou encore des commissions minimales sur les transactions.

Les banques ont joué un rôle important sur les marchés boursiers en tant que fournisseuses de crédit pour les acheteurs de titres. Elles incitaient les particuliers à la spéculation sur les compagnies de chemin de fer en permettant l'achat d'actions à découvert. Cette pratique était déjà dénoncée à l'époque. L'exemple de Clare était édifiant : « supposons, par exemple, l'argent à 2,5%. On aura avantage à acheter au pair des titres rapportant 4% et à se faire faire une avance sur ces mêmes titres par un banquier. Voici quelle sera l'économie de l'opération : 1100 francs de titres 4% rapportent 44 francs et 1000 francs empruntés à 2,5% coûtent 25 francs, soit 19 fr. de bénéfice net pour 100 fr. de capital engagé. »<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> MacLeod (1866), p.156.

<sup>6</sup> MacLeod (1876), p. 258.

<sup>7</sup> Clare (1894), p. 245.

La maison d'escompte devait verser un intérêt sur tous les dépôts lui étant confiés. Pour le payer, elle prêtait tout ce qu'elle possédait et ne laissait pas d'argent inactif. En tant qu'agent rationnel, l'escompteur diminuait autant que possible le niveau de sa réserve, entendue ici comme fonds de caisse pour les opérations courantes. Elle s'amenuisait tellement que l'escompteur prenait le risque de ne plus pouvoir faire face à des demandes de retraits inhabituellement élevées et se retrouvait donc quasiment sans réserve pour la gestion quotidienne de sa caisse. En outre, la concurrence entre les maisons d'escompte fit diminuer l'intérêt pratiqué sur les prêts et augmenter celui appliqué sur les dépôts, réduisant les marges au minimum.

### Les relations banques/ maisons d'escompte

En ce qui concerne la structure du secteur bancaire, on nota des modifications importantes dans les relations entre les banquiers et les escompteurs. Les banquiers prirent l'habitude de déposer leur réserve chez les escompteurs. Cela présentait un sérieux avantage : sa disponibilité (théorique) immédiate, le banquier ne pouvant pas se retrouver pris de court, combinée à une bonne rémunération. Cette réserve constituait un placement sans risque à un faible taux rémunérateur mais quand même supérieur à zéro. Les banquiers y trouvaient leur compte car ce placement était plus productif que la possession d'une réserve non rémunérée.

Les escompteurs empruntaient des sommes considérables aux banquiers pour les prêter aux négociants à un intérêt supérieur et déposaient alors dans les banques les effets de commerce escomptés. Cela montre le lien étroit entre les deux types d'institutions bancaires. La grande quantité de capital déposé dans les banques était une source inépuisable pour les escompteurs. Si des tensions se faisaient sentir, les banquiers pouvaient rapatrier leur réserve, transférant la pression sur les escompteurs.

### L'apparition de nouveaux acteurs dans le secteur bancaire

Enfin, la déréglementation de 1862 permit à un nouveau type d'entreprise de voir le jour : les *credit and financial companies*. Elles avaient comme but exclusif la fourniture du crédit à des compagnies de chemins de fer. Elles agissaient comme des draineuses de capital pour le compte du secteur ferroviaire et consacraient une sorte de division du travail. Les pratiques de ces nouvelles entreprises modifièrent profondément le paysage bancaire. Pour faire monter le cours de leur action, les nouvelles entreprises bancaires proposaient des dividendes toujours plus importants<sup>8</sup>. A l'instar des anciennes banques et maisons d'escompte, dont la rentabilité avait déjà été démontrée, ces nouvelles compagnies se lancèrent dans un jeu de séduction à l'usage des actionnaires. Certaines d'entre elles proposaient des niveaux allant jusqu'à 10%<sup>9</sup> dès la première année alors que les bénéfices n'étaient pas encore visibles, posant le problème du réalisme du projet car un tel niveau de rentabilité pouvait difficilement être atteint aussi rapidement. Ces *credit and finance companies* fonctionnaient selon le même principe que les banques car leur activité se rapproche plus de celle de la banque que de l'escompte.

Il s'agit maintenant de mettre en évidence les relations entre ce type de compagnie et le secteur des chemins de fer.

---

<sup>8</sup> Wolowski (1867), p. 124.

<sup>9</sup> King (1936), p. 217.

### **III L EXPANSION DE L'INDUSTRIE DU CHEMIN DE FER DANS LA SECONDE MOITIE DU XIXEME SIECLE EN ANGLETERRE**

Dans la construction des chemins de fer en Angleterre, à partir de la seconde moitié du 19<sup>ème</sup> siècle, l'entrepreneur de travaux publics est devenu l'élément incontournable. Le rôle qu'il jouait dépassait largement ce que peut laisser penser son titre. Il ne fait pas de doute que le *contractor* s'est transformé en une dizaine d'années en centre de décisions dans le développement de cette industrie. La période de transition a duré environ dix ans. En 1849 chutait George Hudson, le «Railway King », marquant la débâcle du premier entrepreneur ayant acquis une certaine renommée. Au début des années 1860, plusieurs étaient connus à travers le pays.

Les années 1840 ont été marquées, en Angleterre surtout, par une frénésie dans la construction des chemins de fer. Plus qu'ailleurs, un phénomène de spéculation s'y développa. Il s'en suivit un nombre considérable de faillites et un léger recul de cette industrie dans le début des années 1850. Au fur et à mesure de cette décennie l'activité de construction ferroviaire s'intensifia pour atteindre son apogée dans les années 1860. A titre d'exemple, 8000 miles ont été construits pendant ces deux décennies Outre-Manche.

Les compagnies de chemin de fer, dans leur grande majorité, ont connu des difficultés dans le financement de leurs travaux. Plus que toutes autres cette activité était jugée risquée par les investisseurs du fait des rendements incertains. Bien que l'économie britannique connût une période d'expansion dans les années 1850, nombreuses furent les compagnies à connaître une relative désaffection. Certaines mêmes furent l'objet d'enquête tant leur comptabilité était douteuse, renforçant par là-même la suspicion du public à l'endroit de ces entreprises.

La période la plus active fut 1864 et 1865 où l'on autorisa la construction de 7369 miles, chiffre gigantesque en comparaison de ce qui existait déjà. Sur ces derniers seulement 2427 provenaient de compagnies opérant déjà, les autres émanant d'entreprises en cours de création.

Les relations entre les nouvelles et les anciennes entreprises ferroviaires étaient en fait multiples et complexes. La manière traditionnelle de lever des fonds à travers une succession de meetings locaux attirant les souscripteurs continuait de se pratiquer mais perdait en intensité en comparaison de modes de financement plus innovants. La difficulté pour se procurer du capital poussa les nouvelles compagnies à se joindre aux anciennes de manière à faciliter les modalités de financement. Cela pouvait passer par des prêts de la part de celles déjà bien établies. Mais le jeu n'était pas si simple dans la mesure où les entrepreneurs déjà en place ne voulaient pas prendre le risque de permettre à de futurs concurrents de voir le jour.

La construction d'une ligne de chemin de fer pouvait s'effectuer selon trois types de schéma à partir des années 1850 : assistance d'une vieille entreprise à une nouvelle ; financement traditionnel pour une ancienne entreprise ; assistance directe du constructeur à une nouvelle compagnie. C'est ce dernier point qui va particulièrement nous intéresser dans la survenue de la crise de 1866. Les deux premiers modes de financement sont relativement classiques d'un point de vue industriel de l'époque mais l'intervention du constructeur dans le financement de la construction va remettre en cause la logique de projet prévalant avant 1850 ( cette dernière ne permettant d'éviter les crises rappelons-le).

Il s'agit de comprendre comment l'intervention du constructeur dans le développement du chemin de fer à l'époque redistribua la donne concernant les modalités du financement et en quoi elle conduisit en fin de compte à mettre en péril du secteur. Le principe fondamental de cette relation consistait en l'acceptation d'actions de la compagnie de chemins de fer par le constructeur en lieu et place du paiement en monnaie (immédiat ou différé). Des contrats

entre une compagnie de chemins de fer et un constructeur pouvaient être conclus selon les modalités suivantes : un tiers en dette et deux tiers en actions.

Cette méthode de financement convenait aussi bien à la compagnie qu'à l'entrepreneur : la première pouvait construire la ligne en avançant un minimum de fonds tandis que le second obtenait facilement des contrats. Les constructeurs ne pouvaient pas réellement éviter cette pratique sous peine de se voir évincer du marché. Plus précisément, on distingue les constructeurs majeurs des autres. Ceux-ci, en bons termes les uns avec les autres, ont mis au point un système d'entente officielle de répartition des marchés grâce auquel chacun profite de cette industrie florissante. Il arrivait même fréquemment qu'ils se groupassent entre eux pour certains chantiers. Le secteur de la construction était dominé par seulement quelques entreprises en position de force. Le contrat portait moins sur le prix que sur la capacité à apporter des fonds.

L'entreprise à l'origine de la crise de 1866, Peto, Brassey & Betts, était décrite comme étant la plus grande d'Europe. On explique cette attitude des constructeurs par la nécessité d'utiliser au maximum les moyens de production, à savoir les hommes et les machines, de manière à ne pas limiter le chiffre d'affaires et donc la rentabilité.

Cette collusion entre les entreprises de chemins de fer et les constructeurs devenait si pressante que l'on peut finir par se demander qui des deux décidait de la construction de la ligne. S'agissait-il de l'entreprise ayant un projet qui démarchait le constructeur ou de ce dernier qui cherchait une compagnie capable de gérer la ligne après sa construction ?

En 1858, le Parlement abolit une loi exigeant des promoteurs de lignes, désirant obtenir une autorisation, de trouver des actionnaires garantis au titre qu'il ne s'agissait pas d'une preuve de solidité suffisante. Les entreprises devaient disposer de fonds suffisants avant cette abolition. De toutes façons, les constructeurs pouvaient jouer le rôle de garantie financière ce qui montre que cette loi n'était plus adaptée et que son existence ne se justifiait plus. Ils jouaient un rôle prépondérant pour les nouvelles compagnies n'ayant pas de moyens suffisants ailleurs.

L'assouplissement de la réglementation finit par conduire à un problème de gestion important : le projet était rarement financé en entier mais seulement par tranches. Par exemple, on pouvait dans un premier temps trouver un financement pour six mois puis, une fois épuisées les ressources de l'entreprise, une nouvelle augmentation de capital devenait nécessaire. Il arrivait souvent que le chantier n'aboutît pas car les tranches successives n'étaient pas menées à leur terme.

Le contrat portait de ce fait autant sur les modalités de la construction, bien évidemment, que sur la capacité à apporter des fonds mais aussi sur le fait que le constructeur serve de garantie financière.

Cette pratique était monnaie courante : *The Economist* estima que les deux tiers du capital autorisé lors des sessions de 1864 à 1866 était lié à des lignes directement promues par des constructeurs. En dernière analyse, les entreprises de construction jouèrent le rôle de promoteur, de constructeur et d'exploitant, à travers des entreprises de paille dont elles étaient actionnaires et détenaient les dettes. Elles pouvaient aussi se charger de l'acquisition des terrains ou du paiement des employés de la compagnie ferroviaire. Elles se virent également attribuer le rôle de payer les dividendes sur les actions de la compagnie de chemins de fer pendant le temps de la construction.

Les actions étaient souvent « achetées » à un prix réduit par le constructeur. Par exemple, un projet évalué à 400 000£ pouvait être payé en monnaie 400 000£ ou alors donner droit à des actions pour un montant de 500 000£. Il s'agit pour le constructeur de pouvoir les revendre plus tard avec une marge plus importante et de se prémunir contre une baisse inopportune.

La question qui se pose évidemment est la manière dont les constructeurs pouvaient faire fonctionner leur entreprise dans la mesure où ils ne touchaient que rarement de la monnaie de la part des compagnies de chemins de fer pour lesquelles ils travaillent. Ils vivaient avec des crédits fournisseurs importants. Par ailleurs, les constructeurs travaillaient dans d'autres secteurs d'activité que le rail, ce qui leur procurait des revenus. Enfin, ils leur était possible de vendre les actions ou de les déposer comme collatéraux lors d'un emprunt. Les titres n'étaient pas vendus systématiquement car cette opération n'aurait pas été vraiment bénéficiaire dans tous les cas. Un grand nombre de faillites de constructeurs a été recensé dont beaucoup à cause d'actions détenues par ceux-ci.

On comprend le rôle des *credit and finance companies*. Les constructeurs ayant de plus en plus de mal à trouver des fonds pour faire fonctionner les entreprises de chemin de fer, des sociétés spécialisées furent mises en place à leur attention. Ainsi, grâce au concours de ces nouveaux acteurs sur le marché du crédit, le développement du chemin de fer ne fut pas interrompu par une pénurie de capital. Dans la période précédant la crise, toutes les demandes faites au Parlement étaient cautionnées par ces nouvelles entreprises. Lord Redesdale (Chambre de Lords) précisait que le fonctionnement de ces compagnies restait pour le moins opaque. Cependant leur présence était de plus en plus visible dans le financement des chemins de fer. En termes actuels, il s'agit de sous-traitants des constructeurs, chargés d'apporter les fonds nécessaires à la réalisation du projet.

En France, les entreprises de chemins de fer n'ont pas connu le même essor qu'en Angleterre. Entre 1847 et 1859, il s'en était créé 20 sous forme de société anonyme pour au moins 1,5 milliards de francs (60m£), 53 banques pour 254 millions de francs (10m£) sur un total de 161 entreprises pour au moins 2 milliards de francs (pour 107)<sup>10</sup>. En 1857, une compagnie ferroviaire avait à elle seule levé 588 millions de francs<sup>11</sup>. Entre 1860 et 1867, 16 entreprises de transport furent créées sous forme de société anonyme. Onze étaient des compagnies de chemins de fer et trois des compagnies de bateaux à vapeur<sup>12</sup>.

#### **IV LE DEROULEMENT DE LA CRISE DE 1866**

La crise de 1866 prit toute son ampleur le 11 Mai. On appela ce jour le *Black Friday*. Pour analyser cette crise, il convient de distinguer l'élément déclencheur, les facteurs l'ayant permise et les conséquences. Il ne fait de doute pour personne, y compris ses contemporains, que cet événement prit naissance à la suite d'un jugement rendu par la justice londonienne sur une affaire relative à un financement d'un projet de chemins de fer. C'est ici que l'on comprend l'importance du secteur ferroviaire dans la survenue de cet épisode douloureux de l'histoire de l'Angleterre. La crise industrielle de la construction de voies ferrées prépara le terrain des événements de 1866 en mettant à jour les liens entre les banques, les constructeurs et les compagnies de chemins de fer.

##### **Le facteur de déclenchement de la crise : une décision de justice du 9 Mai**

L'événement qui causa la « Grande Panique » fut une décision de justice<sup>13</sup>. La *Mid-Wales Railway Company*, dirigée par MM. Peto et Betts, fit un emprunt à trois banques ou maisons d'escompte, *Bateman, Overend & Gurney* et la *National Discount Company*, pour un montant de 60 000 livres. La compagnie se trouva dans l'incapacité de rembourser et une action en justice fut entreprise par les trois créanciers. Le jugement fut rendu le 9 mai : la cour décida

---

<sup>10</sup> Freedeman (1979), p. 84.

<sup>11</sup> Id., p. 83.

<sup>12</sup> Id. p. 119.

<sup>13</sup> MacLeod (1866), vol. 2, p. 158.

que l'emprunteur n'était pas dans l'obligation de payer ses dettes car l'affaire entre les quatre protagonistes fut jugée invalide. Les causes immédiates de la faillite de la célèbre maison d'escompte *Overend & Gurney* provinrent donc de la suspension des paiements des entrepreneurs de chemins de fer, non moins célèbres, MM. Peto et Betts. Leurs engagements auprès de *Overend & Gurney* se situaient autour 4 millions de livres<sup>14</sup>.

Immédiatement, le cours de l'action *Overend & Gurney* chuta à la Bourse et les déposants se précipitèrent à ses guichets pour récupérer leurs dépôts. *Overend & Gurney* fut victime d'un véritable *run* et dut fermer ses portes dans l'après-midi du jeudi 10 mai. Le passif fut estimé à plus de 10 millions de livres<sup>15</sup>. Par ailleurs, on estimait à plus de 8 millions de livres la somme des dépôts dans cette maison d'escompte<sup>16</sup>. A l'époque, il s'agissait de la plus grosse faillite que la City ait connue.

### La cause I : la crise industrielle dans le secteur des chemins de fer en Europe

En 1865 et 1866, les chemins de fer européens connaissaient des destinées divergentes. En Espagne tout comme en Italie, ils étaient dans une situation des plus préoccupantes. Ces entreprises dans leur ensemble étaient au bord de la faillite et les gouvernements de ces pays les abandonnaient à leur sort, souvent peu enviable. Les investisseurs connaissaient bien leur santé désastreuse, il n'y avait donc aucune surprise. Les propos de la presse étaient clairs, sans aucune équivoque : « Nous le voyons par la nombreuse correspondance que nous dépouillons chaque jour, toutes les préoccupations de la clientèle sont pour les valeurs étrangères, sur lesquelles une vaste liquidation s'opère depuis plusieurs mois. »<sup>17</sup>

Seuls les chemins de fer de l'Angleterre, de la France et de l'Allemagne se portaient correctement dans l'ensemble. En Angleterre, les lignes anciennes étaient rentables car installées depuis longtemps et générant un trafic en augmentation. Les constructions des lignes relevaient du secteur privé, les contraintes étant peu importantes. En France, le cadre réglementaire strict avait évité un développement anarchique.

Cependant, les nouvelles constructions anglaises posaient souvent des problèmes. De nombreux investissements n'étaient pas amortis car pas terminés faute de financement. Les interrogations quant à la rentabilité des nouvelles constructions commençaient à se faire insistantes comme le montrent les articles de *The Economist*. A partir du milieu de l'année 1865, en Angleterre, le climat de l'investissement autour du secteur ferroviaire commençait à se dégrader. Des doutes commençaient aussi à apparaître dans les capacités de remboursement de certaines compagnies<sup>18</sup>. En 1866, il était de moins en moins conseillé de placer des capitaux dans les chemins de fer.

### La cause II : la crise boursière européenne

En Angleterre, selon les informations de *The Economist*, le cours des actions était monté jusqu'à août 1865, où le maximum avait été atteint lors de cette période. Dans les mois suivants, les cours ont continuellement baissé. Début septembre, on apprit que la demande était encore forte pour les meilleures valeurs de chemins de fer qui étaient considérées comme des placements de long terme alors que les autres étaient des valeurs de spéculation<sup>19</sup>. Mais à partir de ce moment, les cours ont commencé à devenir beaucoup plus volatils. Chaque semaine, des variations importantes se firent sentir dans les cours des titres de chemins de fer.

---

<sup>14</sup>MacLeod (1866), p. 89.

<sup>15</sup>Id., vol. 2, p. 158.

<sup>16</sup>Wolowski (1867), p. 88.

<sup>17</sup>*Le Moniteur des tirages financiers*, 10 nov. 1865, p. 1.

<sup>18</sup>Id., p. 1490, 28 oct 1865;

<sup>19</sup>*The Economist*, p. 1065, 2 sept 1865.

Début octobre, la hausse de l'escompte fit fortement chuter les cours. Cette baisse était attribuable au phénomène de spéculation et au mécanisme d'arbitrage entre les actions et les placements monétaires. Elle se poursuivit quasiment toutes les semaines avec de forts mouvements, comme le 28 octobre<sup>20</sup>. Un article de décembre 1865 mettait en garde contre la spéculation dans les compagnies de chemins de fer<sup>21</sup>. La baisse se prolongea sans répit pendant tout le début de 1866.

Le cas de la France était différent car la situation des compagnies ferroviaires était plus enviable. En septembre 1865, on lisait : «Le marché financier paraît être entré depuis trois mois dans une voie d'amélioration réelle. Les affaires, si longtemps languissantes se sont réveillées, et le niveau du prix de toutes les valeurs mobilières s'est élevé sensiblement.»<sup>22</sup> Mais en octobre, à la suite de la hausse du taux de l'escompte, le journaliste revint sur ses prévisions trop optimistes : « Le monde financier s'est un peu ému de ce renchérissement de l'argent, et il en a résulté une dépression générale du prix de capitalisation des valeurs mobilières, qui est solidaire, dans une certaine mesure, des variations du taux de l'escompte.»<sup>23</sup>

A partir de mars 1866, la Bourse a entamé un mouvement baissier comme en témoigne cette citation du journal *Le Moniteur des tirages financiers* : « Cette dépréciation rapide, presque instantanée, de la fortune mobilière, produite par de simples probabilités, et moins que cela, par des bruits souvent dépourvus d'authenticité (...) »<sup>24</sup>. Parler de krach est excessif, mais il semble clair que la dépréciation fut relativement brutale et inattendue. Le journaliste faisait référence aux risques de guerre qui menaçait d'embraser l'Europe. Le mouvement de baisse s'était aussi accéléré par l'intervention de spéculateurs, anticipant une baisse comme le montre ce commentaire : « toutefois il faut faire la part de l'accélération imprimée au mouvement de baisse par la spéculation »<sup>25</sup>. Les valeurs les plus touchées ont été celles des chemins de fer et des compagnies bancaires (banques et maisons d'escompte).

### La cause III : un nombre de faillites en forte augmentation avant Mai 1866

La nervosité était grande dans les milieux économique et financier depuis le début de l'année 1866. Les nombreuses faillites de banques, maisons d'escompte, constructeurs et compagnies de chemins de fer faisaient régner une inquiétude diffuse. Les dépôts de bilan avaient commencé avant mai 1866. En février de cette même année, vint la première faillite : celle de la *Joint Stock Discount Company*. Elle fit naître des doutes dans la population et la communauté économique quant à la solvabilité de certains établissements car on connaissait les engagements de cette compagnie dans de nombreuses entreprises ferroviaires. En mars, ce fut au tour de la *Barned's Bank* de Liverpool de disparaître, avec un passif de 3,5 millions de livres<sup>26</sup>. D'autres liquidations eurent lieu : celle de l'*English Joint-stock Bank*, et celle de *Imperial Mercantile Credit Association*.

On peut attribuer ces diverses faillites à la baisse soutenue des marchés boursiers. Les constructeurs ont sans doute été les premiers touchés. Détenant des nombreuses actions de compagnies de chemins de fer à la suite du paiement en actions, ils n'ont pu faire face à une baisse persistante des marchés boursiers. Ils n'ont pu liquider leurs actions à temps, leur actif s'est alors déprécié très fortement. Ils ont fait face à une crise de liquidité et ont fait faillite. Les banques ayant prêté aux constructeurs ou aux compagnies de chemins de fer ont connu le

<sup>20</sup> *The Economist*, p. 1308, 28 oct. 1865.

<sup>21</sup> Id., p. 1487, "The atlantic and and great western railway company".

<sup>22</sup> *Le Moniteur des tirages financiers*, 25 sept 1865, p. 1.

<sup>23</sup> Id., 20 oct 1865, p. 1.

<sup>24</sup> Id., 6 avril, p. 1.

<sup>25</sup> Id., 6 avril, p. 2.

<sup>26</sup> MacLeod (1866), vol. 2, p. 157.

même sort à la suite des défauts de paiement engendrés par les faillites de leurs clients. Elles disparurent à la suite d'une crise de solvabilité. En retour, les faillites de banques provoquèrent des disparitions parmi les compagnies de chemin de fer qui ne disposaient plus de liquidité pour fonctionner. Ainsi, on a pu constater quelques faillites avant même la survenue de la crise.

### La conséquence I : un krach boursier de grande ampleur

La décision de justice intervenant dans la journée du mercredi 9, la Bourse de Londres commença à être affectée par les inquiétudes des actionnaires pendant cette même journée. L'action d'*Overend & Gurney* fut fortement touchée mais ce ne fut pas la seule. Dans les journées du jeudi 10 et vendredi 11 mai, la Bourse de Londres connut une chute considérable. La faillite de la maison d'escompte fut le signal du krach boursier se propageant à toute l'Europe.

Finalement, en Angleterre, la dépréciation boursière fut estimée à environ à 60 ou 70 millions de livres<sup>27</sup>. Il est assez difficile d'évaluer la capitalisation totale de la place de Londres en 1866. En 1875, elle était de 4,5 milliards de livres (avec 13% d'obligations d'Etat) contre 1,2 milliards (63% d'obligations d'Etat) en 1843<sup>28</sup>. On pouvait donc l'estimer à 3-3,5 milliards à cette époque. Le poids des titres gouvernementaux rendait encore plus visible la baisse sur les actions des entreprises privées. Goschen pointa déjà du doigt les *limited companies*, cotées sur les marchés boursiers<sup>29</sup>. Selon lui, elles étaient la source d'une grande instabilité car dès que leur prix commençait à baisser à la Bourse, un mouvement de vente se manifestait.

### La conséquence II : un *run* bancaire sur les dépôts de toutes les banques et maisons d'escompte du pays : la crise de liquidité

Dès l'annonce de la faillite d'*Overend & Gurney*, le 10 mai, les banques et maisons d'escompte furent prises d'assaut par les clients soucieux de récupérer leurs dépôts. Elles connurent, pour la plupart, une crise de liquidité. Certaines tentèrent de limiter le niveau des sommes récupérables par les déposants pour préserver le niveau de leurs réserves de billets, mais toutes connurent des difficultés très importantes. L'impact sur le public fut d'autant plus grand que *Overend & Gurney* avait une réputation européenne<sup>30</sup>. La réserve de billets fut donc sérieusement atteinte. Pour faire face à cette situation, elles devaient trouver impérativement de la liquidité.

Les banques pouvaient se procurer de la liquidité en vendant les titres détenus par elles en tant que collatéraux. Cette opération se traduisait par des pertes considérables au vu de l'état de la Bourse. En théorie, pour le banquier, l'intérêt des avances sur actions venait du fait qu'elles étaient rapidement réalisables, à l'inverse des biens immobiliers. En cas de besoin de liquidité, il n'était pas possible de vendre une maison ou une ferme rapidement, alors qu'une action devait pouvoir se liquider dans la journée.

De nombreuses banques se sont retrouvées en grande difficulté à la suite du krach boursier, la différence entre l'actif et le passif devenant considérable. Les sommes récupérées à la suite des ventes d'actions ne suffirent pas dans de nombreux cas à couvrir les retraits des déposants.

---

<sup>27</sup> *The Financial pressure and ten per cent*, p. 229.

<sup>28</sup> Homer (1991), p. 203.

<sup>29</sup> *The Economist*, p. 553, 12 mai 1866.

<sup>30</sup> Andreades (1924), p. 357.

### La conséquence III : des faillites en chaîne parmi les entreprises de commerce et les entreprises industrielles à la suite de manque de liquidité

Les banques ont limité le crédit aux entreprises en difficulté du fait du *run* dont elles étaient les victimes. En effet, Clare déclarait au sujet des banquiers : « Les banquiers sont par nature toujours enclins à la défiance ; mais ils deviennent alors extraordinairement soupçonneux, et regardent de travers quiconque vient leur demander de l'argent, même dans un but sainement commercial. Tant qu'ils sont dans l'incertitude sur ce qui va arriver, ils tiennent avant tout à ménager leurs ressources : en conséquence, ils diminuent ou même arrêtent complètement leurs avances et escomptes, et laissent leurs clients s'en tirer comme ils le peuvent. »<sup>31</sup> L'Angleterre a été le témoin d'un véritable *credit crunch*. La liquidité a disparu du marché bancaire anglais. De nombreuses entreprises ont fait face à un manque de liquidité et ont simplement fait faillite.

Dans la semaine qui suivit la faillite d'Overend & Gurney (du 14 au 20 mai), il y en eut encore beaucoup. Liverpool, célèbre place de commerce mondial, connut la cessation d'activité de plusieurs gros établissements comme celle de la maison *MacCulloch* qui laissa un passif de 800 000 livres. A Londres, les négociants indiens de *Gresham-house* cessèrent leurs paiements avec des engagements à hauteur de 400 000 livres.

### La conséquence IV : une pression de la part des banquiers sur les escompteurs : la crise de liquidité chez les escompteurs

Les banques, pour faire face au *run*, firent pression sur les escompteurs en leur réclamant leur dépôt. Il était particulièrement difficile de récupérer de la liquidité sur les marchés boursiers tant le climat de la Bourse était détestable. Les banques n'eurent pas d'autres moyens, pour se procurer de la liquidité, que d'aller chercher leur dépôt chez les escompteurs, les mettant dans une situation bien embarrassante.

Comme nous l'avons vu, ces derniers devaient minimiser leur réserve. L'excès de demande de la part des banquiers les mit en danger. Ils se retrouvèrent dans l'obligation de trouver de la liquidité eux-mêmes : c'est ce qu'ils firent en escomptant à la Banque d'Angleterre.

Lors de la crise de 1866, Clare déclara au sujet des banquiers : « Et en même temps, ils font rentrer les fonds déposés par eux dans les maisons de commission, et comme celles-ci ne peuvent les satisfaire qu'en empruntant elles-mêmes, l'assaut de la Banque d'Angleterre commence.<sup>32</sup> »

### La conséquence V : une forte pression sur la réserve de billets de la Banque d'Angleterre de la part des banquiers et des escompteurs (mais pas du public)

Quelques jours avant la faillite d'*Overend & Gurney*, la réserve de billets était encore de 145,3 millions de francs (5,8 millions de livres). Le dépôt de bilan de *Overend & Gurney* avait été annoncé à la fin de la journée du mercredi 9 mai si bien que ce fut le lendemain que les premières conséquences se firent sentir. En seulement trois ou quatre heures, la réserve de billets de la Banque d'Angleterre subit un assaut considérable. La ruée fut si importante qu'elle dû fermer ses portes quelques heures pour restaurer sa réserve. Au début de la journée du 10 mai, il restait dans la réserve du département commercial environ 5 527 000 livres (en comptant les succursales) et à la fin de la journée, seulement 3 millions de livres (et sans

---

<sup>31</sup> Clare (1894), p. 102.

<sup>32</sup> Clare (1894), p. 102.

doute moins de 1 million à Londres)<sup>33</sup>. Par contre, lors de cette fameuse journée, la quantité de bullion ne bougea pratiquement pas. Les demandeurs de billets de la Banque d'Angleterre ne les ont pas convertis en or.

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mr Holland, fit parvenir une lettre au chancelier de l'Echiquier, Mr Gladstone, le soir du 11 mai, dans laquelle il précisa la situation de la Banque d'Angleterre sur le marché monétaire : les avances consenties aux autres banquiers et escompteurs se situaient à 4 millions de livres sur dépôts de fonds publics et sous forme d'escompte<sup>34</sup>. Il précisa que jamais une telle somme n'avait été prêtée en une seule journée. En conséquence, la décision de suspendre le *Bank Charter Act* fut prise dans la nuit suivante, et rendue effective avant la reprise de l'activité, le samedi 12. La Banque d'Angleterre fut autorisée à émettre un supplément de 4 millions de livres en billets non-couverts.

Les gouverneurs de la Banque d'Angleterre siégèrent toute la journée de samedi 12 mai pour suivre les opérations<sup>35</sup>. Les demandes d'escompte furent encore très nombreuses mais toutes furent honorées. Malgré le climat incertain, la situation commença à se normaliser dès le lundi 14 mai et la pression sur la réserve se fit moins forte.

En fin de compte, ses dirigeants durent être particulièrement actifs pendant cette période, en ne comptant pas les avances (autres que sur lettres de change) octroyées. Le premier jour de la panique, elles s'élevèrent à 929 000 livres, le jour suivant à 747 000 livres et lors des cinq jours suivants elles montèrent à 2 874 000 livres. Sur le même laps de temps, les avances sur lettres de change atteignirent 9 350 000 livres. Le total était donc de 12 225 000 livres en cinq jours<sup>36</sup>.

La panique sur la Banque d'Angleterre fut bien dissipée rapidement mais la suspension du *Bank Charter Act* n'avait pas suffi à ramener la sérénité pendant longtemps dans l'esprit du public, contrairement à ce qu'on observa pendant les crises de 1847 et 1857, où sa rupture avait rapidement amélioré le climat des affaires. Une somme extraordinaire fut absorbée par le public anglais en seulement quelques jours. Plus de quatre millions de livres se sont retrouvées en circulation en moins d'une semaine, soit une augmentation de 17%<sup>37</sup>.

La Banque d'Angleterre fut la victime des banques et des maisons d'escompte plus que des particuliers. Les premières, désirant se procurer de la liquidité pour faire face aux demandes de billets de leurs clients, vidèrent leurs comptes, comme l'a souligné Clare : «Les retraits limités à la place de Londres constituent déjà une épreuve sévère pour la Réserve ; mais le danger devient terrible si, comme en 1866, les banques provinciales, prises de peur à leur tour, et redoutant un assaut de leurs déposants, télégraphient à Londres pour avoir des billets.<sup>38</sup>» Cette attitude n'était d'ailleurs que trop justifiée : «Les banquiers de la province, redoutant l'impression produite par ce désastre sur l'esprit de leurs déposants, télégraphièrent immédiatement à leurs correspondants de Londres pour avoir des billets ou prirent eux-mêmes le premier express pour aller les chercher. Leurs craintes n'étaient d'ailleurs que trop justifiées, et bien des banques furent mises en péril par les retraits qu'elles eurent à supporter.»<sup>39</sup> Les maisons d'escompte pratiquèrent l'escompte dans le but d'obtenir des billets pour rembourser les banques.

La Banque d'Angleterre fit des avances importantes pour arrêter la panique. Elles ne pouvaient être faites qu'à deux conditions<sup>40</sup> : un taux d'escompte élevé, avec comme but de

---

<sup>33</sup> *The Financial pressure and ten per cent*, p. 235.

<sup>34</sup> Wolowski (1867), p. 91.

<sup>35</sup> Wolowski (1867), p. 104.

<sup>36</sup> Macleod (1866), vol. 2, p. 159.

<sup>37</sup> *The Financial pressure and ten per cent*, p. 239.

<sup>38</sup> Clare (1894), p. 102.

<sup>39</sup> Clare (1894), p. 109.

<sup>40</sup> Bagehot (1874), p. 188.

dissuader toute demande illégitime, et une garantie suffisante. Cette stratégie avait pour but de fournir de la liquidité à un prix élevé pour diminuer le risque de crise de liquidité.

### La conséquence VI : une crise bancaire

Les défauts de paiement des clients disparus se transformèrent en créances douteuses. La crise de solvabilité menaça un grand nombre de banques. En limitant les crédits à leur client, elles se retrouvèrent avec de nombreuses faillites à supporter. Beaucoup disparurent alors.

Des banques de grande renommée cessèrent d'exister comme la *Bank of London*, dont le succès était connu à travers tout le pays. La *Consolidated Bank* connut rapidement le même sort. Enfin, après quelques semaines, vint l'annonce de la faillite de la plus grande des banques indiennes : la *Masterman's Bank*. Cette dernière était réputée pour sa gestion rigoureuse et sa conduite honnête des affaires.

Le nombre de dépôts de bilan dans le secteur bancaire fut plus important que jamais<sup>41</sup>. D'autres établissements connurent des pertes considérables sans pour autant faire faillite. L'année 1866 fut catastrophique pour la plupart des banques<sup>42</sup>. Un certain nombre de banques ayant déposé leur bilan dans la crise de 1866 avaient investi dans des actions étrangères et notamment dans des chemins de fer étrangers<sup>43</sup>. Cependant une banque tira son épingle du jeu, enregistrant des bénéfiques records : la Banque d'Angleterre. Le dividende payé pour l'année 1866 fut de 11,75%, le plus élevé depuis 1806, la moyenne étant de 9,625%<sup>44</sup>. Ce surcroît de profits provient du niveau exceptionnel de l'activité de l'escompte générée par les trois mois de crise<sup>45</sup>. La crise ne fut pas catastrophique pour tous les actionnaires !

### La conséquence VII : une crise monétaire externe de faible importance

Contrairement à ce qui était visible lors des crises précédentes, la réserve de métal n'a pas été touchée ou très peu. Elle passa de 13,16 millions de livres le 9 Mai à 11,86 le 23 (point le plus bas, soit une baisse de 10% en deux semaines) pour remonter à plus de 15 à la fin juin. La réserve de billets passa de 5,81 millions de livres le 9 mai à 0,85 le 30 (diminution de 85%) : cette baisse est sans commune mesure avec celle du bullion. Il est clair qu'il n'y eut pas de défiance concernant le billet de la Banque d'Angleterre car les demandes de conversion furent relativement modestes en comparaison de ce qui avait déjà été vu. Les détenteurs de billets de la Banque d'Angleterre ne craignaient pas une faillite de l'Institution. On peut en conclure qu'il n'y eut pas d'*Internal drain*. Une baisse relativement modérée de métal ne permet pas d'affirmer qu'il y eut une crise monétaire interne en plus de la crise financière. La baisse de bullion provenait d'une cause externe : la dépréciation de la livre conduisit les arbitragistes à préférer le paiement en or à celui en lettres de change, devenues trop cher à cause du rapatriement des capitaux étrangers vers la France notamment. Il y eut un *External drain*, relativement modéré tout de même.

---

<sup>42</sup> MacLeod (1866), vol. 2, p. 159.

<sup>43</sup> Id. p. 265.

<sup>44</sup> Clare (1894), p. 103.

## V LES ARBITRAGES SUR LES MARCHES MONÉTAIRES N'ONT PAS EU LIEU PENDANT LA CRISE

La crise de 1866 a eu la particularité de durer trois mois. La gestion de la crise par la Banque d'Angleterre à travers son instrument habituel, le taux d'escompte, n'a pas produit les effets attendus, les arbitragistes étrangers ne se portant pas sur les placements anglais. Nous expliciterons alors la théorie de l'arbitrage en l'appliquant aux conditions monétaires de 1866 pour montrer que les arbitrages ont fait défaut.

### La théorie de l'arbitrage

Parmi tous les flux de capitaux internationaux, certains, de court terme, sont motivés par des gains financiers. On les différencie des investissements productifs car ils n'entrent en jeu que lors d'opérations purement financières. Cette démarche est donc caractérisée par des mouvements de capitaux de court terme, à la différence des investissements de portefeuille, par exemple, se situant, en général, dans une optique de moyen et long terme. Durant les années 1860, ils furent nombreux, notamment entre Paris et Londres, les deux principaux centres financiers mondiaux<sup>46</sup> et ont certainement eu comme origine des comportements d'arbitrage.

Sur les marchés des changes sont cotés deux types de papier, court et long : le premier aux fins de règlement immédiat et le second en vue de placements.<sup>47</sup> Le fonctionnement de ces marchés implique un paiement immédiat quelle que soit l'échéance alors que la livraison se fait à la maturité du papier.

Le taux d'intérêt implicite (IL et IP) prend en compte l'existence de ces deux types de papier et met en lumière le comportement des arbitragistes.

Si les arbitrages étaient parfaits, il devrait être indifférent d'acheter des lettres courtes ou longues, l'acquéreur de ces dernières pouvant les faire escompter sur l'autre place. Le taux d'escompte et le taux implicite de chaque place seraient alors identiques ( $IL=EL$  et  $IP=EP$ ). L'intégration financière des places de Paris et de Londres s'est grandement améliorée au cours du 19<sup>ème</sup> siècle. Elle pouvait être considérée comme parfaite en 1866.

*Arbitrage de type I : arbitrage non couvert entre deux marchés monétaires domestiques<sup>48</sup>.*

Il s'agit de comparer le rendement entre un placement étranger de trois mois et le même dans son propre pays. Dans le cas du choix du premier, deux opérations de change sont nécessaires. L'arbitragiste doit, dans un premier temps, se procurer des livres. Il achète à Paris une lettre courte libellée en livres puis, sur le marché anglais, en achète une autre longue cette fois en livres. Une fois cette dernière arrivée à maturité, au terme des trois mois, il achète une lettre courte en francs sur le marché londonien, dans le but de rapatrier son capital. La comparaison se fait entre deux placements à trois mois en théorie sans risque.

*Arbitrage de type II : arbitrage non couvert entre un marché monétaire domestique et un marché de change long<sup>49</sup>*

---

<sup>46</sup> Nishimura (1971), p. 74.

<sup>47</sup> Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard (2001a), p. 8.

<sup>48</sup> Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard (2001a), p. 17.

<sup>49</sup> Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard (2001a), p. 18.

Le choix se fait entre une lettre domestique à trois mois et une lettre de change à trois mois. Dans ce cas de figure, les variables mises en jeu sont respectivement le taux d'escompte et le taux d'intérêt dans le change. En effet, au terme de trois mois, dans le deuxième cas, les capitaux doivent être rapatriés au taux de change court en vigueur. Dans le cas de l'investissement à l'étranger, deux opérations de change ont lieu : un achat de lettre longue immédiatement et un achat de lettre courte au bout de trois mois. Une anticipation est faite sur le taux de change court à trois mois, auquel sera rapatrié le capital.

Par rapport au cas précédent, il convient de noter le caractère endogène de l'ajustement. Alors que l'arbitrage entre deux marchés domestiques ne modifiait pas la valeur des variables de décision (les taux d'escompte), celles-ci étant exogènes, dans ce type d'arbitrage, l'achat de lettres longues modifie directement une des variables de décision, le taux d'intérêt implicite.

*Arbitrage de type III : arbitrage couvert entre un marché monétaire domestique sur une place et le marché des lettres longues d'une autre place*<sup>50</sup>

L'arbitragiste compare le gain sur la vente d'une lettre courte et l'achat d'une lettre longue (le taux d'intérêt dans le change) sur une place et l'escompte de la lettre longue sur l'autre place (mesurée par le taux d'escompte en vigueur sur cette place). Deux cas sont possibles : soit il a vendu une lettre courte pour financer l'achat d'une lettre longue puis fait escompter cette dernière à Londres pour récupérer les fonds lui permettant de payer cet achat ; soit il achète une lettre longue avec ses propres fonds, la fait escompter à Londres et rapatrie au taux court à Paris les capitaux obtenus à Londres. Son gain est le taux d'intérêt implicite dans le change à Londres. Cette procédure ne prend pas plus d'une semaine et ne comporte aucun risque. Elle est intéressante si le taux d'intérêt dans le change est supérieur au taux d'escompte de l'autre place.

Ce type d'arbitrage est profondément différent des deux premiers dans la mesure où il ne prend pas de temps. En une semaine, l'opération est complètement terminée alors que les deux autres nécessitaient trois mois. En outre, le rapatriement des capitaux se faisant rapidement, le risque de change est nul. C'est pour cela que l'on parle d'arbitrage couvert. A la différence des deux premiers, on sait quasiment à quel taux de change le capital reviendra. Dans ce cas, les effets du retour se font sentir immédiatement, alors que les précédents voyaient les conséquences sur le change court seulement au bout de trois mois.

**Tableau 2 : récapitulatif des différents comportements d'arbitrage**

	Marchés en arbitrage	Couvert	Critères	Flux de capital	Anticipation
I	Deux marchés monétaires domestiques	Non	$EL > EP$	Paris → Londres	Change court à trois mois
			$EP > EL$	Londres → Paris	
II	Un marché monétaire domestique et un marché du change long sur la même place	Non	$IL > EP$	Paris → Londres	Change court à trois mois
			$IP > EL$	Londres → Paris	
III	Un marché monétaire domestique sur une place et le marché du change long d'une autre place	Oui	$IL > EL$	Paris → Londres	Non
			$IP > EP$	Londres → Paris	

<sup>50</sup> Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard (2001a), p 19.

## Les arbitrages pendant la période de la crise

La période commençant début mai, est la crise de 1866 à proprement parler. La Banque d'Angleterre se lança dans une série d'augmentations de son taux d'escompte EL, le portant à 10% pendant près de trois mois. Le 4 mai, il fut élevé de 1%, passant à 7% et creusant un différentiel (EL-EP) de 3,5% avec la France. Le 8 mai, il monta à 8%, avec un différentiel de 4,5%. Le 11 mai, il atteignit le niveau de 9% tandis que la Banque de France monta son taux (EP) de 0,5%, à 4%. Le différentiel d'escompte prit une valeur vertigineuse de 5%. Mais, quatre jours plus tard, une nouvelle hausse porta le taux de la Banque d'Angleterre à 10%. Au terme de cette série de hausses, le différentiel d'escompte fut porté à 6%, voire même à 6,5% lorsque la Banque de France baissa son taux à 3,5%, le 27 juillet.

Cette brusque augmentation est explicable par la nature du serpent bimétallique entre la France et l'Angleterre qui connut un changement de peau supérieure. Durant la première semaine de mai, elle repassa en argent, la Banque d'Angleterre cherchant à accumuler de l'or. La situation perdura jusqu'à la mi-juin : l'argent continuait d'affluer alors que le besoin d'or se faisait pressant pour augmenter la masse monétaire.

Le change court à Paris s'apprécia assez sensiblement les 8 et 11 mai, traduisant une augmentation de la demande de livres courtes (de 25,10 à 25,14 frs). Les arbitrages de type I entrèrent en jeu pendant quelques jours mais rapidement disparurent. Le taux de change court sur Londres retomba à 25,00 frs dès le 15 mai et ne remonta pas de manière spectaculaire, comme pouvait le laisser imaginer la situation. En effet, un différentiel (EL-EP) d'une telle ampleur pendant une période si longue aurait dû provoquer un mouvement massif d'achat de livres courtes à Paris. Or, on ne constata pas d'appréciation significative du change court. Même après deux mois d'un tel différentiel, les mouvements de capitaux courts ne se dirigeaient pas vers l'Angleterre qui offrait pourtant un taux de rendement exceptionnel. Les arbitragistes de type I ne profitèrent pas des opportunités offertes par les placements anglais. Dès le 15 mai, la livre longue chuta de manière vertigineuse à 24,62 frs. L'intérêt dans le change (IL) était alors très favorable aux placements en livres, avec un niveau d'environ 7,5% contre un taux d'escompte français de 4%, puis 3,5% à partir du 27 juillet, situant le différentiel II (IL-EP) à 3,5% puis 4%. Les arbitrages de type II étaient, alors, vraiment avantageux. Mais le change long resta fixé à 24,62 frs du 15 mai au 7 août, pendant près de trois mois. Jamais les cambistes ne se portèrent sur les investissements en livres longues, alors que les promesses de rendement étaient particulièrement bonnes. Par ailleurs, le niveau atteint par le taux de change long à cette période fut le plus bas depuis des années, montrant le profond désintérêt des cambistes pour ce type d'opérations.

Après environ trois mois de différentiel d'intérêt de 6% ou 6.5%, la Banque d'Angleterre se décida à abaisser son taux d'escompte. Le 16 août, il passa à 8%, celui de Paris étant encore à 3,5%, réduisant le différentiel (EL-EP) à 4,5%. Dès le 10, des modifications de comportement des agents sur les marchés monétaires et des changes furent perceptibles, anticipant sans doute une baisse pressentie comme imminente. La livre courte connut un regain d'intérêt à Paris en remontant à 25,20 frs alors qu'elle était encore à 25,09 frs deux semaines avant. Cette évolution des stratégies ne s'explique pas par des changements des conditions du marché monétaire. Le 21 août, le change court passa à 25,27 frs. Le change long connut la même progression : toujours bloqué à 24,62 frs le 7 août, il remonta rapidement pour atteindre 24,96 frs le 21 août.

La théorie des arbitrages ne permet pas de comprendre les comportements pendant la crise de 1866. Nous allons voir en quoi elle est défailante. La montée du taux d'escompte de la part de la Banque d'Angleterre (EL) a rapidement poussé à la hausse le différentiel d'escompte franco-anglais (EL-EP) d'autant plus que la Banque de France n'a pas modifié ses

conditions monétaires (EP). Selon cette théorie, des stratégies de type I auraient dû être observées dans les semaines suivant ces élévations. En général, les arbitrages I commencent à apparaître lorsque les taux d'escompte sont stabilisés. Et très rapidement le différentiel d'escompte (EL-EP) se fixa : le 15 mai, il était de 6%. Aucun effet ne se produisit.

Alors que les taux d'escompte étaient fixés depuis longtemps, le différentiel II (IL-EP) ne diminuait pas, les arbitrages ne se faisant pas jusqu'à épuiser les opportunités de profit. Avant la succession de hausses du taux d'escompte anglais, les variations dans le change montrent que les arbitrages avaient bien lieu, le critère (IL-EP) étant en faveur de ces derniers. Après le 15 mai, ce différentiel prit une valeur plus importante, reflétant l'attentisme des cambistes qui par leurs opérations d'arbitrage auraient dû le réduire par un processus endogène.

### Les raisons de ne pas investir en Angleterre pour les étrangers

Pour un investisseur étranger, on distingue trois raisons pour ne pas placer ses capitaux en Angleterre.

#### *La crainte de perdre la totalité de son capital*

Côté français, on percevait la crise anglaise comme provenant de la faillite partielle du système bancaire. On estimait que les établissements de crédit avaient fait trop d'opérations risquées. La dépréciation rapide des valeurs mobilières sur lesquelles des avances avaient été faites ruinèrent plusieurs maisons d'escompte. La France connut aussi de grands et traumatisants désastres comme celui des banquiers Ouvrard, ou Leroy de Chabrol, mais ce n'était rien comparé à Overend & Gurney<sup>51</sup>. On pouvait comparer cette maison d'escompte au Crédit mobilier ou au Comptoir d'escompte. Les souvenirs douloureux se réveillèrent alors et firent craindre le pire. Levi résumait en une phrase les inquiétudes de l'étranger : « Une rumeur vague laissait supposer la Banque d'Angleterre en danger, et une faillite nationale imminente. »<sup>52</sup> Les Français souffraient d'une asymétrie d'information : il était plus facile pour un Anglais d'évaluer la situation de son pays, même si la tâche n'était pas aisée, que pour un Français celle de son voisin d'outre-Manche. Ceci incitait bien sûr à une prudence accrue.

#### *Les anticipations négatives sur le change court à trois mois*

Les anticipations négatives sur le change ne concernent que les arbitrages I et II. Le type III n'est pas concerné car il est le seul à ne pas se dérouler sur un temps suffisamment significatif (il prend seulement une semaine).

L'arbitrage I consiste en un placement en Angleterre (dans le cas de la crise de 1866), donc libellé en livres. L'agent achète des livres courtes qu'il envoie en Angleterre. Au bout de trois mois, il rapatrie ses capitaux encore en livres en faisant une opération de change court. Il se procure du franc court à Londres. La décision de se lancer dans cette opération dépend donc des deux taux d'escompte et de l'anticipation du taux de change court au bout de trois mois.

Si le taux de change de la livre est complètement déprimé au bout de trois mois, le gain issu de la différence entre les deux taux d'escompte peut être annulé. On peut même aboutir à une perte nette de capital si LPV au retour est vraiment trop déprécié par rapport à PLV à l'aller. Une livre qui s'apprécie est au contraire une source de bénéfices supplémentaires. La perte de change peut anéantir le profit d'un placement à l'étranger.

---

<sup>51</sup> *Le moniteur des tirages financiers*, 25 mai 1866, p. 1.

<sup>52</sup> Levi (1880), p. 471.

La stratégie II, qui compare la rentabilité entre un placement domestique long et placement dans une lettre de change longue, suppose aussi un rapatriement des capitaux. Le problème est le même que pour l'arbitrage I : on ne sait à quel taux de change les livres obtenues au bout de trois mois pourront être récupérées en francs. L'abstinence est de mise.

*Les anticipations négatives sur le taux d'escompte dues à l'incertitude des comportements de la Banque d'Angleterre et de la Banque de France.*

Les anticipations concernant le taux d'escompte influent sur les arbitrages I et II. Le type III n'est pas concerné car il est le seul ne se déroulant pas sur une durée suffisante pour intégrer des anticipations.

L'anticipation du niveau de l'escompte pouvait paraître plus facile que celle du change, même si ce n'est pas toujours le cas. La Banque d'Angleterre changeait très facilement son taux, provoquant des difficultés de prévision chez les agents, alors que la Banque de France était beaucoup plus prévisible.

Le comportement de la Banque de France lors des crises devint plus incertain : les 10% atteints lors de la crise de 1857 hantaient encore les esprits. Avant cet épisode douloureux, les agents pouvaient faire des anticipations car la Banque de France était considérée comme relativement prévisible dans le niveau de son taux. Le taux anglais était aussi relativement prévisible.

L'arbitrage I a pu être influencé comme suit : les agents, se souvenant des crises précédentes, ont anticipé une augmentation du taux d'escompte en France et ont décidé de ne pas investir inutilement en Angleterre. Par la suite, même si cette opération semblait profitable, les anticipations négatives de change l'auraient rendue inopérante. L'arbitrage II a pu être influencé comme suit, au tout début du mois de mai : les arbitragistes français comparant IL et EP, une anticipation d'une hausse de EP conduisit à s'abstenir d'acheter des livres et donc neutralisait l'arbitrage II. Ce type d'arbitrage aurait pu se produire à partir de la fin du mois de mai étant donné la stabilité du taux français, mais la nature de la crise finit de dissuader les Français de placer leurs capitaux en Angleterre.

### Conséquences : les capitaux se sont dirigés vers la France

Au début du mois de mai 1866, le bilan de la Banque de France était excellent. Cela s'explique par la grande quantité de capital revenant d'Angleterre du fait de la crise<sup>53</sup>. Les capitaux français investis à l'étranger se réfugièrent dans les coffres de la Banque de France sous forme de métal, ce qui lui permit de maintenir un niveau d'escompte relativement bas car elle ne subissait pas de tension sur ses réserves métalliques. La méfiance s'empara des investisseurs français concernant les établissements de crédit. Le volume des comptes-courants baissait dans les banques privées alors qu'il montait à la Banque de France.

La crise de Londres provoqua une *grande sensation* à Paris. Les actions des gouverneurs de la Banque de France furent suivies avec beaucoup d'attention par les Anglais<sup>54</sup>. Avec un différentiel d'escompte de plus de 6%, sa situation risquait de poser des problèmes. A la date du 19 mai, elle fut jugée si bonne qu'on ne s'attendit pas à une augmentation du taux d'escompte dans un avenir proche.

Pendant la durée de la crise, le bullion de la Banque de France augmenta sans interruption pour atteindre la somme inédite de 28 millions de livres<sup>55</sup>. Alors que l'Angleterre était mise

---

<sup>53</sup> *Le moniteur des tirages financiers*, 25 mai 1866, p. 1.

<sup>54</sup> *The economist*, 19 mai, p. 590.

<sup>55</sup> *The Financial pressure and ten per cent*, p. 230.

en quarantaine, les autres pays européens ne connurent aucune difficulté. Tout montre que la crise anglaise fut profitable à la Banque de France en terme d'accumulation de bullion.

## CONCLUSION

La crise de 1866 a laissé des traces : « Depuis la faillite d'Overend qui détenait ainsi des millions sterling sur sa seule signature, les banquiers exigent des garanties pour l'argent confié aux courtiers de change.<sup>56</sup> » Il existe un réel décalage entre l'intensité de ces événements et l'étude qui en est faite par les économistes ou les historiens. Il convient de rendre l'importance qui lui est due à cette crise car elle est trop souvent traitée en quelques lignes ou au mieux en quelques pages sans tenir compte de toute la complexité des éléments en actions et de leurs interdépendances.

En ce qui concerne l'étude des agents d'un strict point de vue économique, il convient de distinguer les comportements des Anglais, de ceux des étrangers (des Français en particulier, étant donné l'ampleur de leurs relations avec l'Angleterre), avant le début de la crise et pendant celle-ci. Avant la crise, la spéculation a pris beaucoup plus d'ampleur en Angleterre qu'en France. Les Anglais, encouragés par un cadre législatif permissif, se sont lancés dans un nombre important d'opérations risquées. Les Français, sans doute plus encadrés juridiquement, se sont moins livrés à ce genre de jeu. Pendant la crise, des divergences sont apparues. Les étrangers se sont abstenus et ont mis en avant un principe de précaution apparu lors des événements marquants de 1857, peut-être même avant. Au lieu de jouer le jeu de la Banque d'Angleterre et de céder aux profits faciles, ils ont préféré ne pas risquer de perdre leurs capitaux. Cette attitude montre qu'un processus d'apprentissage a eu lieu et qu'une nouvelle stratégie vis-à-vis de la perception du risque a été appliquée lors de cette crise, l'aggravant sans doute. Les événements de 1866 ont brusquement rappelé aux Français les épisodes douloureux traversés par leur pays et les ont conduits à prendre de multiples précautions. De ce point de vue, on constate bien un apprentissage de la part des Français (et des autres pays aussi, mais ils étaient quand même moins concernés dans les transactions avec l'Angleterre).

En 1862, le juridique a rencontré l'économique. Cette loi est sans doute le reflet d'une volonté sourde et persistante de la part des milieux d'affaires et des politiques d'une plus grande liberté dans la conduite des affaires. Pris dans l'emballement de la prospérité et dans l'espoir d'une expansion illimitée, les dirigeants n'ont pas dû mesurer les conséquences potentielles de leurs actes. Leurs intentions n'étaient sans doute pas mauvaises mais leurs pensées n'étaient pas justes. Quatre ans plus tard, nombreux sont ceux qui ont compris leur erreur. Bien sûr l'objet de la loi, le principe de responsabilité limitée, est aujourd'hui intégré dans les mœurs. Mais il a dû être expérimenté jusque dans ses derniers retranchements, voire détourné par certains affairistes sans scrupules, pour apparaître si banal aujourd'hui.

La Banque d'Angleterre avait, sans doute pour la première fois avec une telle acuité, conscience de son rôle sur le marché monétaire anglais. Les témoignages concernant ses interventions ne laissent aucun doute. Elle a agi dans le sens de la préservation du bien collectif qu'était le système bancaire. Elle a appliqué le principe de la fourniture de la liquidité à un coût élevé. Certains administrateurs se sont élevés violemment contre ces affirmations. Hankey, un administrateur à cette époque, réfutait catégoriquement le rôle à elle attribué. A ce sujet il écrivit avec force : « Le journal l'*Economiste* (numéro du 22 septembre 1866) a émis la doctrine la plus pernicieuse, à mon sens, qui ait jamais été professée dans la finance ou dans une banque de ce pays. Selon lui, c'est un devoir pour la Banque d'Angleterre de tenir constamment des fonds à disposition des banquiers dont les capitaux sont engagés. Tant qu'une pareille opinion n'aura pas été répudiée dans l'intérêt même des affaires, il sera bien difficile de maintenir, à Londres, les saines traditions de la Banque ; je ne crois pas

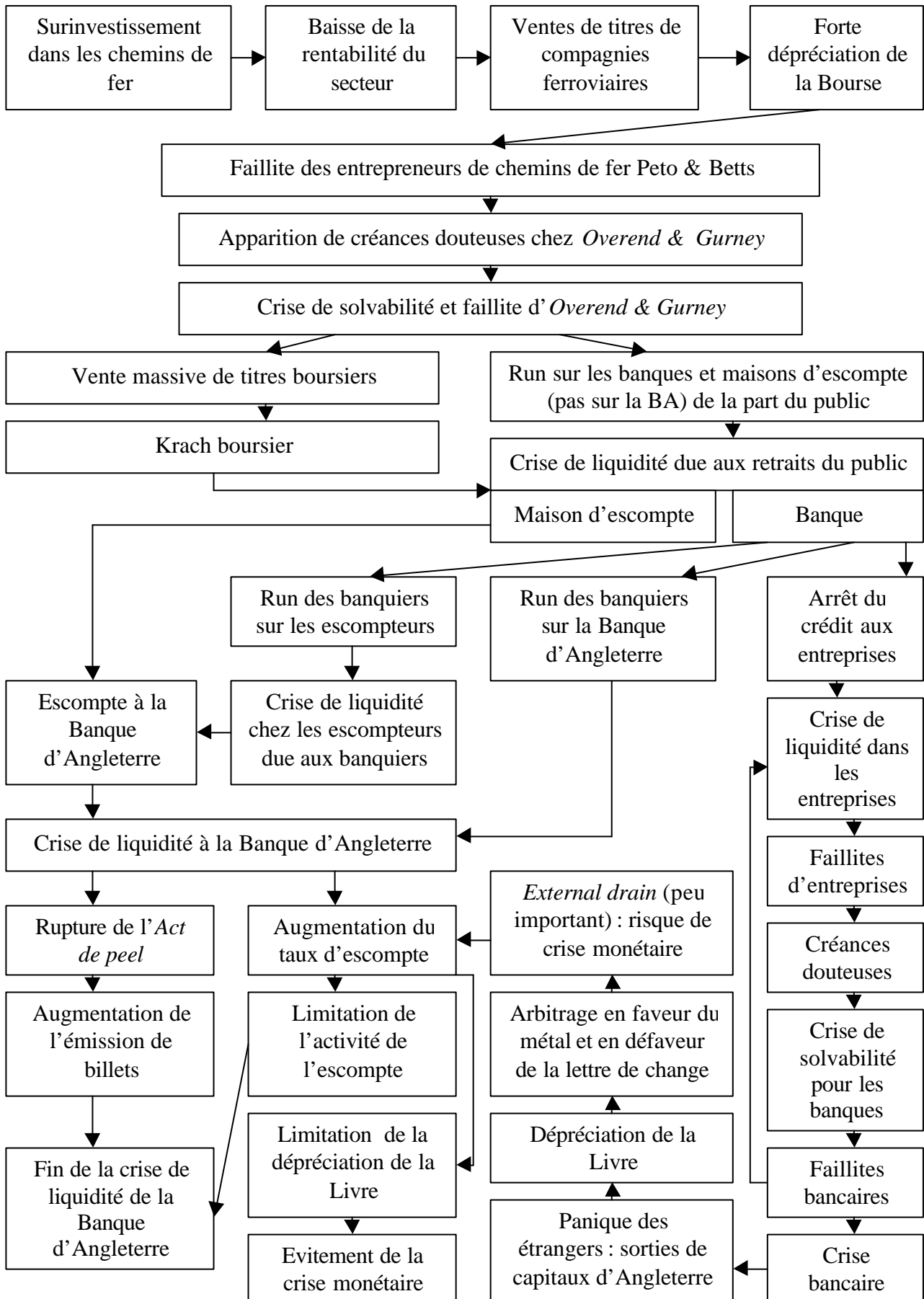
---

<sup>56</sup> Clare (1894), p. 238.

toutefois que les banquiers de Londres se croient généralement en droit d'attendre de la Banque des secours pour les moments difficiles. »

Dans son étude du système bancaire anglais, *Lombard Street*, Bagehot affirme que la crise de 1866 est celle des banquiers alors que celle de 1857 est celle des escompteurs. Au vu de l'analyse que nous avons développée dans cet article, nous pouvons conclure que ce sont les pratiques des banquiers concernant le financement des chemins de fer qui ont conduit à ce désastre. Les escompteurs ont été emporté dans la tourmente à cause des banquiers. En 1874 Bagehot avait déjà posé un cadre d'analyse, certes imparfait mais permettant d'y voir un peu plus clair sur cet épisode critique.

**Graphique 1 : récapitulatif du déroulement de la crise de 1866**



## ANNEXE 1 : EVOLUTION DES DIFFERENTS POSTES DU BILAN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE ENTRE MAI ET JUILLET 1866

**Tableau 3 : Bilan de la Banque d'Angleterre pendant la crise de 1866<sup>57</sup>**

En millions de £	Circulation	Réserve commerciale	Bullion	Portefeuille	Dépôts privés	Dépôts Publics
9 Mai	22.81	5.81	13.16	21.29	13.51	8.78
16	26.65	1.20	12.32	31.40	18.62	5.94
23	26.02	1.38	11.86	31.50	18.79	5.99
30	26.56	0.85	11.88	33.90	20.47	6.19
6 Juin	26.02	2.81	13.28	32.22	20.20	6.65
13	26.57	3.46	14.43	31.71	20.13	7.12
20	25.69	4.74	14.85	31.65	21.17	7.29
27	25.38	5.21	15.04	31.34	20.84	7.96
4 Juillet	26.50	4.06	14.87	31.19	19.94	6.80
11	25.90	3.80	14.00	29.48	21.47	2.72
18	26.17	3.22	13.64	28.21	19.82	2.16

---

<sup>57</sup> *The Financial pressure and ten per cent*, p. 239.

## ANNEXE 2 : PRINCIPALES FAILLITES EN ANGLETERRE LORS DE LA CRISE DE 1866

**Tableau 4 : Les plus grandes faillites bancaires de la crise de 1866<sup>58</sup>**

	Capital social	Réserve	Passif
Overend, Gurney & Co	1 500 000	-	11 000 000
English Joint Stock Bank	150 000	6 000	-
Oriental Commercial Bank	375 000	49 500	-
New Zealand Bank	500 000	115 000	1 904 619
Hallet, Ommanney & Co	-	-	238 000
Imperial Mercantile Credit	500 000	-	-
Commercial Bank of India	1 000 000	238 802	-
European Bank	644 490	31 393	2 112 838
Robinson, Ceryton & Co	-	-	-
Alliance Financial Company	20 000	-	-
Bank of London	400 000	302 324	4 335 877
Consolidated Bank	600 000	71 808	3 817 999
Agra and Masterman's	1 500 000	500 000	15 582 002

---

<sup>58</sup> MacLeod (1866), vol. 2, p. 159.

## BIBLIOGRAPHIE

Anonyme, (1866), "The Financial pressure and ten per cent", *Fraser's Magazine*, sept. 1866.

ANDREADES, A, (1924), *History of the bank of England (1640 to 1903)*, 2<sup>me</sup> ed., London, P.S. King and son.

BAGEHOT, W, (1874), *Lombard Street, ou le marché financier en Angleterre*, Paris, Germer-Baillière.

BOYER-XAMBEU, M.T., DELEPLACE, G., GILLARD, L., (1994), "Régimes monétaires, points d'or et serpent bimétallique de 1770 à 1870", *Revue économique*, vol. 45, n°5, pp. 1139-1174.

BOYER-XAMBEU, M.T., DELEPLACE, G., GILLARD, L., (1995), *Bimétallisme, taux de change et prix de l'or et de l'argent (1717-1873)*, numéro spécial d'*Economies et Sociétés*, série AF, n°19-20.

BOYER-XAMBEU, M.T., DELEPLACE, G., GILLARD, L., (1997), "Bimetallic Snake and Monetary Regimes: The stability of the exchange rate between London and Paris from 1796 to 1873", in MC MARCUZZO, L.H. OFFICER, A. ROSSELLI, (eds.), *Monetary standards and Exchange Rates*, London, Routledge, pp. 106-149.

BOYER-XAMBEU, M.T., DELEPLACE, G., GILLARD, L., (2001a), "Interest Rate Parity in the Bullion Points in Double-Standard Monetary System, 1833-1873", *LED-EPEH, miméo*.

BOYER-XAMBEU, M.T., DELEPLACE, G., GILLARD, L., (2001b), "L'intégration des marchés monétaires au 19<sup>ème</sup> siècle : les places financières de Paris et Londres (1833-1873)", in *Histoire et Mesure*, XVI-1/2, pp. 113-155.

BUXTON, S.C., (1888), *Finance and politics, an historical study, 1783-1885*, London, Murray.

CLAPHAM, J., (1945), *The bank of England : A history*, 2 vol., Cambridge, University Press.

CLARE, G. (1894), *Le marché monétaire anglais*, 2<sup>ème</sup> ed., Paris, Lecène, Oudin et Cie.

CONANT, C.A., (1915), *A history of modern banks of issue*, 5<sup>th</sup> ed., New York, G.P. Putnam's sons.

COURTOIS, A., (1875), *Histoire de la Banque de France et des principales institutions françaises de crédit depuis 1716*, Paris, Guillaumin.

FLANDREAU M., (1995), *L'or du monde. La France et la stabilité monétaire du système monétaire international*, Paris, L'Harmattan.

FREEDEMAN, C.E., (1979), *Joint-Stock enterprise in France, 1807-1867 : From privileged company to modern corporation*, The University of North Carolina Press.

GOSCHEN, G.J., (1866), *Théorie des changes étrangers, traduit et précédé d'une introduction par M. Léon Say*, Paris, Guillaumin.

HANKEY, Th., (1867), *Principes de la Banque d'Angleterre, son utilité et ses opérations*, Londres.

HAWTREY, R.G., (1938), *A century of bank rate*, London, Longmans, Green and Co, New York, Kelley Reprints, 1965.

HOMER, S., et R. SYLLA, (1991), *A history of interest rates*, 3<sup>rd</sup> ed., Londres, Rutgers University Press.

JANNET, C., (1892), *Le Capital, la spéculation et la finance au 19<sup>ème</sup> siècle*, Paris, E. Plon, Nourrit et Cie.

JUGLAR, C., (1866), « Comptes rendus comparés de la Banque de France, après les crises de 1839, 1847, 1857 et 1864 », *Journal des économistes*, avril 1866.

JUGLAR, C., (1862), *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre, et aux Etats-Unis*, Paris, Guillaumin.

KEYNES, J.M., (2002), *De l'abondance dans la pauvreté*, coll. Tel, Gallimard.

KINDLEBERGER, C.P., (1994), *Histoire mondiale de la spéculation financière, de 1700 à nos jours*, Editions P.A.U..

KING, W.T.C., (1936), *A history of the London discount market*, London, Routledge.

LE TOUZE, C., (1883), *Traité théorique et pratique du change des monnaies et des fonds d'Etat français et étrangers*, 3<sup>ème</sup> éd., Paris, Guillaumin.

LEVI, L., (1880), *History of british commerce and of the economic progress of the british nation, 1763-1870*, 2<sup>nd</sup> ed., London, J. Murray.

LOUBET, P., (1900), *La banque de France et l'escompte*. Thèse pour le doctorat

LYON-CAEN, C. et RENAULT, L. (1892), *Traité des sociétés commerciales*, Paris, Pichon.

MACLEOD, H.D., (1866), *The Theory and practice of banking*, 2<sup>nd</sup> ed., London, Longmans, Green, Readers, Dyer.

MACLEOD, H.D., (1876), *The Elements of banking*, London, Longmans, Green.

MACLEOD, H.D., (1889-1891), *The Theory of credit*, London, Longmans, Green.

MACLEOD, H.D. (1896), *A history of banking in all the leading nations*, New York, The journal of commerce and commercial bulletin.

MORGAN, E.V., (1965), *The theory and practice of central banking, 1797-1913*, London, F. Cass and Cie.

NISHIMURA, S., (1971), *The Decline of inland bills of exchange in the london money market 1855-1913*, Cambridge, University Press.

NOEL, O, (1888), *Les banques d'émission en Europe*, Paris, Berger-Levrault.

OFFICER, L.H., (1996), *Between the Dollar-Sterling Gold Points. Exchange Rates, Parity, and Market Behavior*, Cambridge, Cambridge University Press.

PALGRAVE, R., (1880), *Bank rates in England, France and Germany, 1844-1878, with remarks on the causes which influence the rate of interest charged, and an analysis of the accounts of the Bank of England*, London, Effingham Wilson, Royal Exchange.

POLLINS, H., (1957), "Railway contractors and the finance of railway development in Britain", *The Journal of Transport History*, vol. 3, n° 1, pp 41-50 et 103-110.

PULBROOK, A., (1882), *The Companies Acts, 1862-80*, 7<sup>th</sup> ed., Londres, Effingham Wilson, Royal exchange.

THORNTON, H., (1803), *Recherches sur la nature et les effets du crédit du papier dans la Grande-Bretagne*, traduit de l'anglais par P.E.L. Dumont, Genève : Manget, Paris : Magimel.

TURNER, B.B., (1897), *Chronicles of the Bank of England*, Londres, Swon Sonnenschein.

WOLOWSKI, L.F.M.R., (1867), *La Banque d'Angleterre et les banques d'Ecosse*, Paris, Guillaumin.

Périodiques :

*Bankers' magazine*

*Economist The*

*Journal des chemins de fer(Le)*

*Moniteur des tirages financiers (Le)*

*Moniteur Universel (Le)*