

# **LA DETTE PUBLIQUE ET LES RENTES FRANÇAISES DURANT LA RESTAURATION**

La période révolutionnaire met à bas l'ensemble du système financier de l'ancien régime et crée une nouvelle rente 5% qui est le titre unique de la dette publique; Napoléon refuse de faire appel à l'emprunt et vit en grande partie de conquêtes qui s'autofinancent. Mais à sa chute, il faut "indemniser" les pays qui viennent de triompher de la France; l'épisode des Cent Jours conduit à une guerre très coûteuse et à une deuxième occupation dont les frais sont sans commune mesure avec la première. Le recours à l'emprunt auprès des banquiers étrangers puis la "régularisation" des opérations au moyen d'emprunts en rentes 5%, enfin la conversion d'abord manquée puis partiellement réussie de cette rente en rente 4,5% et 3 %, enfin la remise de rentes 3% aux dépossédés de la révolution (milliard des émigrés) demandent que l'on regarde d'un peu plus près les titres financiers qui circulent et sont cotés durant la Restauration. Il nous faut donc définir avec précision ce qu'est une rente dans le système financier de cette époque (sect. 1), dans quelle conditions la rente est cotée à Paris (sect. 2) avant de voir comment la rente est sous l'influence de quelques gros opérateurs (sect. 3).

## **Section 1 — La rente en tant que titre financier**

Quand on parle de rente, la première chose à faire est de préciser ce que représente une rente afin d'éviter des confusions (§1); ensuite de voir comment les rentes s'insèrent dans la Dette publique (§2); puis, de manière plus concrète, de quelle façon ces rentes se présentent à la fin de la Restauration (§3); enfin comment l'État gère la Dette publique au moyen d'opérations de conversion de la rente (§4).

### **§ 1 — Origines de la rente en tant que titre financier**

L'idée d'une opération de finances publiques en rentes apparaît, en France, quand le roi François 1<sup>er</sup> crée une première rente perpétuelle par l'édit du 15 octobre 1522<sup>1</sup>; les arrérages ayant été dûment payés, en 1535, les bourgeois parisiens offrent un prêt de deux cent mille livres tournois, contre le versement d'une rente perpétuelle de 25000 livres tournois, gagée par le produit des aides et des taxes perçues à Paris et un accord dans ce sens entériné entre les commissaires du roi et le prévôt et les échevins de la ville de Paris<sup>2</sup>. Cette opération, appelée *emprunt en rentes de l'Hôtel de Ville*, montre que lorsqu'il existe des difficultés

---

<sup>1</sup> *Édit du Roy François 1<sup>er</sup> portant création de 16.666 livres 13 sols 4 deniers de rente au denier douze, du principal de 200.000 livres, sur la ferme des pieds et autres impositions, en faveur des Prévôts des marchands et Eschevins de Paris, pour en passer des constitutions particulières aux bourgeois de cette ville, au prorata des sommes auxquelles ils seraient taxés pour parfaire celle de 200.000 livres susdites.*

<sup>2</sup> Ruiné par les guerres du Milanais, et par crainte de difficultés politiques, François 1<sup>er</sup> doit renoncer à lever des impôts sous forme d'« *Aydes extraordinaires et gracieuses* »; de même, il ne peut emprunter aux grands banquiers habituels de la Couronne tant son crédit est peu solide : le recours à une rente perpétuelle est donc aussi un choix par défaut. HAMON, Ph., (1994), *L'argent du roi. Les finances sous François 1<sup>er</sup>*, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, Études générales, Economica, PARIS

financières extraordinaires, on peut faire appel à une autre solution que les impôts pour trouver des rentrées d'argent <sup>1</sup>; ensuite qu'un roi peut s'obliger à un engagement et qu'il donne des garanties; enfin, cette opération tourne la prohibition du prêt à intérêt. Sous Henri II, les opérations sur rente se multiplient et ce succès conduit à une suite d'opérations en rentes, avec plus ou moins de succès, sous l'Ancien Régime. Après la période révolutionnaire et l'épisode napoléonien, la rente devient le titre de base de la dette publique.

## **§ 2 — La rente considéré comme un stock: la dette publique**

Pour financer ses besoins courants, un État lève des impôts; mais quand il a besoin de fonds importants et exceptionnels, il est admis qu'il peut avoir recours à un emprunt. Cet emprunt, effectué en titres appelés *rentes*, constitue une dette publique. «*L'ensemble des rentes perpétuelles et des fonds publics amortissables constitue ce que l'on appelle la dette consolidée. La dette flottante est celle qui est exigible à vue ou à des échéances variables pour chaque titre de créance. La réunion des dettes consolidée et flottante, ainsi que les annuités ou pensions que doit un État s'appelle la Dette publique.*» <sup>2</sup> La dette consolidée est aussi qualifiée de *dette inscrite*, car les rentes émises ou remises ainsi que les pensions sont inscrites sur le *Grand livre de la Dette publique*, «*titre unique et fondamental des créanciers de la République*» <sup>3</sup> institué par la loi du 24 août 1793 <sup>4</sup>. En application de la loi du 14 avril 1819, des «*Grands livres auxiliaires de la Dette publique*» dits *livres départementaux* <sup>5</sup> sont créés

---

<sup>1</sup> En même temps, cette opération montre que François 1<sup>er</sup> gère son problème financier dans l'optique que conseille, 300 ans plus tard, le banquier Laffitte, J., (1824) : «*Le contribuable se plaint, il est prêt à se révolter, quand on lui demande au delà d'une certaine somme d'impôts. Le capitaliste, au contraire, se présente lui-même et vient vous offrir le capital dont vous avez besoin. L'un de ces procédés est difficile et dangereux, l'autre facile et commode. C'est que l'impôt prend les capitaux où ils ne sont pas; il les prend dans les bourgs et les campagnes, souvent les plus incultes et les plus pauvres; l'emprunt les prend où ils sont, dans les grandes villes et les capitales. L'impôt les prend où ils coûtent 10, 12 et quelquefois 15 p. 100 : l'emprunt là où ils coûtent 4 à 5 et où ils s'offrent eux-mêmes.*» Le point avancé par Laffitte est exact, mais oublie qu'un emprunt doit être remboursé et que cela ne peut se faire que par le produit financier d'un investissement ou par un impôt futur.

<sup>2</sup> COURTOIS, A., (1882), *Traité élémentaire des opérations de bourse et de change*, p. 62 & 63, 9<sup>e</sup> édition, Garnier, PARIS

<sup>3</sup> C'est ce qui permet au général Foy, dans la discussion lors de la conversion projetée de 1824, de montrer qu'en France, «*la dette est une, compacte et homogène*», par opposition à la dette anglaise qui est «*est divisée en compartiments*».

<sup>4</sup> Celle-ci est amendée par la loi du 9 vendémiaire an VI qui prescrit la réduction de la dette au tiers consolidé et par la loi du 8 nivôse an VI qui prévoit un nouveau Grand livre destiné à inscrire ces rentes à 5 %. Il n'en reste pas moins que la dette est une compacte homogène (Gén. Foy, 1824, p. 254)

<sup>5</sup> Appelés par dérision *petits grands livres* au moment de leur difficile création, les libéraux y voient un «*expédient pour aller quêter ... le dernier écu gagné par un travail obstiné*» (Gén. Foy, 1824, p. 262), l'extrême-droite y trouve «*une nouvelle impulsion à la démoralisation sociale*». Les rentes possédées par les établissements départementaux autorisés à ce faire doivent y être inscrites; il s'agit notamment des établissements religieux, mais on sait que ces derniers s'arrangent fréquemment pour tourner la loi et conserver des rentes directes.

(sur lesquels sont inscrites ce que l'on nomme les *rentes départementales* par opposition aux *rentes directes*). La Dette est « *inscrite* » quand une émission de rente est autorisée par les Chambres <sup>1</sup> ou est « *remise à divers* » comme dans le cas de l'indemnisation des déposés.

Le *Grand livre de la Dette publique* est composé de plusieurs milliers de volumes qui tiennent compte de la nature des rentes. Ce Grand livre est tenu à Paris au ministère des Finances, par une direction spéciale. Dans un but de sécurité, deux doubles sont prévus (art. 8), mais un seul est réellement tenu dans un bureau séparé (loi du 24 août 1793 et arrêté du 26 vendémiaire an XIII), où les bulletins sont enregistrés par ordre alphabétique; lorsque le Grand livre brûle, durant les événements de la semaine sanglante de 1871, cette précaution permet de disposer d'une copie. « *La Dette publique est garantie* » par la Charte (art. 70) et son service par la masse des revenus de l'État de telle sorte que « *le paiement des cinq pour cent consolidés forme le premier article du budget de l'État* » ; aucun crédit ne peut être porté au budget qu'après que le paiement de la Dette a été assuré (loi du 21 floréal an X, art. 3).

La *dette non inscrite*, dite *flottante*, est formée des avances consenties à l'État pour un court délai et qui ne donnent pas lieu à une inscription dans le Grand livre.

Le montant des rentes s'accroît par *émission*, à chaque fois que l'État effectue un emprunt. Or au lendemain des Cent-Jours, différents emprunts sont effectués : un premier le 28 avril 1816, de très faible montant (6 millions de fr.) auprès de banquiers anglais dont le chef de file est Sartoris (placé à 56,15 fr. en Angleterre et 58,35 fr. en France); une fois les banquiers étrangers intéressés, cela donne l'occasion de tester le marché par un grand emprunt auprès de Baring et Hope auxquels sont associés quelques banquiers français (10 février 1817) qui lèvent successivement les deux tranches de cet emprunt, la première à 55 fr. et la deuxième à 58 fr. (alors que la rente cote nettement plus à ce moment) et l'État français arrive à placer d'autres blocs d'emprunts en rentes auprès de divers banquiers nationaux; suite à un second traité (22 juillet 1817) avec Baring et Hope associés à Laffitte, qui sert de chef de file aux banques françaises, un nouvel emprunt de 9 millions de rentes à 61,5 fr. est levé. L'omniprésence des banquiers étrangers pèse : le 9 mai 1818, on profite des cours favorables de la rente, pour lancer un grand emprunt public en rente 5 % à 66,5 fr., payables en 8 fois, qui constitue un immense succès, difficile à gérer pratiquement. C'est pourquoi la technique de la souscription publique est abandonnée au profit de la soumission par publicité et concurrence pour l'emprunt de 12,5 millions de rentes du 9 août 1821, adjugé à Delessert à 85,55 fr., payables sur 15 mois. Dans des conditions similaires, afin de financer les frais de la campagne d'Espagne, l'emprunt du 10 juillet 1823 de 23,1 millions de fr. de rentes est emporté par Rothschild au prix de 89,55 fr., largement au-dessus des autres soumissionnaires. Enfin le dernier emprunt de la Restauration (3,1 millions au capital de 80 millions, en rentes 4 %) est autorisé en 1828 mais n'est adjugé à Rothschild qui soumissionne au dessus du pair.

En même temps, de nombreuses régularisations avec création et remise de rentes sont effectuées sous le nom de *remises à divers*, pour un montant total de 91,2 millions de rentes au capital 2,5 milliards. Il peut s'agir à ce titre des dettes contractées par Louis XVIII avant qu'il accède au trône (1,5 million), d'arrérages échus (1,8 million), de compléments divers exigés par les vainqueurs qui occupent le territoire national (créances continentales exigées par l'Angleterre pour 5,5 millions ou convention du 25 avril 1818 pour près de 16 millions) ou du

---

<sup>1</sup> Par exemple pour solder payer les indemnités de 1815 ou les frais de la guerre d'Espagne. Les émissions sont proposées à divers groupes de banquiers et le plus fort enchérisseur l'emporte (des collusions entre différents enchérisseurs, apparemment concurrents, semblent vraisemblables).

solde de l'arriéré des régimes antérieurs (environ 7 millions), etc. Il s'agit ensuite des opérations de conversion qui substituent de nouvelles rentes 4,5% (1 million) et 3% (24,5 millions) aux anciennes rentes 5% annulées suite à la conversion de 1825. Il s'agit enfin de "l'indemnité des émigrés" pour un montant de près de 26 millions de fr.

D'autre part, à côté des rentes émises ou remises, certains titres sont annulés. Les grandes *annulations* concernent d'abord diverses opérations de régularisation (pour 3,5 millions), la conversion des rentes 5% pour environ 31,7 millions et les rachats effectués par la Caisse d'amortissements qui sont annulés à la suite de la loi du 1<sup>er</sup> mai 1825 (16 millions).

L'ensemble des mouvements des rentes sous la Restauration peut se résumer de la façon suivante :

Tableau 1 - **MOUVEMENTS DES RENTES SOUS LA RESTAURATION**

Rentes	Stock (au 1 <sup>er</sup> avril 1814)	Émissions	Remises	Annulations	Variations	Stock (au 1 <sup>er</sup> août 1830)
5%	63.307.637	95.938.669	39.709.613	35.177.914	100.470.368	163.778.005
4,5%			1.034.764	7.068	1.027.696	1.027.696
4%		3.134.950		9.740	3.125.210	3.125.210
3%			50.454.345	16.003.761	34.450.584	34.450.584
TOTAL	63.307.637	99.073.619	91.198.722	51.198.483	139.073.858	202.381.495

### **§ 3 — Les titres de rentes de l'État**

L'article 1909 du Code civil définit un contrat de prêt d'un genre particulier, où l'on stipule « *un intérêt moyennant un capital que le prêteur s'interdit d'exiger* », opération financière qui prend alors le nom de *constitution de rente*; l'intérêt du capital est versé périodiquement <sup>1</sup> et prend le nom d'*arrérages*. Les arrérages sont dus par le débiteur appelé *débirentier*; celui qui en bénéficie est le *crédirentier*. Le crédirentier n'a pas le droit, hors le cas de faillite ou de déconfiture du débiteur, d'exiger le remboursement du capital; au contraire, le débirentier peut obliger le crédirentier à recevoir le capital, sauf pendant un délai prévu par la convention. Le fait que capital d'une rente n'est (sauf exception) pas remboursable distingue la rente de l'obligation qui est toujours remboursable selon un mode défini (pair, prime, échéances...).

Une rente est nécessairement ou perpétuelle ou viagère (C. civ., art. 1910). Quand la durée de l'opération est limitée à la vie du créancier, nous sommes en présence d'une *rente viagère*; dans le cadre public, ces dernières se subdivisent en pensions civiles et militaires, celles-ci comptant très lourdement dans les finances de la Restauration <sup>2</sup>. L'opération peut

<sup>1</sup> Les actuaires ayant défini une *annuité* comme un encaissement périodique (les actuaires qualifient d'annuité des périodes qui ne sont pas nécessairement l'année), *une rente est une suite d'annuités*.

Deux confusions peuvent se produire au sujet des mots employés : nous parlons ici de la *rente* en tant que *revenu d'un titre de la Dette publique* (« *Lorsqu'on dit de nos jours « j'ai de la rente », il s'agit sans conteste de titres de rente de l'État* » affirme le *Dictionnaire des termes économiques et financiers*, (1956), publié sous la direction de ROMEUF, J., in-8°, XVI-631 p., P.U.F, Paris) et non comme d'un revenu non gagné, tel que la rente de la terre ou la rente minière (traduction de l'anglais *Rent*) : la confusion provient de l'encaissement périodique des deux types de revenus. Deuxièmement, la périodicité même suscite des confusions : on observe fréquemment que *rente* et *annuité* sont pris pour *synonymes*.

<sup>2</sup> Villèle prend grand soin de tenir compte des pensions civiles ecclésiastiques et militaires qui s'éteignent de façon à dégager des marges de manœuvre budgétaires : ainsi, pour ne

aussi se prolonger indéfiniment, ce qui définit une *rente perpétuelle*, forme principale de la Dette publique à la même époque.

Cette opération financière peut être considérée de deux points de vue: celui du capital cédé et celui du revenu périodique perçu. Or très fréquemment, les deux optiques sont confondues, ce qui fait que lorsque l'on parle de la rente, on évoque deux choses: le capital de la dette (le titre financier qui la représente, l'encours, un *stock*) et sa charge annuelle, les arrérages de la dette (un revenu périodique pour les bénéficiaires, une charge annuelle pour l'État, un *flux*). Les choses peuvent en outre se compliquer parce que ces éléments sont valorisés au moment où l'opération est mise en place ou au moment courant et selon que l'on prend en compte les chiffres nominaux et les chiffres réels.

### A — Les questions de forme des titres de rentes de l'État

L'achat ou la remise d'une rente est constaté par l'ouverture d'un compte sur le Grand livre, appelé *inscription de rente*. L'acquéreur reçoit alors un titre qui se nomme *extrait d'inscription*. L'extrait d'inscription précise l'identité du propriétaire au moyen d'un libellé que l'on nomme l'*immatricule* du titre et qui comprend les nom et prénom du rentier, la somme d'arrérages à laquelle il a droit, l'époque de jouissance, la signature du Directeur de la Dette et le visa de l'agent comptable du Grand livre; à partir de la loi du 24 avril 1824, le certificat de l'agent comptable des transferts et mutations et le visa du contrôle central. Enfin, il mentionne l'éventuelle incapacité du titulaire (femme mariée, mineur, incapable, interdit...), les restrictions apportées à la libre disposition du titre (contrat de mariage, acte entre vifs ou testamentaire, convention) et les modalités du droit de propriété du titre (nue propriété ou usufruit, indivis...).

Illustration 1 - **EXTRAIT D'INSCRIPTION D'UNE RENTE TROIS POUR CENT**

<u>TRÉSOR ROYAL</u>	<u>DETTE PUBLIQUE</u>	
	<u>TROIS POUR CENT</u>	
	EXTRAIT D'INSCRIPTION AU GRAND LIVRE	
	DES TROIS POUR CENT	
Série		N°
Capital		Rente
Je soussigné, directeur de la dette inscrite, certifie que M		
est inscrit sur le grand livre des <i>trois pour cent</i> pour une rente annuelle de		
avec jouissance des arrérages à compter du		
	{	22 juin.
	}	22 décembre.
	Paris, le	182
Vu et vérifié :		Pour le directeur de la dette inscrite :
<i>L'agent comptable des mutations et transferts.</i>		<i>Le chef de la section du grand livre.</i>

Durant notre période d'étude, les titres de rente sont nominatifs. On pense que c'est la forme qui garantit le mieux le titulaire contre les dangers de perte ou de destruction. Les titres nominatifs sont inscrits dans le Grand livre à raison de 10 noms par page, 1000 inscriptions par volume, les titres étant répartis en 8 sections selon la première lettre du nom patro-

---

parler que des officiers en demi-solde, leur nombre qui est de 22 000 en 1816 s'abaisse par décès, retraite et réintégration à environ 1200 en 1828.

nymique du rentier (arrêté min. du 22 décembre 1816). Mais la forme nominative entraîne des formalités qui rendent le transfert difficile; enfin le paiement des arrérages n'ayant lieu que sur présentation et dépôt du titre, oblige à des déplacements <sup>1</sup>. En cas de décès du titulaire d'une inscription, ses héritiers peuvent demander la division de l'inscription en inscriptions nouvelles. Comme l'inscription est nominative, il n'existe aucune limite maximum au montant des inscriptions : en conséquence les rentiers peuvent obtenir à volonté la réunion ou la division de rentes. «*Pour faciliter l'emploi des petits capitaux et encourager l'économie dans les classes laborieuses*», une loi du 17 août 1822 abaisse à 10 fr. le minimum de rente inscriptible, jusque là de 50 fr. : en pratique, on passe d'une quotité de 10 à une quotité de 2, ou si l'on veut, compte tenu des cours et de l'existence de la seule rente à 5%, d'un capital de 800 et 900 fr. à un capital compris entre 160 à 180 fr.. En conséquence, une loi du 5 mars 1823 (art. 2 et 3.) prévoit la création d'une neuvième section destinée à ces petites inscriptions (abrogée par l'ordonnance du 8 septembre 1831). Quand des sommes encore plus petites sont concernées, il existe ce que l'on appelle des promesses de rente (très nombreuses lors de la liquidation de l'arriéré des années V, VI et VII et prévues par la loi du 30 ventôse an IX) dont le titulaire peut réclamer un titre définitif dès qu'il a réuni assez de promesses pour former l'inscription minimale (décision impériale du 21 frimaire an XIII). Enfin, il existe des *comptes courants en rente* ouverts aux noms des grands établissements publics, des agents de change, banquiers, etc. dont le portefeuille a une mobilité particulière, prévus par une ordonnance du 7 novembre 1816. Au même moment, un certain nombre de maisons de banque sont autorisées, contre dépôt fait par elles d'inscriptions au Grand livre, à émettre des *certificats de participation* signés par elles et visés par le directeur du Grand livre; ces certificats à ordre ou au porteur, préfigurant en cela les formes futures des rentes, circulent à travers l'Europe comme le meilleur papier de commerce <sup>2</sup>.

Les arrérages des rentes nominatives sont payés au porteur de l'extrait d'inscription sur la présentation qu'il en fait et sur sa quittance (sauf les rentiers de la neuvième section qui se contentent de présenter leur extrait d'inscription). Chaque paiement est indiqué au dos par une estampille. Les arrérages des rentes sur l'État se prescrivent dans un délai de 5 ans (C. civ., art. 2227) <sup>3</sup>. Tous les dix ans, il convient de renouveler les extraits d'inscription car toutes les cases destinées à constater le paiement des arrérages sont remplies. Ce renouvelle-

---

<sup>1</sup> En vertu de l'article 9 de l'ordonnance du 29 avril 1831, il devient possible de convertir la rente au porteur (avec paiement des coupons également au porteur). Même après cette date, la forme au porteur est interdite pour toutes les rentes frappées d'une immobilisation momentanée : inscriptions représentant les fonds des cautionnements, des établissements publics ou des caisses de retraites, ainsi que les fonds produits avec obligation de emploi provenant de constitution dotale, appartenant à des mineurs ou à des absents.

<sup>2</sup> Arrêté min. du 14 novembre 1816, déc. min. 26 mai 1819. Une autorisation du ministre des Finances à la maison Rothschild, en date du 24 mai 1825, «*afin de faciliter aux acquéreurs de rentes française 3 % la perception des intérêts et de les mettre à même de disposer du capital avec plus de promptitude et d'économie que par le mode de transfert* » crée des certificats au porteur de 120 fr. de rente 3 % au capital nominal de 4000 fr. payables dans les principaux établissements des Rothschild en Europe ainsi qu'à Amsterdam.

<sup>3</sup> Le titre lui-même, c'est-à-dire le capital de la rente perpétuelle, est imprescriptible : le nom du titulaire et le numéro de son inscription ne peuvent être rayés, même s'il s'écoule un certain temps depuis le dernier paiement d'arrérages.

ment s'effectue en joignant à la demande un certificat de vie du ou des rentiers ou de l'usufruitier de la rente.

## **B — Les privilèges des rentes de l'État**

Aux termes de l'article 529, §2 du Code civil, *la rente est*, par détermination de la loi, *un bien meuble*. Les rentes de l'État jouissent France de trois sortes de privilèges ou immunités :

- L'insaisissabilité : aux termes de la loi du 8 nivôse an IV, art.4 et de la loi du 22 floréal an VII, art.7, aucune opposition ne peut être reçue sur les rentes, à l'exception de celles formées par le propriétaire lui-même ou au profit de l'État (cautionnement des comptables publics ou des reliquataires de deniers publics). Pendant longtemps, la jurisprudence considère les rentes de l'État comme insaisissables de façon absolue: en conséquence, les créanciers ne peuvent obtenir que les rentes de l'État appartenant à un débiteur soient vendues pour s'en partager le prix ou ne peuvent empêcher un héritier de faire opérer à son nom un transfert de rentes léguées par un défunt <sup>1</sup>.

- L'exemption d'impôts : comme le dit Say (1826, p. 557) : « *Pendant que le génie de la fiscalité exploite avec avidité les sources de presque tous les revenus, celle-ci a été mise à l'abri de ses atteintes* » : en effet l'article 98 de la loi du 9 vendémiaire an VI déclare la rente « *exempte de toute retenue présente et future* ». D'autres pays s'affranchissent assez aisément de telles garanties solennelles, mais en France les rentes échappent à tous les impôts de la Restauration <sup>2</sup>.

- La rente est assimilée aux immeubles et devient l'instrument privilégié pour l'emploi ou le remploi des fonds prévu par diverses dispositions de la loi <sup>3</sup>. Ces différents flux soutiennent directement la rente et contribuent ainsi à la baisse du taux de l'intérêt <sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> La loi du 21 floréal an X précise explicitement : « *Les créanciers prévenus et instruits qu'ils n'auront point à compter sur les titres de rente de leurs débiteurs pour le paiement de leurs créances, régleront à l'avenir leurs transactions en conséquence et se ménageront d'autres sûretés moins sujettes à tromper leur attente.* » Évidemment, dans ces conditions, « *...un créancier de l'État, criblé de dettes, peut tranquillement consommer ses revenus en bravant ses créanciers* » écrit J.-B. SAY, (1826), p. 557. Les abus auxquels donneront lieu cette interprétation de la loi (qui contrevient aux principes généraux du Code civil, notamment en ses articles 2092 et 2093) entraîneront un conflit de jurisprudence entre les tribunaux judiciaires qui opéreront un revirement en admettant que les rentes de l'État sont susceptibles d'être réalisées au profit des créanciers et les tribunaux administratifs (et donc l'administration) qui ne l'admettent pas.

<sup>2</sup> Il en est de même des impôts des régimes suivants et cela va jusqu'à l'exemption aux trois impôts mis en place dans la deuxième moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, l'impôt du timbre (loi du 5 juin 1850), l'impôt de transmission (loi du 23 juin 1857) et l'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers (loi du 29 juin 1872). On s'accordera progressivement que cette immunité fiscale n'est pas générale, puisqu'elle ne s'étend pas aux droits de mutation par décès, ni aux transmissions entre vifs à titre gratuit qui sont soumises aux droits établis pour les successions et les donations (loi du 18 mai 1850, art. 7), ni plus tard à l'impôt général sur le revenu.

<sup>3</sup> Diverses dispositions concernant les agents de change prévoient que les rentes peuvent servir à leur cautionnement. D'autre part, les majorats rétablis par Napoléon (décision du 30 mars 1806, sénatus-consulte du 14 août 1806 et décret du 1<sup>er</sup> mars 1808), promus par la Restauration (ordonnance du 25 août 1817 et du 13 août 1824, loi du 17

Avec ces trois privilèges, et notamment les deux premiers, il n'est pas étonnant que l'on a pu parler des détenteurs de rentes comme d'une classe « *légalement privilégiée* »<sup>1</sup>.

Durant les années de notre période d'étude, les dispositions concernant l'insaisissabilité posent le problème des titres adirés<sup>2</sup>. Le décret du 3 messidor an XII (22 juin 1804) prévoit que le rentier qui a perdu une inscription fait entre les mains du Trésor une opposition au transfert et au paiement des arrérages. La déclaration de perte, de destruction ou de vol, faite en présence du maire de la commune et de deux témoins, indique toutes les caractéristiques portées sur l'extrait d'inscription. Dans ces conditions, le ministère des Finances, après avoir constaté la régularité du dossier, débite le compte de l'inscription disparue et la porte à un nouveau compte dont un extrait d'inscription est délivré au réclamant (le duplicata est interdit). Cette opération n'est effectuée que dans le trimestre qui suit la demande adressée au Trésor, de façon à s'assurer que titre perdu n'est pas en circulation<sup>3</sup>.

Bien que les titres des rentes soient insaisissables, ils peuvent être donnés en nantissement; en ce qui concerne les rentes de notre période d'étude, à forme nominative, l'opération se fait généralement par la remise des titres accompagné d'un écrit à date certaine et d'une contre-lettre expliquant l'opération.

---

mai 1826) reposent expressément sur des immeubles, des actions de la Banque de France ou des rentes immobilisées et soumises à un prélèvement d'un dixième pour en faire croître le fonds. A la même époque, les communautés religieuses ayant obtenu l'autorisation du roi peuvent accepter ou acquérir des biens meubles, notamment des titres de rente (loi du 2 janvier 1817); en fait, l'ordonnance du même jour dispense d'autorisation royale les rentes et précise qu'elles « *seront immobilisées* » et qu'elles seront inscrites sur les livres départementaux. Enfin, plus tard, des dispositions légales interviendront pour préciser les conditions d'emplois ou remplois (loi du 2 juillet 1862, art. 46 concernant la rente 3 % et loi du 16 septembre 1871, art. 29, sur les rentes françaises de toute nature).

<sup>4</sup> Dès sa création la première Caisse d'épargne, celle de Paris, (acte constitutif du 22 mai 1818 confirmé par l'ordonnance du 29 juillet 1818), a vocation à soutenir la rente : « *Les dépôts seront aménagés de manière à procurer, par une accumulation d'intérêts composés de mois en mois, l'accroissement du capital au profit de chaque propriétaire jusqu'à ce que sa créance se trouve convertie en une inscription en sa faveur de 50 francs de rente perpétuelle sur le grand livre de la dette publique* » Ainsi le but de la Caisse d'Épargne est que des gens de conditions modestes puissent devenir propriétaires de rentes et c'est le montant de la rente qui détermine le montant maximum du compte à la Caisse d'épargne; une fois cette somme atteinte, le livret est ramené à zéro et l'épargnant peut recommencer son opération.

<sup>1</sup> CLAMAGÉLAN, J.-J., (1867), *Histoire de l'impôt en France*, 3 tomes, Guillaumin, PARIS

<sup>2</sup> Les titres perdus, volés ou ayant fait l'objet d'une dépossession sont qualifiés d'adirés.

<sup>3</sup> Après 1831, quand la forme au porteur est admise pour la rente, le ministère des Finances refuse systématiquement de remplacer les inscriptions adirées et des décisions juridiques confirment ce point (C. d'État 27 août 1840). Plus tard, un arrêté ministériel du 16 décembre 1869 et complété par un décret du 18 décembre 1869 prévoit que celui qui a perdu les inscriptions de rente au porteur doit, pour obtenir un nouveau titre, fournir un cautionnement, bloqué pour un temps illimité et couvrant à la fois le montant de la rente adirée et les coupons attendant au titre adiré (!). La loi du 15 juin 1872 fixera à 20 ans la durée d'immobilisation du cautionnement du capital et à 5 ans celle des coupons.

Accessoirement, tout propriétaire d'inscription de rentes peut en compenser les arrérages avec ses contributions directes ou celles d'un tiers s'il en fait demande au Trésorier général (ordonnance du 14 avril 1819, titre IV).

### C — L'intérêt nominal définit la rente

Au début du XIX<sup>e</sup> siècle, après la grande œuvre d'unification lancée par la Révolution sous la direction de Cambon, il n'existe qu'un type de rente de l'État français, la *rente 5%* <sup>1</sup>. Cette rente est seule pendant 28 ans, de 1797 à 1825. Puis des rentes, présentant une gamme de taux nominaux différents, apparaissent: en 1825, on crée une rente 4,5% par conversion volontaire, garantie durant 10 ans contre tout remboursement, et une rente 3% par conversion volontaire de rentes 5% au prix de 75 fr. (qui rapporte donc 4%); de plus, on fait remise aux anciens dépossédés ou à leurs ayants droit de rente 3%. La loi du 19 juin 1828 autorise le ministre des Finances à emprunter 80 millions en lui laissant la faculté d'instituer le fonds qu'il jugerait opportun; le ministre crée une rente 4% qui touche ses arrérages aux mêmes époques que la rente 4,5%; une ordonnance royale confirme cette décision le 6 décembre 1828; mais, preuve de la bonne gestion des finances publiques, cet emprunt n'est adjugé que le 12 janvier 1830 à M. de Rothschild au taux de 102 fr. 07c.1/2. (selon la graphie de l'époque), pour la seule fois de l'histoire française au dessus du pair.

Il convient d'être conscient que la qualification du titre financier par un taux d'intérêt nominal ou facial constitue un abus de langage: personne ne touche 3% ou 5%. Ce que le propriétaire du titre financier perçoit est une somme d'argent définie d'après le taux d'intérêt nominal. Ainsi, à la rente 3% correspond un revenu annuel de 3 fr., à la rente 5% correspond un revenu annuel de 5 fr., etc.

Le taux nominal de la rente (par exemple 3%) et le revenu annuel de la rente (3 fr.) sont en correspondance bijective. Puisque l'on connaît son arrérage (3 fr.) et le taux nominal qui la qualifie (elle est dénommée "trois pour cent"), on en déduit que le nominal ou pair de la rente 3% est 100 fr. <sup>2</sup>.

$$\text{Nominal ou pair de la rente en fr.} = \frac{\text{Arrérage de la rente en fr.}}{\text{Taux nominal}}$$

On en déduit que le pair de chacune des rentes est de 100 fr. <sup>3</sup>. Ce faisant, on occulte deux choses:

- Le capital nominal est supposé valoir 100 francs et ceci quel que soit le montant pour lequel ces rentes ont été créées, converties ou remises; dans ces conditions, parler de pair ne signifie qu'une seule chose, c'est la valeur de remboursement promise par l'État au cas où une telle éventualité écherrait.

---

<sup>1</sup> La loi du 21 floréal an X, art. 1<sup>er</sup> (11 mai 1802) transforme le nom de "tiers consolidé", acquis après ce que l'on a appelé la "banqueroute des deux-tiers" (9 vendémiaire de l'an VI; 30 septembre 1797) en "5% consolidé", nom qu'elles gardent sous l'Empire, avant de s'appeler définitivement "rente 5%" depuis la Restauration, pour effacer le souvenir de la banqueroute.

<sup>2</sup> « *Le pair est le capital nominal d'une action, d'une obligation ou d'une rente.* » COURTOIS, A., (1882), note p. 62

<sup>3</sup> COURTOIS, A., (1882), p. 64

- Le fait que l'annuité (en terme d'actuaire) est semestrielle, c'est-à-dire que le possesseur d'un titre de rente perçoit deux fois un demi arrérage de rente par an et non un seul arrérage annuel.

Cette manière de parler permet d'échapper à la prohibition de l'usure : en effet, le Code civil prévoit que le taux d'intérêt entre particuliers ne peut excéder 5 % et qu'il ne peut dépasser 6 % en matière commerciale. Say (1826, p. 558), comme tous ses contemporains n'est pas dupe de cet artifice qui permet à l'État d'échapper aux bornes que le législateur a fixées : « *Afin d'assurer le titre du prêteur, et pour déguiser en même temps le taux de l'intérêt, le gouvernement consent à supposer que le prêteur a versé dans ses caisses une somme de 100 francs et qu'il lui en paie l'intérêt à 5 pour cent, quoique la compagnie financière qui s'est chargée de l'emprunt n'ait payé cette même rente de 5 francs que 89 francs, 72 francs, 60 francs et même moins; de sorte que dans ce dernier cas, par exemple, l'État se reconnaît débiteur pour chaque rente de 5 francs, outre la somme de 60 francs qu'il a reçue, d'une somme imaginaire de 40 francs qu'il n'a pas reçue. On comprend que par ce moyen, l'intérêt pouvant être porté aussi haut qu'on le veut sans être stipulé, un gouvernement peut emprunter quel que soit le crédit dont il jouit. S'il en a peu, l'intérêt peut être à un taux tel que la portion d'intérêt qui représente la prime d'assurance offerte au prêteur, couvre son risque, quoique fort grand; et qu'un gouvernement qui reçoit peu de capital pour chaque rente de 5 francs qu'il donne peut néanmoins toucher la somme qu'il désire, en multipliant les rentes d'autant plus qu'il les vend moins cher.* »

## D — La négociation et le transfert des rentes

Tout achat ou vente d'inscription donne lieu à deux opérations: la négociation et le transfert.

La *négociation* est le contrat qui établit les conditions du marché; elle s'opère à la Bourse au moyen de deux agents de change, celui de l'acheteur et celui du vendeur.

Quand les rentes sont nominatives, il convient d'effectuer un *transfert*. Les transferts sont de deux espèces: le *transfert réel* pour les mutations à titre onéreux et le *transfert de forme* pour les mutations à titre gratuit.

La loi du 28 floréal an VII (art. 2 et 3) prévoit que l'acheteur et le vendeur doivent en personne signer un registre des déclarations de transfert, formalité particulièrement lourde. Par deux arrêtés ministériels du 26 janvier 1821 et du 26 janvier 1828 et par une décision ministérielle du 30 juillet 1825, ces formalités sont considérablement allégées et c'est l'agent de change, intermédiaire obligé des transferts, qui devient responsable de l'ensemble de la déclaration. Jusqu'en 1822, tous les transferts sont suspendus 15 jours avant la fin du semestre, le temps de vérifier l'ensemble des comptes de la Dette publique. Par une ordonnance du 30 janvier 1822, ces suspensions des transferts sont supprimées et les comptes du trimestre sont dorénavant arrêtés au 6 mars et 6 septembre, les comptes du trimestre suivant débutant le lendemain.

Le *transfert réel* se fait obligatoirement <sup>1</sup> à la Bourse: le vendeur remet à l'employé l'extrait d'inscription qu'il entend transférer, il en reçoit récépissé et il barre la signature au bas de l'inscription en déclarant qu'il entend que l'inscription soit mise au nom du cessionnaire. Cinq jours plus tard, l'acheteur peut requérir la délivrance de l'extrait de la nouvelle

---

<sup>1</sup> Le transfert qui n'est pas réalisé au moyen de l'intervention d'agents de change est considéré comme nul par le Trésor (décision ministérielle du 7 août 1821, confirmée par de nombreux jugements).

inscription, en présentant le récépissé qui lui a été remis par son vendeur au moment du paiement du prix. Dans la pratique, l'opération est généralement plus longue et les agents de change utilisent la technique du *transfert d'ordre*, prescrit par un arrêté de la chambre syndicale des agents de change du 28 avril 1828, qui consiste à faire transiter la rente au nom d'une tierce personne, en général l'agent de change lui-même ou un prête-nom.

Le *transfert de forme* se produit à l'occasion de mutations à titre gratuit : sur constatation des droits du requérant, celui-ci se voit remettre un nouvel extrait d'inscription. Le transfert de forme est une opération administrative qui ne nécessite pas le concours d'un agent de change.

Considérons les montants des transferts réels de rentes par rapport à leur encours respectifs. Les chiffres sont les suivants :

Tableau 2 - **PART DES TRANSFERTS DES RENTES 5 % ET 3 % PAR RAPPORT À LEURS ENCOURS RESPECTIFS, DE 1817 À 1830**

Années	Transferts rente 5%	Encours Rente 5 %	Total des transferts Encours Rente 5 %	Transferts rente 3%	Encours Rente 3 %	Total des transferts Encours Rente 3 %
1820	131 637 568	172 784 838	76,19%			
1821	121 897 027	173 052 947	70,44%			
1822	107 687 245	176 688 345	60,95%			
1823	118 531 067	179 859 113	65,90%			
1824	162 590 534	197 032 975	82,52%			
1825	130 789 764	197 036 309	66,38%	36 492 961		
1826	65 308 410	165 283 613	39,51%	44 015 288	24 718 558	178,07%
1827	65 751 666	165 313 606	39,77%	45 504 462	31 259 497	145,57%
1828	56 865 045	165 345 914	34,39%	51 145 514	33 970 269	150,56%
1829	72 765 243	165 217 546	44,04%	56 985 906	36 727 100	155,16%
1830	87 400 487	163 857 078	53,34%	67 304 847	39 810 144	169,06%

Source : données collectées et traitées par J.-M. Vaslin (1999); chiffre en italique estimé

- En ce qui concerne la rente 5 %, trois phénomènes sont manifestes :
  - une proportion relativement élevée de transferts par rapport à l'encours;
  - une baisse de cette proportion par palier: on part d'environ 90 % en 1817 et l'on aboutit aux environs de 53 % en 1830, ayant passé par un plus bas de 34 % en 1828;
  - une hausse considérable de cette proportion en 1824 et 1825, années où ont lieu les débats sur l'indemnité des émigrés.
- En ce qui concerne la rente 3 %, deux phénomènes ressortent :
  - une proportion extrêmement élevée de transferts par rapport à l'encours, évoluant autour de 150 %, ce qui signifie qu'en moyenne, chaque titre change plus d'une fois de mains durant l'année;
  - une grossière constance de cette proportion.

On en déduit que la rente 3 % est nettement plus « travaillée » que la rente 5 %. Cette observation rejoint celle de tous les contemporains.

## E — Les rentes sont cotées à la Bourse de Paris

La Bourse de Paris est ouverte tous les jours de l'année autres que les dimanches et les jours fériés légaux de « *deux heures jusqu'à trois pour la négociation des effets publics* »<sup>1</sup>. Tous les citoyens et même les étrangers peuvent y entrer; tel n'est pas le cas des faillis non réhabilités, des condamnés à des peines afflictives et infamantes et des femmes. Le lieu de négociation, placé à la vue du public, où les agents de change exécutent les ordres reçus, s'appelle la *corbeille*; le *parquet* est la réunion des agents lorsqu'ils effectuent entre eux des négociations.

Un peu avant l'ouverture de la Bourse, les agents de change, réunis dans leur cabinet font des opérations au comptant au *cours moyen*, c'est-à-dire un cours qui est situé à la moyenne du cours le plus haut et le plus bas crié durant la séance à venir. A deux heures, au son d'une cloche, on annonce au public l'ouverture de la Bourse. A ce moment, les agents de change se rendent au parquet et proposent à haute voix des titres à l'achat ou à la vente. Lorsque qu'une négociation sur un titre de rente est consommée, ils en donnent le cours au crieur qui l'annonce au public<sup>2</sup>. A trois heures la cloche sonne à nouveau et les agents de change se retirent en leurs bureaux; les opérations au comptant s'arrêtent mais « *ils continuent à faire des opérations à terme* »<sup>3</sup> jusqu'aux environs de 4 heures. A l'issue de chaque séance de Bourse les agents de change collectent les éléments du marché et la *Chambre syndicale des agents de change* publie ensuite la *Cote officielle* qui donne le *Cours authentique* des divers titres (arrêté du 27 prairial an X).

---

<sup>1</sup> De 1809 à 1830 et ceci aux termes de l'ordonnance du 2 octobre 1809, art 3; après la révolution de 1830, les heures d'ouverture vont changer.

<sup>2</sup> L'arrêté du 27 prairial an X, dans ses article 24 et 76, dispose que les négociations sur les rentes se font à la criée, alors que les autres titres sont cotés par opposition.

<sup>3</sup> BRESSON, J., (1820), *Des fonds publics en France et des opérations à la Bourse de Paris*, p. 73, in-12, 118 p., Bachelier ou Painparré, PARIS ou BRESSON, J., (1830), *Des fonds publics français et étrangers et des opérations à la Bourse de Paris*, p. 170, in-12, 249 p., Bachelier, PARIS

Illustration 2 - COURS AUTHENTIQUE DU VENDREDI 26 FÉVRIER 1830

(noter la succession des cours criés)

BOURSE DE PARIS. COURS AUTHENTIQUE		VENDREDI 26 Février 1830
CINQ POUR CENT Consolidés, { jouissance du 22 Septembre 1829.	109 f 20 c 15 c 10 c 15 c 30 c 35 c	
QUATRE 1/2 p o/o jous du 22 Sept		
RENTE 4 o/o J. du 23 mars 1830		
TROIS POUR CENT, jouissance { du 22 Décembre 1829.	83 f 80 c 75 c 80 c	
BONS BOYAUX.....		
ACTIONS DE LA BANQUE de { France, jouissance de janvier 1830.		
RENTES de la VILLE DE PARIS { jouissance de janvier 1830.		
CANAL de MONSIEUR, { jouissance de janvier 1830.	Act. de 1000 f 5 p o/o coup de prime de 250 f Id. de jouissance..... Id. libérée, sans jouissance ni prime.... Omnium.....	
CANAL D'AIRE à la BASSÉE, jouissance de janvier 1830.		
CANAL D'ARLES à BOUC. { à BOUC.	Act. de 1000 f libérée 5 p o/o jouissance d'Octob Id. de jouissance 1/6000..... Id. de 5500 f payés..... Id. de jouissance 1/1000.....	
CANAL DE BOURGOGNE {	Act. de 1000 f libérée 5 p o/o jous. d'Octob Id de 1000 f non lib 594 f 43 pay 5 p o/o j d'O Id. de jouissance 1/27000..... Id. de 2500 f dont 1830 f payés..... Id. avec Action de jouissance 1/1000... Id. de jouissance 1/10000.....	
QUATRE CANAUX, jous d'Octob. avec coupon de prime de 250 f.	Act. libérée de 1000 f. intérêt à 5 p. o/o .. 1227 f 50 c 1250 f Id. non lib. dont 345 f 50 payés sans jous. Id. sans prime..... Id. avec Action de jous et billet de prime. Billets de prime..... Cer de dépôt de 6 Act omn d 356 f 50 payés Act. de jouissance des 4 Canaux 1/63000.	72 f 50 c
CAN. d'ANG. emp. 6,600,000	Cer du Tré de 10000 f à 4 p o/o jous d'Oct Act. de jouissance de 1/1320.....	
CAN. des ARD. emp. 8,000,000	Cer du Tré de 10000 f à 4 p o/o jous d'Oct Act. de jouissance de 1/1600.....	
NAV. de POISE emp. 3,000,000	Cer du Tré de 6250 f à 4 p o/o jous de janv Act. de jouissance de 1/3000.....	
CANAL de la SENCÉE, Act. de 10000 f jous. de janv 1830		
ACTIONS des 3 PONTS sur la Seine, jous. de janv. 1830.		
BILLETS de la CAISSE SYNDICALE des BOULANGERS.		
ACT. de la COMP. ROYALE d'ASSURANCES, Incendie.		
COMP. FRANÇAISE du PHÉNIX, jous. d'octobre 1829.		
L'UNION COMP. D'ASSURANCES. { Sur la vie Humaine..... Contre l'Incendie.....		
ASSURANCES GÉNÉRALES. { Actions Nominatives..... Actions au Porteur. { Maritime..... Incendie..... Sur la Vie.....		
CAISSE HYPOT { Actions de 1000 f. jouissance de janvier 1830.....	690 f 695 f 698 f 75 c 695 f 697 f 50 c	
ACTIONS des PONT, GARE et PORT de Grenelle.....		

La cote s'étoffe progressivement, mais la valeur phare reste la rente. En 1821 la cote comporte deux pages, la première réservée aux valeurs mobilières et la deuxième au change et aux métaux précieux. En 1823, les actions de canaux (4) et d'assurance (4) commencent à peser plus lourd; en 1830, à côté des rentes, on compte 11 actions de compagnies de canaux et de ponts, 3 actions de compagnies industrielles et 12 fonds étrangers (loi du 17 août 1822 et ordonnance du 12 novembre 1823). Les travaux de P. Arbulu (1998) et J.-M. Vaslin (1999, p. 79) montrent que, durant la décennie 1820-1830, les rentes perpétuelles forment environ 94% et les actions environ 6% de la capitalisation boursière de la Bourse de Paris (hors titres étrangers et autres obligations publiques ou privées).

Les rentes sont désignées à la Bourse d'après le taux de l'intérêt nominal: c'est ainsi que, durant la période qui nous concerne, on parle les rentes françaises de 3%, de 4%, de 4 1/2% et de 5%. En raison des montants non homogènes des inscriptions de rentes qui se négocient, on cote le seul élément qui reste invariable à travers la diversités des rentes et des montants offerts et demandés, l'unité de rente qui s'exprime en tant de pour cent du pair nominal correspondant à cette rente. Ainsi, un cours de 102,75 inscrit en face de la rente 5% signifie que ce fonds s'est négocié à 102,75% du pair nominal de 100 fr. correspondant à 5 fr. de rente: le chiffre en pourcentage et le chiffre en francs sont les mêmes.

La cote indique le cours observé, coupon couru.

Officiellement, les variations des cours s'établissent par 2 centimes 1/2 sur les rentes françaises. Par exemple, on cote le 3% à 59 fr. 87 c. 1/2 ce qui signifie que, pour chaque 100 fr. de capital de cette rentes, l'acheteur éventuel doit payer 59 fr. 87 c. 1/2. Généralement, la cotation, jusqu'en 1851, a lieu par 5 centimes.

Les opérations se traitent à la Bourse par centaines de francs de rente, par exemple on donne un ordre d'achat de 2500 fr. de rente 5%, un ordre de vente de 3000 fr. de rente 3% : il convient de comprendre que l'on parle d'opérations portant sur des arrérages de rente. Pour savoir quelle somme il convient de déboursier dans une opération au comptant, on prend l'habitude de poser les opérations de la façon suivante: pour une opération portant sur un montant donné de rente, indiqué en centaines ou milliers de francs, on multiplie le cours observé par le montant et l'on divise le résultat par l'arrérage en fr. de la rente. Par exemple, pour un achat de 1000 fr. de rente 3%, au cours observé de 84,15 cela donne:

$$\frac{1000 \text{ fr.} \cdot 84,15}{3 \text{ fr.}} = 28\ 050 \text{ fr.}$$

Le courtage perçu par les agents de change est fixé uniformément par un avis du tribunal de commerce de la Seine du 26 messidor an IX, approuvé par le ministère des Finances, à un quart de franc par 100 fr. du produit de la négociation. Ce courtage s'appliquait à cette époque sur des rentes cotant 25 à 30 fr.; mais comme les rentes ont beaucoup monté, «*les agents de change ont eu le bon esprit de réduire d'eux-mêmes leurs droits de courtage*»<sup>1</sup> qui n'atteint que la moitié de ce chiffre, un huitième de pour cent (soit 12,5 centimes pour 100 fr. de rente échangée) avec un minimum de 1 fr. et la *coulisse* effectue les mêmes opérations à un moindre coût encore. Pour les opérations à terme, le courtage est fonction de la nature de la rente: 20 fr. pour l'achat de 1500 fr. de rente 3% et 25 fr. pour l'achat de 2500 fr. de rente 5%. Le courtage est payé tant par l'acheteur que par le vendeur, sauf quand la personne fait une opération dite "acheté-vendu" dans la même journée (une opération d'arbitrage), auquel cas c'est le courtage le plus élevé des deux opérations qui est appliqué.

Le règlement de la Chambre syndicale des agents de change (arrêté du 28 avril 1828) prévoit que les opérations au comptant se règlent dans les cinq jours qui suivent l'opération (hors dimanche et jours fériés).

### **F — Les opérations à terme sont interdites mais se pratiquent**

A côté du marché au comptant qui ne pose aucun problème, dès 1820, Bresson affirme que «*les agents de change ... font des marchés au comptant, à terme et à prime*»<sup>2</sup>. Or,

<sup>1</sup> BIZET, L. Ch., (1821), *Précis de diverses manières de spéculer sur les fonds publics en usage à la Bourse de Paris*, p. 132, in-8°, XVI-199 p., 4<sup>e</sup> ed. Delaunay, PARIS

<sup>2</sup> BRESSON, J., (1820), p. 72

le marché à terme est interdit, au moins indirectement <sup>1</sup>. Mais si cette prohibition reste officiellement en vigueur, chacun peut observer le fonctionnement quotidien du marché à terme.

La jurisprudence est hésitante et admet les contrats à terme par une série de décisions (arrêts de la cour de Paris 31 août 1805; 29 mai 1810; 22 juin 1814; 23 mai 1822 confirmés en Cassation les 15 novembre 1813; 11 janvier 1821); au même moment des publications expliquent même la modalités du terme ferme et à prime ainsi que les techniques pour spéculer et les possibilités du report <sup>2</sup>.

Illustration 3 - **OUVRAGES EXPLIQUANT LES TECHNIQUES DE SPÉCULATION À TERME DANS LES ANNÉES 1820**

**PRÉCIS**  
DES DIVERSES MANIÈRES DE SPÉCULER  
SUR  
**LES FONDS PUBLICS**  
EN USAGE A LA BOURSE DE PARIS;  
AVEC DES CONSIDÉRATIONS SOMMAIRES SUR LES EFFETS  
PUBLICS ET LES FINANCES EN GÉNÉRAL;  
Ouvrage utile aux Banquiers, Agens de Change, Négocians,  
Courtiers de Commerce, Receveurs de Rentes, Notaires,  
Avocats, Avoués, Agens d'affaires, Capitalistes, Propriétaires  
d'inscriptions sur le Grand Livre, et enfin aux personnes  
qui désirent spéculer sur les Effets Publics;  
Précédé d'une Notice historique sur la compagnie des Agens de  
Change, et suivi d'une Table qui indique l'intérêt que rap-  
portent les capitaux placés aux différens cours des fonds.

QUATRIÈME ÉDITION,  
REVUE, CORRIGÉE ET CONSIDÉRABLEMENT AUGMENTÉE.

PAR L.-CH. BIZET.



A PARIS,  
CHEZ DELAUNAY, LIBRAIRE, PALAIS-ROYAL,  
GALERIE DE BOIS, N° 243.  
1821.

**DE LA LIQUIDATION**  
DES  
**MARCHÉS À TERME**  
A LA BOURSE DE PARIS,

Ouvrage contenant des détails sur la Méthode des Compensations, la circulation, et  
le classement des Noms, les Délégations, la Balance générale des Feuilles de  
Liquidation, les paiemens et les livraisons d'Effets publics, etc., etc.;

AVEC UN APERÇU

SUR LES

**FONDS PUBLICS ANGLAIS,**

Faisant connaître la nature et l'état actuel des Rentes 3 pour 2 consolidés, 3 pour  
2 réduits, 3 1/2 pour 2, nouveau 4 pour 2, Annuités à vie, Annuités longues,  
Effets de la Banque, Fonds de la Compagnie de la Mer du Sud, Fonds de la  
Compagnie des Indes, Bons des Indes, Billets de l'Échiquier, Fonds d'Amortis-  
sement, etc., etc.;

SUIVI DE DÉVELOPPEMENS

Sur le Mode de Liquidation en usage aux Bourses de Londres, d'Amsterdam et de  
Frankfort;

AVEC DES CONSIDÉRATIONS

Sur l'Influence que les Marchés à terme et les Fonds publics peuvent exercer sur le  
crédit en général, et les intérêts commerciaux de chaque pays.



PAR JACQUES BRESSON.

PARIS,  
BACHELIER (SUCESSEUR DE Mme V<sup>e</sup> COURCIER),  
LIBRAIRE POUR LES SCIENCES,  
QUAI DES AUGUSTINS, N° 55.

1826

<sup>1</sup> Ceci en vertu de multiples dispositions en provenance, soit du droit ancien (arrêt du Roi du 24 septembre 1724 fondant la Bourse moderne; arrêt du Conseil du Roi du 7 août 1785, arrêt du Conseil d'État du 2 octobre 1785 et du 14 juillet 1787), soit des temps révolutionnaires (loi du 28 vendémiaire an IV — 20 octobre 1795), soit enfin de l'époque napoléonienne (arrêté du 27 prairial an x — 16 juin 1802) qui se retrouvent en creux dans le Code de Commerce (1807) et dans le Code pénal (1810).

<sup>2</sup> BIZET, L., (1821), et BRESSON, J., (1826), *De la liquidation des marchés à terme à la Bourse de Paris avec un aperçu sur les fonds publics anglais*, in-12, 116 p., Bachelier, PARIS

Or en début 1823, deux affaires successives conduisent à une jurisprudence contraire (18 février 1823 et 10 avril 1823) qui triomphe dans ce que l'on a appelé l'affaire Forbin-Janson: celui-ci ayant chargé son agent de change Perdonnet de prendre position à terme, après avoir essuyé de fortes pertes dues au déclenchement de la guerre d'Espagne, refuse de les honorer sous le prétexte que la loi ne connaît pas les marchés à terme <sup>1</sup>; un procès s'ensuit, intenté par Perdonnet. Notons que ceci illustre le fait que des agents de change établis sur un marché organisé, encadré par des dispositions légales, pratiquent tout naturellement ces opérations; ce point est même revendiqué par la défense de l'agent de change Perdonnet qui argue à la fois que l'opération est avantageuse pour le Gouvernement et le commerce, et qu'elle est en usage à Paris: cette déclaration officielle prend la forme d'un parère (document solennel attestant l'existence d'un usage déterminé) signé par les grands banquiers de la place (Laffitte, Mallet, Perrégaux, Perier, Pillet-Will, Odier...) et est présentée comme argument au tribunal. Différents jugements sont prononcés, le tribunal de commerce donnant d'abord raison à Perdonnet, mais en définitive (Cour de cassation, 11 août 1824), tout en stigmatisant la mauvaise-foi de Forbin-Janson, la Cour déboute Perdonnet: le marché à terme est donc dorénavant interdit officiellement aux agents de change. Or il continue à prospérer, en contradiction avec l'interprétation récente de la loi. Pour ce faire et, sans se mettre en contradiction flagrante avec la loi, les agents de change s'arrangent pour que les opérations à terme respectent la condition essentielle de ne pas apparaître comme un *jeu de Bourse*, aléatoire et immoral: il faut comprendre que les opérations ne doivent pas concerner un marché fictif dans lequel les parties n'entendent pas prendre livraison des titres et au contraire se proposent de régler leurs opérations par des différences résultant des hausses et des baisses. L'élément qui, aux yeux extérieurs, prouve que l'opération envisagée est bien réelle, c'est que l'agent de change a reçu de la main de ses clients les effets qu'il vend ou les sommes nécessaires au paiement de ceux qu'il achète. Dans ces conditions, afin de tourner la prohibition du marché à terme, le spéculateur qui achète stipule dans son contrat que les valeurs sont « *livrables fin courant, ou plutôt à volonté* », ce qui laisse supposer que le vendeur est en mesure de livrer immédiatement les titres et l'acheteur de payer sans tarder le prix.

---

<sup>1</sup> Bizet avait prévenu : « ...les quatre cinquièmes des marchés sur les fonds publics sont illicites et, comme tels frappés de nullité; ... cependant il existe fort peu de procès, ce qui pourrait faire croire à leur validité ... c'est la bonne foi que l'on voit régner en général, dans les opérations sur les fonds publics, qui forme la solidité des marchés » (p. 91); les marchés à terme « peuvent donner journellement matière à procès ... si des clients de mauvaise foi remettaient leurs marchés entre les mains du ministère public. » (p. 82)

Illustration 4 - **MODÈLE D'UN ORDRE D'ACHAT À TERME DE RENTE 5 % EN DÉBUT 1826**

LIQUIDATION

de Janvier 1826.

FR. 5000.

RENTE à 68<sup>f</sup> 40<sup>c</sup>.

FR. 68400.

Paris, le 9 Janvier 1826.

*D'ordre et pour compte de M. DUVERGER, acheté de M. BARBIER  
Trois mille francs 5 p.  $\frac{0}{10}$ , jouissance du 22 décembre 1825, livrables  
fin courant, ou plutôt à volonté, contre le paiement de la Somme de  
Soixante-huit mille quatre cents francs.*

Fait double.

Signé LEBLANC.

L'expression «à volonté» est susceptible de correspondre à une pratique appelée *escompte des titres*. Par ces mots, il faut entendre le droit, pour tout acheteur, d'obliger son vendeur à terme à lui livrer les titres achetés avant l'échéance du terme, moyennant le paiement du prix convenu. Pour en obtenir la livraison, l'acheteur à terme demande au vendeur de lui livrer les titres cinq jours après avoir été prévenu de la demande par une affiche placée sur un tableau par son agent de change (qui précise la nature, la quantité et le prix des valeurs escomptables). On note qu'une telle opération est asymétrique puisqu'elle n'est permise qu'au profit de l'acheteur et on l'explique par le fait que l'acheteur à terme est haussier, ce qui soutient le crédit de l'État. L'acheteur à terme qui demande livraison des titres peut prendre en marche un train haussier qui se dessine et augmenter ainsi son bénéfice avant de s'en dégager. Il peut aussi espérer, en usant du droit d'escompte et en obligeant ainsi les vendeurs à se racheter à tout prix, provoquer un mouvement de hausse. Par contre la situation du vendeur à terme est plus difficile; s'il avait les titres dans son portefeuille, cela ne pose aucun problème; mais le cas habituel est que le vendeur à terme avait acheté à découvert avec l'idée de racheter les titres à la baisse sur le comptant. Or le voilà mis en demeure de s'exécuter immédiatement: il doit donc les acheter au comptant, et les livrer immédiatement, ce qui va lui faire perdre de l'argent.

Les opérations de ce type sont dites de «*terme ferme*». Il existe aussi la technique dite du «*marché libre*» ou «*à prime*». Il s'agit d'un marché conditionnel qui oblige le vendeur sans engager l'acheteur: contre une prime (appelée «*Dont*») définie au moment du contrat et dont le montant varie de 50 c en 50 c, l'acheteur est libre de lever ou non le titre au moment convenu: il apparaît que le marché officiel traite dès cette époque des opérations à prime appelées aujourd'hui *Call* mais ignore les *Put*<sup>1</sup>. Les primes sont généralement payées comptant aux agents de change par les clients acheteurs ou *portées en compte*, c'est-à-dire débitées du compte du client acheteur ou créditées au vendeur; dans le cas des primes portées en compte, ces primes se paient en liquidation en même temps que les soldes des différences.

<sup>1</sup> Certaines caractéristiques des opérations à prime sont différentes de celles d'aujourd'hui.

Illustration 5 - **MODÈLE D'UN ORDRE DE VENTE À PRIME DE RENTE 3 % EN DÉBUT 1826**

MARCHÉ LIBRE.	FR. 3000.	RENTE à 69 <sup>f</sup> 50 <sup>o</sup> , dont 1 fr.	FR.	69500
			PRIME	1000
LIQUIDATION de Janvier 1826.	D'ordre et pour compte de M. DUVERGER.		RESTE	68500

*Le trente-un Janvier fixe, ou plutôt à volonté, en me prévenant vingt-quatre heures d'avance, je livrerai à M. TIOLIER la quantité de Trois mille francs, rente 3 pour 100, jouissance du 22 Décembre 1825, VENDUS par l'entremise de M. LEBLANC, contre le paiement qui me sera fait au même instant de la Somme de Soixante-huit mille cinq cents francs.*

*Je serai tenu de le prévenir au plus tard à la Bourse du trente-un dudit mois de Janvier 1826, s'il entend retirer lesdites rentes; passé laquelle époque, le présent engagement sera regardé nul et sans effet.*

Paris, le 9 Janvier 1826.

Signé, LEBLANC.

La spéculation à terme (ferme ou libre) se pratique sur deux échéances «*fin courant*» ou «*fin prochain*» selon que la liquidation de la position se situe à la fin du mois en cours ou la fin du mois à venir.

Dans les opérations à terme, on travaille par *quotités de négociation* (ou quantité minimales pour une opération) qui se calculent pour un montant donné de rentes (d'arrérages de rente, en fait). Ces quotités, définies par la Chambre syndicale dans l'article 2 de son arrêté du 12 avril 1824, sont de 1500 fr. pour la rente 3%, 2500 fr. pour la rente 5%. On note que ces quotités correspondent à 500 titres à chaque fois. Évidemment, il est possible de prendre autant de fois position que l'on veut sur ces rentes <sup>1</sup>.

La Bourse va se mettre de plus en plus à faire des opérations à terme <sup>2</sup>: la meilleure preuve en est que le ministre des Finances Villèle, convaincu de l'utilité des marchés à terme

<sup>1</sup> Pour les quotités indiquées, le moyen mnémotechnique d'obtenir le coût de l'opération est alors plus simple que le moyen standard indiqué plus haut : il suffit de diviser le cours observé par deux, et d'ajouter trois zéros. Par exemple, 1500 fr. de rente 3 % prises à 86,5 reviennent à :  $\frac{86,5 \text{ fr.}}{2} = 43,25 \text{ fr.}$  et l'opération coûte 43 250 fr.

<sup>2</sup> De multiples décisions internes de la Chambre syndicale des Agents de change se réfèrent aux opérations à terme, aux opérations à prime et aux reports. D'abord, on ne parle très vaguement des liquidations («*les liquidations de chaque mois se prolongent d'une manière aussi pénible que désagréable*» 7 avril 1818), puis des opérations à terme sur des emprunts étrangers («*les affaires faites à terme sur les valeurs étrangères...*» art 3, délibération du 7 février 1822; ou plus précisément «*les vendeurs de rentes de Naples à terme...*» 19 décembre 1821). Enfin on en arrive aux choses sérieuses : le 9 juillet 1824, le règlement de police intérieure sous le titre explicite : «*liquidation des marchés à terme d'effets publics*», prévoit dans son article 3 : «*tous les marchés à terme doivent être liquidés, savoir pour la rente 5 % considérée, pendant la bourse du premier jour du mois qui suit celui de leur échéance...*». Le 20 mars 1826, la technique de la cotation des reports est précisée, «*en nombres fractionnaires, en indiquant la différence par deux centimes et demi*» ; enfin, le 26 septembre 1827, il est précisé que les réponses des primes se fait «*le dernier jour du mois, à 3 heures précises.*»

surveille le taux des reports<sup>1</sup> et qu'il en discute dans ses lettres; l'opposition évoquer le taux de report à la Chambre à la même époque<sup>2</sup>. Le 27 janvier 1826, l'existence du marché à terme est abordée officiellement à la Chambre, cela sans parler des centaines d'interventions qui stigmatisent le «*honteux agiotage*», autre nom de la spéculation boursière à terme<sup>3</sup>.

D'un autre côté, un marché parallèle se développe, en contradiction avec les textes et la jurisprudence, la *coulisse*, sur lequel les opérations s'effectuent pendant, mais surtout après l'heure de fermeture de la Bourse et exercent une influence sur la séance du lendemain. A la fin de la Restauration, on distingue trois coulisses: celle des rentes françaises à terme, celle des opérations à terme sur des rentes et valeurs étrangères et celle des valeurs au comptant sur les titres non admis à la cote officielle. La coulisse effectue un certain nombre d'opérations qui ne se font pas chez les agents de change: terme ferme sur plus de 2 mois (et allant en fait à 5 à 6 mois, «*sortes d'opérations illégales qu'on ne fait point au parquet*» (Bresson, (1830), p.232), opérations à prime engageant l'acheteur mais non le vendeur (des *Put*) contre un *Dont*: c'est ce que l'on nomme les opérations «*de prime pour recevoir*»; mais il est communément admis que «*ceux qui font des affaires avec les Coulissiers ne sauraient y mettre trop de prudence.*»<sup>4</sup>

Pour les marchés au comptant, il est logique que les agents de change exigent de leur clients la remise des titres qu'ils sont chargés de vendre ou l'argent nécessaire aux opérations d'achat qu'ils ont mandat de mener. Sur les marchés à terme, ils demandent un dépôt préalable, soit d'une somme d'argent, soit de valeurs mobilières afin d'être remboursé si l'opération aboutissait à une perte. Les *couvertures* habituelles minimales exigées sur nos deux rentes de base sont pour une opération à terme portant sur 1500 fr. de rente 3%, une couverture de 750 fr. et pour une opération à terme de 2500 fr. de rente 5%, une couverture de 750 fr. On remarque que les deux couvertures sont identiques alors que les engagements sont différents, ce qui fait suspecter que les risques de fluctuation sont nettement supérieurs pour la rente 3% que pour la rente 5%; plus précisément cela fait penser que les volatilités sont des rapports d'environ 5/3 (soit 1,67) entre la rente 3% et la rente 5% si l'on considère les montants de rente achetés et aux environs de 1,3 si l'on considère les cours observés.

---

<sup>1</sup> Le report est, selon la définition du Larousse, «*l'opération traitée à la liquidation d'un marché à terme en vue de proroger une spéculation jusqu'à la liquidation suivante* ». Ainsi le fait de pratiquer le report implique l'opération à terme préalable et y apporte l'idée du transport d'une spéculation à terme à travers le temps.

Le taux du report indique assez bien le taux de l'argent à court terme; il s'agit donc d'un indicateur de tension sur le marché de l'argent, soit en général, soit sur telle valeur qui comporte un risque particulier; le taux de report "normal" est de 1 fr. pour un mois; ce taux monte parfois, comme lors de la crise financière de 1818, à 3 ou 4 fr.. C'est ce report qui, annualisé et rapporté au cours coupon couru, est indiqué comme taux de report mensuel par Courtois fils (1882), p. 14-15, cumulant dans un seul chiffre de nombreuses "approximations".

<sup>2</sup> Stanislas de Girardin avance comme argument pour rejeter la conversion projetée de 1824 que le taux des reports est compris «*entre un et deux pour cent par mois.* » *Moniteur*, n°119 du 28 avril 1824, p. 494; au même moment le général Foy «*parle de 18, même 24%* » l'an.

<sup>3</sup> L'hypocrisie va officiellement durer jusqu'au 20 mai 1844, quand pour la première fois, dans le *Bulletin de la Cote*, on peut lire les cours des opérations à terme et à prime (qui restent toujours prohibées s'il s'agit de paris à la hausse ou à la baisse).

<sup>4</sup> BRESSON, J., (1830), p. 232

Les *opérations de liquidation* se déroulent selon un *tempo* moderne: pour les rentes, il n'existe qu'une *liquidation par mois* dans les conditions suivantes: le dernier jour du mois, à 3 heures, réponse des primes; le premier jour du mois, liquidation des rentes publiques de l'État français; le deuxième jour, on passe aux autres titres notamment aux rentes étrangères; le lendemain on calcule les différences entre opérateurs et on détermine les effets à livrer; enfin le dernier jour, on effectue les livraisons et on règle ces différences.

#### **§ 4 — La gestion de la dette publique au moyen de conversions**

Les rentes perpétuelles sont celles dont l'État ne s'est pas engagé à rembourser le capital à une époque déterminée, mais seulement à assurer le service des intérêts à un taux convenu; néanmoins, il convient d'être conscient d'une certaine asymétrie et que ces rentes sont faussement qualifiées de "rente perpétuelle". En effet, ces rentes ne sont qu'un cas particulier du prêt défini par le Code civil; celui-ci, dans son article 1911 précise: «*La rente constituée en perpétuel est essentiellement rachetable.*» Dans ces conditions, l'État, émetteur, conserve le droit de rembourser au pair la rente. Ce point est établi au cours de la discussion au sujet de la conversion manquée de 1824 <sup>1</sup>. Éventuellement, un délai peut être prévu où le rachat ne pourra se faire, comme le précise le même article: «*Les parties peuvent seulement convenir que ce rachat ne sera pas fait avant un délai qui ne pourra excéder dix ans, ou sans avoir averti le créancier au terme d'avance qu'elles auront déterminé.*» Rien n'empêche l'État, après avoir remboursé la rente, d'émettre un nouveau titre de rente portant un arrérage plus bas. Dans ces conditions, les deux opérations peuvent se combiner dans le même temps, étant entendu que la faculté d'opter pour le remboursement au pair doit toujours exister. A l'exception de grands banquiers et de personnages comme Villèle, *la conversion apparaît comme un tour de passe-passe qui ruine les épargnants.*

Pour que la conversion ne se transforme pas en une demande massive de remboursement, il convient que l'opération apparaisse à la fois inéluctable pour le prêteur et avantageuse à terme pour lui.

Si l'opération de conversion est un succès, le même rentier a entre les mains, d'abord l'ancien titre avec un arrérage élevé, puis le nouveau titre avec un arrérage plus faible. Il n'est pas étonnant qu'il existe alors une confusion entre trois choses: la conversion, le remboursement et la réduction. La *réduction* des rentes consiste, par violence de l'État à laquelle le rentier ne peut se soustraire, à modifier le contrat qui le lie à ses prêteurs, sans qu'il soit jamais question de remboursement; la réduction est la pratique de l'Ancien Régime et traduit une banqueroute partielle ou totale <sup>2</sup>. Le remboursement est le droit pour l'État de racheter la dette, au moment qui lui paraît le plus opportun et à condition de respecter les éventuels délais. Dans une *conversion*, le rentier a toujours la faculté d'être remboursé; s'il accepte la conversion, le rentier dispose d'abord d'un titre sur l'État avec un arrérage élevé, puis avec un arrérage plus faible, ce qui fait penser à une réduction; il n'en est rien si l'on analyse la conversion comme une double opération: le remboursement d'une dette, à taux

---

<sup>1</sup> Pratiquement tout le monde finit par admettre ce droit, progressivement éclairé par les différentes interventions dans les Chambres; même le comte Roy le reconnaît en 1824; plus tard il changera d'avis.

<sup>2</sup> Les intérêts sont réglés chaque trimestre durant l'Ancien Régime; il existe toute une gamme de défauts de paiements de l'État qui va du retard de paiement au "retranchement" d'un dixième voire d'un quartier (c'est l'opération par laquelle le ministre des Finances décide de ne pas (ou plus) honorer un trimestre de paiement d'arrérages) et jusqu'au refus complet d'honorer une dette.

élevé, qui disparaît, l'État s'étant définitivement libéré de ses obligations; la mise en place d'un nouvel emprunt, à de nouvelles conditions, meilleures pour l'État: l'art de la conversion consiste à ce que le rentier, d'une manière ou d'une autre, demande volontairement le nouveau titre. Il s'ensuit qu'une conversion réussie est celle où pratiquement personne ne demande le remboursement.

L'État n'opère pas de conversion tant que la rente cote sous le pair: en effet, si la rente cote, mettons 90 fr., chaque rentier a intérêt à présenter son titre au remboursement qui lui procure 100 fr. L'opération serait à la fois absurde pour l'État qui paierait 100 fr. quelque chose qu'il peut obtenir à 90 fr. et impossible financièrement, car la somme nécessaire au remboursement de toute la dette de l'État représente à cette époque environ 3 à 4 fois le budget annuel. Conclusion: l'État ne procède à une conversion qu'à partir du moment où le cours de la rente est supérieur au pair, où le taux courant de l'intérêt est plus bas que le taux nominal de la rente. **La conversion des rentes, pour un fonds qui dépasse le pair, s'impose par elle-même**<sup>1</sup>, comme l'explique le Moniteur du 26 mars: « Une fois que le cours des rentes a atteint et dépassé le pair, il est démontré que l'intérêt auquel elles sont constituées excède le taux des autres placements. Ce fait équivaut à un AVIS public qu'on donnerait au gouvernement qu'il peut trouver à l'instant des fonds à emprunter moyennant un intérêt moindre que celui qu'il sert à ses créanciers actuels. Un pareil avis ne peut-être négligé par une administration clairvoyante. Elle doit aux contribuables, qui fournissent l'intérêt de la dette publique, d'alléger pour eux ce fardeau aussitôt qu'elle en voit LA POSSIBILITÉ. C'est ainsi qu'en usent tous les particuliers qui empruntent. »

En même temps que l'État doit à tout prix éviter un remboursement qu'il ne saurait réaliser, il doit offrir le nouveau titre, c'est-à-dire constituer le nouvel emprunt dans des termes tels que le rentier en tire un avantage tangible, facile à comprendre<sup>2</sup>.

Le rentier comprend immédiatement qu'avec une conversion son revenu va diminuer. Dans la plupart des cas, le rentier doit se résigner à cette réduction, parce que, s'il préférerait le remboursement, il ne pourrait pas obtenir pour la somme remboursée un intérêt supérieur, avec mêmes garanties, à celui qui est offert dans la conversion. Parfois, en émettant des titres, un État s'engage à ne pas rembourser, par conséquent à ne pas convertir pendant une période déterminée, mais ce délai n'est généralement pas très long. Il apparaît ainsi une asymétrie entre le créancier, pour lequel les rentes sont perpétuelles dans le sens où il ne peut en aucun cas réclamer leur remboursement, c'est-à-dire leur capital, et le débiteur (l'État français) qui a le droit de rembourser les rentes quand cela l'arrange.

---

<sup>1</sup> Pour ceux qui auraient tendance à l'oublier, Villèle rappelle, dans son discours du 31 mai à la Chambre des pairs, que l'arrivée au pair de la rente oblige à prévoir une conversion, qu'il s'agit d'une nécessité de la bonne administration et qu'il n'y a pas moyen d'évacuer le problème: « Prenez-y garde, messieurs, l'arrivée du cours de nos rentes au pair est un événement plus grave qu'il n'a paru aux orateurs qui nous ont reproché d'avoir troublé, par nos plans d'améliorations, une situation si bonne et si douce pour les rentiers qu'il fallait, nous ont-ils dit, se borner à en jouir.... La rente parvenue au pair amenait la nécessité de délibérer sur ce que nous ferions avec l'amortissement. »

<sup>2</sup> En 1824, le banquier Laffitte propose un système compliqué de conversion qui se condamne ainsi de lui-même. Plus tard il en sera de même du marquis d'Audiffret qui avait pourtant bien montré la nécessité de la simplicité de la combinaison proposée. AUDIFFRET (M<sup>IS</sup> d'), (1863), *Système financier de la France*, in-8°, Lib. Admin. P. Dupont, PARIS

Il est évident que la conversion doit être opérée, autant que possible, dès que la rente a dépassé le pair, parce que les rentiers ayant acheté pour la plupart à un prix inférieur ne subiront aucune perte. En même temps, il convient de ne pas différer une opération qui a pour but de diminuer les charges publiques.

Villèle tente une première conversion de toute la dette en 1824 mais échoue devant les intérêts coalisés des groupes opposés à la Chambre des pairs. Remaniant son projet, il le présente une nouvelle fois en 1825 et par la loi du 1<sup>er</sup> mai obtient une conversion facultative en ce sens que le rentier a le choix entre garder son titre, le convertir contre une rente 4,5 % garantie pendant 10 ans contre toute conversion et un titre à 3 % compté pour 75 fr. Si la loi est passée, la pratique montre une réticence de la masse des rentiers pour cette opération financière, puisque sur une masse de 140 millions de rente 5 % susceptibles d'être présentées, seuls un peu plus de 31,7 millions le sont. La conversion en rente 4,5 % n'a qu'un succès dérisoire : 1 million environ de nouvelle rente 4,5 % est créé par conversion et donne lieu à 493 inscriptions seulement !!! La conversion en rente 3 % ne connaît qu'un succès modeste : en effet, 30,6 millions de rente 5 % sont offerts à la conversion et deviennent ainsi 24,5 millions de rente 3 %. L'ensemble des nouvelles rentes à servir passe dans ces conditions de 31,7 millions à 25,5 millions; l'économie n'est que de 6,2 millions alors que, d'un autre côté, le capital nominal de la dette est augmenté de 203,8 millions.

## **Section 2 — Le comportement des rentes en Bourse**

Les cours des rentes sont ceux figurant sous la dénomination « *Cours officiels* » avec le sous titre « *seuls authentiques* » (ancien nom de la cote officielle) établis par la Compagnie des Agents de Change. Ces cours sont publiés par les principaux journaux de l'époque : à chacune des livraisons des journaux, les lecteurs pèsent, commentent et évaluent la signification des cours de la rente; ceux-ci constituent l'indicateur fondamental que chaque bourgeois scrute pour évaluer le futur et diriger son action. Les deux principales rentes cotées sont la 5% et la 3%. La rente 4,5% n'est parfois pas cotées durant de nombreux jours et la 4% n'apparaît qu'à la fin de la Restauration.

### **§ 1 — Les cours observés**

Les cours reproduits dans la cote officielle incluent le coupon couru. Ce cours comprend donc deux éléments conceptuellement très différents, le cours nu (ou cours pied de coupon) et la valeur du coupon couru. Le cours nu dépend des données fondamentales; le coupon couru dépend du taux d'intérêt nominal de la rente et évolue *prorata temporis*: le coupon couru s'accumule jour après jour et se détache un jour donné. Il convient donc de séparer les deux éléments.

### **§ 2 — Le coupon**

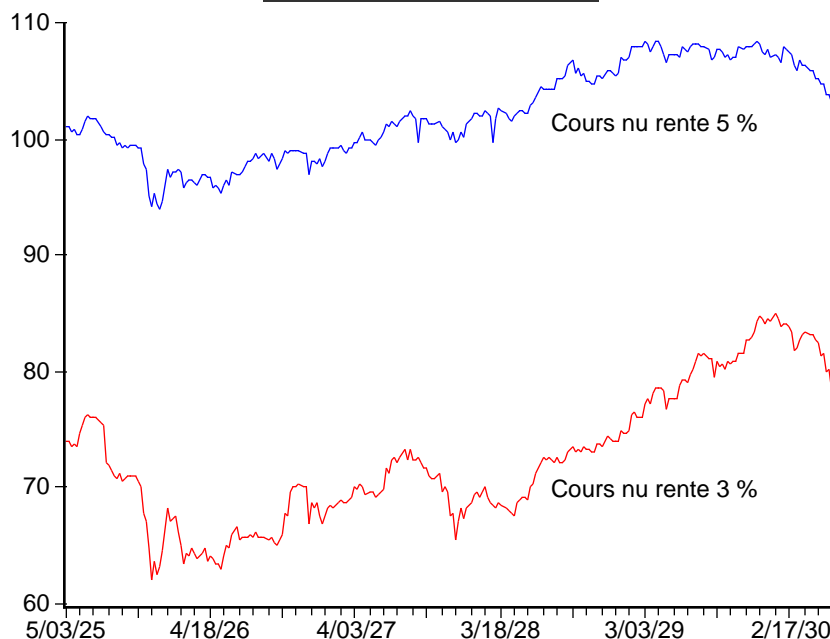
A une époque où les symboles des temps de la Révolution et de l'Empire sont systématiquement éliminés, la Restauration s'oublie en conservant les dates de détachement des temps révolutionnaires; de ce fait, les coupons sont payés par moitié (donc par demi-coupon) le 22 septembre et le 22 mars pour la rente 5%, le 22 décembre et le 22 juin pour la rente 3%. Or, aux termes de l'ordonnance royale du 30 janvier 1822, les rentes donnent droit à la perception du coupon jusqu'à 15 jours avant leur détachement. En conséquence, les négo-

ciations s'effectuent ex-droit au coupon à partir de cette date <sup>1</sup>. On en déduit que les périodes de jouissance sont les suivantes, exceptions faites des jours fériés :

	Période de jouissance	Date de détachement
Rente 5%	7 mars — 6 septembre	22 septembre
	7 septembre — 6 mars	22 mars
Rente 3%	7 juin — 6 décembre	22 décembre
	7 décembre — 6 juin	22 juin

Nous utilisons les cours nu ou cours pied de coupon tels que collectés et calculés par J.-M. Vaslin (1999), dans son travail de thèse. Ces relevés sont effectués chaque vendredi, sauf quand un jour férié tombe à ce moment, auquel cas on prend le dernier cours précédent (celui du jeudi généralement). Le coupon s'accumule de façon linéaire. Il est donc possible de le déduire du cours observé afin d'obtenir le cours nu ou cours pied de coupon. De même, en calculant, au jour donné, le rendement de l'opération qui consiste à échanger le prix coté contre une suite datée de revenus futurs, il est possible de calculer un taux de rendement actuariel.

Graphique 1 - **ÉVOLUTION DES COURS NUS (EN FRANCS) DES RENTES 5 % ET 3 % DE MAI 1825 À JUIN 1830**

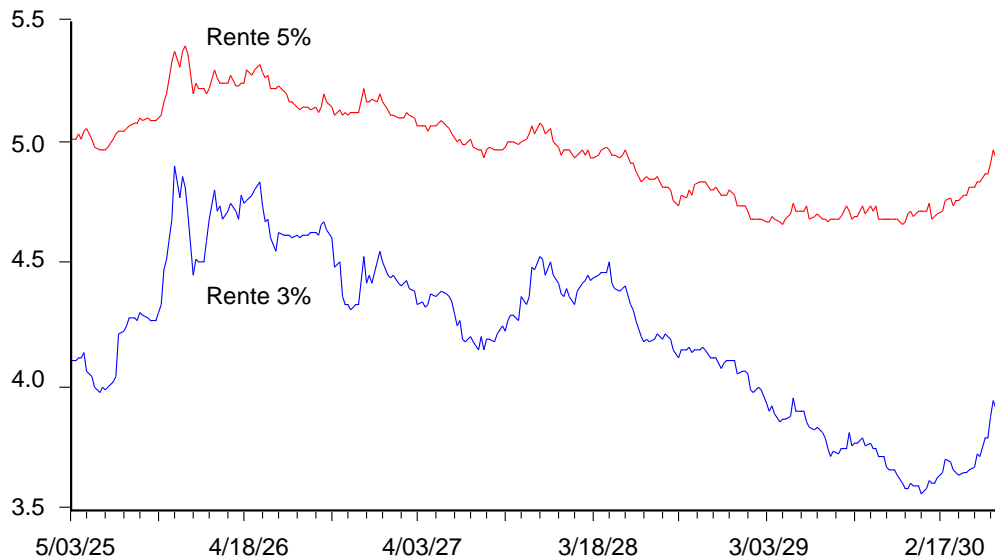


Sur le graphique des cours nus des deux grandes rentes cotées, la 5% et la 3%, il apparaît en même temps que les deux courbes des cours sont semblables, et que celle de la rente 3% semble beaucoup plus heurtée que celle de la rente 5% : Quand on considère l'évolution de la rente 3%, on ne peut s'empêcher de penser qu'il se superpose à l'évolution générale un mouvement relativement régulier de type cyclique qui, à certaines époques, ne devrait pas être éloigné d'une période d'environ 6 mois; cette amplitude nous fait immédiatement penser à une influence du coupon sur le cours nu qui, si elle était avérée, signifierait une nette absence d'efficience.

<sup>1</sup> Le *consol* anglais, équivalent britannique de la rente française, possède une caractéristique semblable puisque son coupon est détaché un mois avant son échéance.

L'évolution des taux de rendement actuariels des deux rentes nous permet de tracer le graphique suivant:

Graphique 2 - **ÉVOLUTION DES TAUX DE RENDEMENT ACTUARIELS DES RENTES 5 % ET 3 % DE MAI 1825 À JUIN 1830**



Ce graphique suscite immédiatement trois commentaires:

- Le taux de rendement actuariel de la rente 3% est toujours et beaucoup plus faible que celui de la rente 5%.
- L'écart entre les deux taux de rendement actuariel semble se creuser vers la fin de la période.
- Tout en variant dans le même sens, la courbe du taux de rendement actuariel de la rente 3% est visiblement plus heurtée que celle du 5%.

Ces considérations ne nous surprennent pas: elles correspondent à nos remarques au vu des cours des deux rentes.

### **Conclusion**

Les deux produits financiers ont des comportements à la fois semblables (les courbes connaissent grossièrement les mêmes évolutions) et dissemblables (l'une apparaît comme beaucoup plus heurtée que l'autre).

### **§ 3 — La détermination du taux d'intérêt à long terme de l'économie française entre 1825 et 1830**

Nous savons que la connaissance du taux d'intérêt à long terme de l'économie est importante d'une part à titre d'indication du degré de confiance des contemporains dans leur propre avenir tant économique que politique et d'autre part comme indicateur des possibilités d'investissement à long terme, c'est-à-dire comme facteur de développement. Une baisse du taux d'intérêt à long terme peut donc traduire deux choses: une confiance progressive dans le système politique et économique; des possibilités d'investissement. Réciproquement une hausse du taux d'intérêt à long terme peut signifier soit une perte de confiance progressive dans le système politique et économique, soit des possibilités d'investissement qui se rétrécissent.

Comme indicateur du taux d'intérêt à long terme, nous pouvons utiliser les taux de rendement actuariels des deux rentes. Or ces deux taux sont différents et déterminent un *couloir* dans lequel évolue le taux d'intérêt à long terme.

Ce couloir présente les caractéristiques suivantes:

- Le plafond du couloir est constitué par la courbe du taux de rendement actuariel de la rente 5%. Dans le cas présent, ce couloir comprend deux zones assez différentes:
  - lorsque le taux de rendement actuariel de la rente 5% est supérieur à 5%, on ne peut exclure que ce taux de rendement constitue le véritable taux d'intérêt à long terme auquel doit faire face l'État.
  - par contre, lorsque le taux de rendement actuariel de la rente 5% est situé au dessous de 5%, cela traduit une rente au dessus du pair; mais dans ces conditions, le cours de la rente (et donc le taux de rendement actuariel) intègre le risque de conversion. Celui-ci empêche la rente de monter largement au dessus de 100 fr. <sup>1</sup>, ou, si l'on veut, le taux de rendement actuariel de baisser autant qu'il le pourrait: il s'ensuit que lorsque le taux de rendement actuariel de la rente 5% est situé sous le taux nominal, il constitue un majorant ou une surévaluation du taux de l'intérêt à long terme de l'État.
- Le plancher du couloir est constitué par la courbe du taux de rendement actuariel de la rente 3%. Cette courbe constitue une sous estimation du taux d'intérêt à long terme, car elle correspond à un double phénomène:
  - une surévaluation de la rente 3%, car la Caisse d'amortissement porte sur elle toute son action;
  - l'espoir d'un gain en capital; alors que la rente 5% ne peut monter beaucoup au-dessus du pair, la rente 3% a vocation à atteindre le pair; de ce fait cette rente «*profite d'une plus-value calculée sur ses chances de hausse dans l'avenir*» (Labeyrie, 1878, p. 73), car un certain nombre de personnes vont acheter cette rente afin de bénéficier de la plus-value en capital.

Ces deux types de demande poussent le cours de cette rente vers le haut, abaissant d'autant le taux de rendement actuariel.

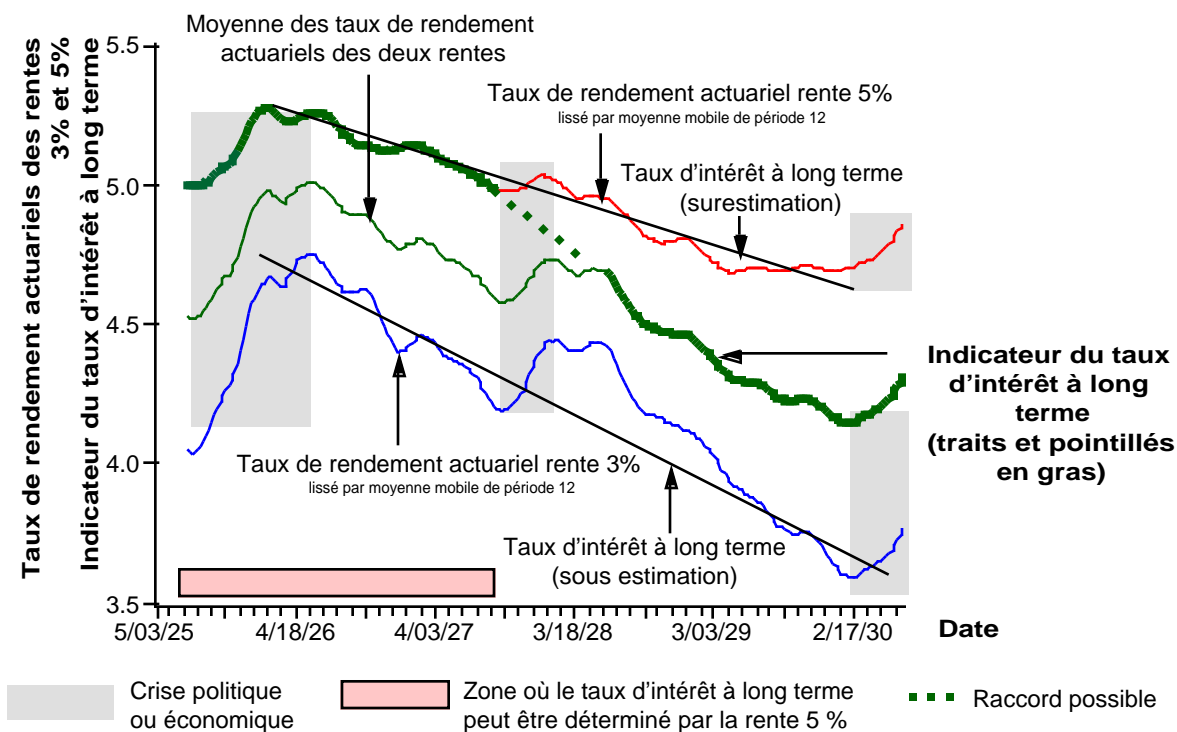
Cette observation que ni le taux haut, ni le taux bas, ne peuvent servir à mesurer le crédit de l'État français est faite depuis longtemps. Ainsi le marquis d'Audiffret, qui prête sa plume au comte Chabrol pour son fameux *Rapport au Roi* du 15 mars 1830 écrit: «*Les cours du 5% ne pouvaient plus fournir aucune donnée sur ce point délicat, depuis le jour où il avait été soumis à l'influence d'une menace continuelle de remboursement. Le 4 1/2 n'avait pas assez de consistance pour être une base exacte d'appréciation, et le 3% s'éloignait trop de la situation naturelle où il eut été placé sans le secours d'un amortissement disproportionné à son importance, et sans l'effort du jeu des spéculateurs, pour qu'il fut prudent de considérer son cours comme une mesure exacte de notre crédit public...* » Il s'en suit que le taux d'intérêt à long terme se situe, sur la période, quelque part entre ces deux courbes, peut-être à certains moments au plafond indiqué par le taux de rendement actuariel de la rente 5%. Afin de montrer ce que pourrait être ce taux d'intérêt, nous avons d'une part lissé les deux courbes

---

<sup>1</sup> Plus tard, Lacave-Laplagne dira : « *Il est un point à l'abri de toute contestation, c'est que la menace du remboursement arrête l'essor de la rente 5 %.* » Rapport à la Chambre des députés, 1836

par une moyenne mobile de période 12 et d'autre part, suivant en cela une idée de Labeyrie <sup>1</sup>, fait la moyenne des deux taux dont l'un constitue une surestimation et l'autre une sous estimation. Nous avons reporté cette courbe "moyenne" entre les deux courbes de taux de rendement actuariel des deux rentes.

Graphique 3 - **ILLUSTRATION DE L'ÉVOLUTION DU TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE ENTRE 1825 ET 1830**



Le taux d'intérêt à long terme ainsi déterminé ne saurait constituer qu'une indication très approximative. Si l'on considère les valeurs extrêmes, le taux d'intérêt à long terme a baissé d'environ un demi point de pourcentage, passant de 5 % aux environs de 4,5 %. Mais si l'on prend en compte la tendance qui se manifeste entre le début 1826 et la fin de l'année 1829, on assiste à une baisse d'environ 1 point de pourcentage du taux d'intérêt à long terme, ce qui est considérable, passant grossièrement de 5,2% à environ 4,2%. Cette tendance générale connaît des mouvements plus courts: le taux d'intérêt montre une courte hausse en fin 1825 quand il passe de 4,5% ou 5% à environ 5% à 5,2% (crise anglaise), puis un abaissement progressif de 5% à environ 4,2% de 1826 au début 1830, avec un épisode court de hausse en fin 1827 et au début 1828 quand la situation politique et économique commence à se dégrader. Enfin une courte hausse avec l'inquiétude politique des premiers mois de 1830. On note que les hausses du taux d'intérêt à long terme sont directement liées aux crises économiques et politiques (indiquées en grisé).

Il peut aussi être intéressant de vérifier une remarque faite à plusieurs reprises: la rente 3 % semble fluctuer beaucoup plus que la rente 5 %.

<sup>1</sup> « La moyenne entre le taux de capitalisation de ces deux rentes donnera le taux minimum certain du crédit public. » LABEYRIE (1878), p. 75. En fait, tout ce que l'on sait est que l'on se trouve quelque part entre les deux courbes et la proposition d'utiliser la moyenne est arbitraire, surtout pour un « taux minimum certain du crédit public »; néanmoins, cela nous donne une illustration de ce que pourrait être un taux à long terme du crédit.

### **Section 3 — L'action de quelques grands opérateurs sur la rente**

Quelques grands opérateurs intéressés prennent position sur le marché.

#### **§ 1 — Les prises de position intéressées : l'affaire de la conversion manquée de 1824**

Parmi les moyens qu'il envisage en 1824 pour financer l'indemnité des émigrés, Villèle retient une conversion des rentes. Or cette conversion projetée correspond aux intérêts de groupes financiers dominants :

- D'abord, ceux qui possèdent des titres anciens assimilables aux rentes trouveraient avantage à les replacer. À en croire Pasquier, l'idée de la conversion ne serait pas venue à l'esprit de Villèle, mais lui aurait été soufflée par deux des capitalistes les plus en vue de Paris, MM. Greffuhle et Sartoris, qui n'ont pas souscrit aux récents emprunts et qui, possesseurs d'une grande quantité d'actions de canaux, dont les revenus stables se comparent aux obligations, ont prévu qu'une diminution de la rente donnerait une sérieuse plus-value à leurs titres <sup>1</sup>.
- Il en est de même du banquier Rothschild pour une double raison : il se trouve "collé" avec l'emprunt qu'il vient de souscrire suite aux affaires d'Espagne <sup>2</sup> et il cherche à s'en défaire : une conversion serait tout à fait dans son intérêt, donnant une plus-value certaine à ses titres ; le même problème se pose d'ailleurs aux autres membres de la famille Rothschild, qui ont pris ferme des rentes dans divers pays (Naples, l'Autriche) et qui verraient leur fortune augmenter s'ils pouvaient revendre ces rentes avec un gros bénéfice, ce que permettrait le succès de la conversion française qui constituerait un exemple pour toute l'Europe. D'un autre côté, James de Rothschild, «*éclairé de l'exemple d'un pays voisin*» (comme le dit Laffitte 1824, p.78), par le truchement de son frère Nathan, établi à Londres, a

---

<sup>1</sup> Les actions de canaux, promis à des revenus sûrs et réguliers, sont susceptibles de remplacer les rentes dans l'actif de nombreux de rentiers : les actuels possesseurs d'actions de canaux pourraient aisément et avec profit se débarrasser des titres dont leurs portefeuilles sont remplis. PASQUIER, (1893-95), *Histoire de mon temps. Mémoires du chancelier Pasquier*, t. V, p. 550-551 Plon, PARIS. Il faut savoir que Pasquier est opposé à la conversion.

<sup>2</sup> Évidemment, la guerre avec l'Espagne coûte ; pour apurer les comptes, et notamment dégonfler la dette flottante, Villèle émet en 1823 un emprunt, mais cherche à éviter l'emprise de Rothschild. Or malgré le désir de Villèle, Rothschild l'emporte, et de bien curieuse façon si l'on croit les *Mémoires* d'Ouvrard : James de Rothschild arrive pour soumissionner avec trois offres différentes dans sa poche, dont une en blanc, et au lieu de passer dans la pièce où les soumissions sont reçues, il entre dans le bureau de Villèle, et ayant connu l'offre de 87,75 fr. des concurrents (qui semblent s'être entendus sur un prix commun), il remplit celle qu'il a apportée en blanc au prix de 89,55 fr. Cette anecdote, rapportée par Ouvrard, mérite d'être prise sous toute réserve, car si Rothschild avait eu connaissance de l'offre des concurrents, il aurait vraisemblablement soumissionné beaucoup plus bas. OUVRARD, (1826-27), *Mémoires de G.J. Ouvrard sur sa vie et ses diverses opérations financières*, 3 volumes, Moutardier, PARIS.

Après un bon début où Rothschild peut écouler ce papier avec profit, la rente a de la peine à être placée dans le public ; la conversion d'un titre que Rothschild vient d'obtenir à 86 fr. (c'est le prix de revient pour lui de la rente à laquelle il a soumissionné à 89,55 fr.) et qu'il n'a pas encore terminé de payé valoriserait *de facto* ses titres au pair et lui serait avantageuse à coup sûr.

connaissance des opérations de conversion effectuée en Angleterre en 1822 et en 1824, et y voit l'occasion de commissions juteuses.

- Enfin ceux qui rêvent d'une expansion dans de nouvelles directions: les promoteurs de l'industrie ont besoin d'un reclassement général des titres financiers donnant libre cours à des capitaux qui cherchent un profit élevé: Laffitte, en finançant le développement industriel et commercial qu'il entrevoit, y trouverait la fortune de l'entreprise de commandite qu'il envisage de créer <sup>1</sup>.

Pour nous résumer, Greffulhe pour écouler ses titres de canaux, Rothschild pour replacer ses rentes et Laffitte pour assurer le développement industriel sont en faveur de la conversion des rentes: intéressés à la conversion, ils font tout pour la faire réussir <sup>2</sup>.

Villèle hésite puis consulte les banquiers, d'abord Rothschild, qui donne son accord et puis les autres, dont Laffitte: celui-ci est d'avis de brusquer les choses <sup>3</sup> et de réduire le 5 pour cent en 4 pour cent dans l'année même; mais cela implique, pour que la solution soit avantageuse pour l'État, que la rente soit légèrement au-dessus du pair <sup>4</sup>. On peut penser, malgré les démentis <sup>5</sup>, que la brutale hausse du 5% est due aux rachats massifs de titres par les

---

<sup>1</sup> Après l'échec de son projet grandiose de 1821 (une société au capital de 240 millions de fr.), il participe à une espèce de magasins généraux avec Pincepré puis reprend en 1825 son idée d'une *Société Commanditaire de l'Industrie* avec tous les grands noms et capitaux de l'époque ; cette opération tourne court (il réussit en 1837 à créer cette banque destinée à financer l'industrialisation du pays sous le nom de *Caisse Laffitte*). En 1822, il augmente le capital de sa banque de 3 à 6 millions (et à 15 millions en 1827) afin de financer le développement industriel.

<sup>2</sup> « *On avait besoin d'une fièvre de hausse; tout fut combiné pour la produire* » affirme Ouvrard (1827, vol. 3, p. 255). Et il impute aux Rothschild d'opérer de la façon suivante : Nathan à Londres dépose des rentes 3 % anglaises à de la Banque d'Angleterre qui lui avance de l'or; cet or est envoyé en France à l'ordre de James qui le dépose à la Banque de France; celle-ci avance alors l'argent frais nécessaire à la spéculation à la hausse de la rente.

<sup>3</sup> « *Monsieur le ministre, non seulement je suis de l'avis du projet, mais encore j'aurais demandé votre mise en accusation à l'ouverture de la session si vous aviez négligé d'en faire la proposition.* » VILLÈLE, (1886-1890), t. V, p. 3. Que Rothschild, qui conseille Villèle en matière de finances, s'engage à ses côtés, est normal ; que Laffitte, de l'opposition, s'y associe, est plus extraordinaire.

<sup>4</sup> Le droit de conversion, pour être fructueusement revendiqué par l'État, doit l'être en temps utile, sinon il y a injustice.

<sup>5</sup> Villèle soutient que ce sont les capitaux anglais se détournant des consols pour se précipiter à Paris, qui alimentent la hausse. Mais avec Ghanil on peut estimer qu'« avec des moteurs tels que le fonds d'amortissement et les capitaux des banquiers associés à l'opération du remboursement, il ne faut pas s'étonner de la rapidité avec laquelle la rente était montée de 90 à 102 et à 103 et il y aurait eu plus que de la crédulité à l'attribuer à l'abondance des capitaux et à l'amélioration du crédit en France. » GANILH, (1824), p. 29. Il est sans doute dans le vrai, de même que GAIN qui affirme (1929, t. I, p. 518.) : « *Il est tout à fait légitime de supposer, malgré les dénégations postérieures du ministre, que les banquiers intéressés à la conversion s'y emploient.* » On peut admettre que les banques, qui désirent le succès de l'opération et qui le manifestent (une lettre de J. de Rothschild affirme que « *notre maison se fera un titre de gloire d'avoir pu contribuer en quelque sorte à l'accomplissement des vues de Votre Excellence* » citée par VILLÈLE, (1886-1890), t. V, p. 57), prennent position sur le marché, c'est-à-dire achètent et font monter le cours de la rente. D'autre part Laffitte (1824, p. 152 et s.) admet que « *cette société*

banquiers qui savent ce qui se prépare et sont incités à se regrouper pour soutenir le projet. En janvier, le 5 pour cent touche 96, le 17 février, pour la première fois, le pair est atteint <sup>1</sup>, le 5 mars, dix-huit jours avant l'ouverture de la session, le cours grimpe à 104: c'est un plébiscite intéressé des banquiers <sup>2</sup>. Tous les banquiers notent qu'à l'annonce du plan de Villèle, le 23 mars, le public abandonne en masse la rente française et se précipite sur les fonds étrangers <sup>3</sup>; aussi prennent-ils des mesures pour limiter l'impact de cette vente massive: ils établissent

---

*s'engageait, non seulement à maintenir actuellement la rente au-dessus du pair... Si la Compagnie est intervenue à la Bourse pour soutenir les cours, son intervention prouve que les principaux spéculateurs européens s'engageaient ... »*

<sup>1</sup> Il n'y a pas longtemps, certains n'avaient même pas imaginé que la rente pourrait un jour atteindre le pair. (MINON, A., (1820), *Manuel à l'usage de MM. les banquiers, agents de change, négociants et rentiers, ou Tableau de la rente des 5 pour 100 consolidés, calculée de 5 en 5 centimes depuis 50 fr. 05 cent. jusqu'à 90 francs de rente inclusivement*, in-8°, 11-200 p., Jombert, PARIS.) D'autres, avec une opinion intéressée, avaient prévu cet événement (Sans nom d'auteur, (en fait de BRESSON, J.), *La rente ira-t-elle au pair ?*, (1822), in-8°, Bureau du cours général des actions, PARIS). De façon plus raisonnable, il convient de considérer d'où l'on vient: jamais depuis la création de la rente, le pair n'avait été atteint, même à l'époque des victoires de Napoléon; au lendemain de sa seconde abdication, la rente cote 69,75 fr.; quand les exigences des alliés sont connues, en fin novembre 1815, la rente ne vaut plus que 52,30 fr.; en 1818, elle est à 62 fr. et atteint 85 fr. en août 1821. En conséquence, ce passage au-dessus du pair constitue un véritable triomphe pour la Restauration: témoin de la confiance du pays dans son gouvernement et son Roi, c'est donc un plébiscite de la Monarchie; il est salué comme tel par Villèle qui ouvre son dernier volume de mémoires sur cet événement; les journaux, notamment la *Gazette de France* et le *Moniteur*, célèbrent avec insistance le passage de la rente au-dessus de 100 fr. et Villèle dès lors précipite ses préparatifs: une hausse ultérieure aurait donné une couleur d'injustice à un remboursement au pair. (VILLÈLE, (1886-1890), t. V, p. 1-2). Il faut toutefois remarquer que ce triomphe est légèrement biaisé, car ce qui est célébré est le passage du cours, coupon couru, au-dessus du pair; or le coupon se monte à 2,05 fr. à ce moment; le pair, cours nu, n'est atteint que le 5 mars 1824.

<sup>2</sup> Le général Foy parle de la Belgique qui a vendu pratiquement toutes les rentes françaises. Malgré tout l'inquiétude des spéculateurs est à son comble: à la liquidation de fin mars, le report atteint son record 14,02 % de toute la période de la Restauration (à l'exception de la crise de 1818 pour laquelle le chiffre manque mais on évoque parfois 40%); la situation ne se détend que très légèrement dans les mois qui suivent: 13,69 % en avril, 10,1 % en mai, 8,27 % en juin, 4,87 % en juillet. (chiffres de signification limitée dus à A. COURTOIS fils, (1883), *Manuel des fonds publics et des sociétés par actions*, p. 15, 8<sup>e</sup> éd., in-8°, 1282 p., Garnier, PARIS)

<sup>3</sup> L'annonce du remboursement entraîne toujours chez les rentiers un certain mécontentement: plusieurs vont essayer de réaliser la plus-value attachée à un titre au-dessus du pair: « *il faut donc prévoir une légère baisse et avoir une certaine marge pour laisser passer le premier moment d'effroi* » remarquera plus tard Labeyrie (1878, p. 71). Le général Foy parle de la *douleur* et de *l'effroi* qui ont saisi les possesseurs de rente qui se sont mis à vendre en masse, les nationaux comme les étrangers: « *Il y a eu queue pendant plusieurs jours au bureau des transferts.* » Foy, 1824, p.262. Évidemment, une fois les ventes effectuées, il convient de replacer les capitaux: « *l'annonce d'un prochain remboursement ... a conduit les possesseurs de nos rentes à les vendre pour acheter celles de Naples: il s'en est suivi une hausse prodigieuse sur les fonds publics de ces pays.* » Stanislas de Girardin, *Moniteur*, n°119 du 28 avril 1824, p. 489. Il faut savoir que l'on vient d'autoriser la cotation des fonds d'État étrangers à la Bourse de Paris « *considérant*

un fonds de 30 millions destiné, soit à abaisser le taux des reports, soit à acheter ferme la rente; ils mettent à disposition du gouvernement 2 à 3 millions par jour durant la période d'incertitude et 25 millions à la première manifestation d'un désir de remboursement. Nathan Rothschild se procure de l'or à la Banque d'Angleterre contre un dépôt de rentes 3% dont son portefeuille est garni <sup>1</sup>. En même temps, alors que ce titre n'existe pas encore, mais pour donner des indications à la foule ébahie, on commence à coter le nouveau 3% à un cours de 80 fr. à la Coulisse et à 81 à Londres <sup>2</sup>.

## **§ 2 — Les techniques simples de manipulation des cours**

La technique utilisée pour ce faire est décrite par M. Dufresne de Saint-Léon, en cachant le nom des lieux et des intervenants — mais personne n'est dupe : c'est de Rothschild et de la France qu'il s'agit. Pour l'exemple, il suppose que le gouvernement de Naples ouvre un emprunt de cent millions portant un intérêt de cinq millions. Le « *juif Samuel, parlant tant en son propre nom qu'au nom de ses co-intéressés, en offre 65 pour cent* »; c'est-à-dire qu'il offre 65 millions d'un capital de 100 millions, dont le gouvernement napolitain se reconnaît débiteur, et s'engage à verser cette somme en douze termes, de mois en mois. « *La compagnie Samuel, toute riche quelle est, n'a pas 65 millions, et n'a aucune envie d'ailleurs de confier ses capitaux à quelque gouvernement que ce soit, mais de les recouvrer avec de gros bénéfices pour entreprendre une nouvelle affaire du même genre avec le gouvernement russe ou autrichien.* » Elle met en conséquence sa rente napolitaine en vente sur tous les marchés de l'Europe. En même temps, elle charge ses agents à Londres, à Paris et ailleurs, d'acheter des parties de cette même rente, aux prix de 66, 67, et davantage. Le prix élevé qu'elle en paie ne lui coûte rien, parce qu'étant acheteuse et vendeuse tout à la fois, elle reçoit, par les mains d'un de ses agents, ce qu'un autre a déboursé pour elle. Pendant que le cours s'établit ainsi, d'autres capitalistes, dans le but de spéculer sur la hausse de cette rente, ou simplement de placer leurs accumulations, achètent et ne revendent pas. « *La même manœuvre s'exécute sur les différences places de l'Europe, jusqu'à ce que l'emprunt soit entièrement placé, et que la compagnie Samuel ait réalisé plusieurs millions de bénéfice* ». <sup>3</sup>

## **§ 3 — Le rôle du syndicat des receveurs généraux**

Villèle essaie, durant la crise de 1825-26, de soutenir la rente qu'il vient de créer. Or il constate que sur le marché à terme, les transactions en 3% sont peu actives, à cause du taux élevé des reports. La signification de ce fait est la suivante: un report peut être considéré comme le prix de location d'un titre: une personne ayant joué à la hausse par un achat à terme et se trouvant surprise par une baisse, ne veut pas se défaire de son titre à perte et ne peut pas non plus entrer en possession de celui-ci en payant le prix d'achat. Elle cherche alors un banquier qui lui avance les fonds nécessaires à l'achat en prenant le titre comme gage et en prélevant une commission. Il est clair que lorsque le marché n'est pas sûr, les banquiers hésitent à faire des reports et demandent en conséquence une forte commission pour se couvrir

---

*qu'il peut être utile de donner un caractère légal et authentique aux opérations nombreuses qui se font sur les emprunts étrangers.* » (loi du 17 août 1822 et ordonnance du 18 novembre 1823)

<sup>2</sup> Archives Thuret, 7 mai 1824, cité par B. GILLE, (1959), p. 177 et discours de M. Humann, Chambre des députés

<sup>3</sup> DUFRESNE DE SAINT-LÉON, L.-C, (1824), *Études du crédit public et des dettes publiques*, p. 95 et s., in-8°, Bossange père, PARIS

des pertes possibles. Un taux élevé des reports est donc toujours l'indice d'une situation critique.

Villèle a d'abord recours à divers banquiers qui consentent à faire des reports ou même à jouer à la Bourse afin de provoquer un relèvement des cours <sup>1</sup>. Toutefois, les banquiers auxquels le ministre s'adresse ne tardent pas à abandonner ces opérations qui leur donnent peu de profit en leur faisant courir des risques considérables.

C'est alors que Villèle s'avise qu'une somme de trente millions dort dans les caisses du Trésor et lui coûte un intérêt de 4% <sup>2</sup>. Cette somme provient de l'avance de la rentrée des impôts que font au Trésor, jusqu'en 1826, les receveurs généraux <sup>3</sup>. Villèle conçoit l'idée d'effectuer un remboursement de leurs avances aux trésoriers généraux et de fonder en même temps une espèce de banque dont le capital est constitué des fonds remboursés. Il espère ainsi à la fois donner un emploi aux capitaux rendus disponibles, en profiter pour soutenir la rente qu'il vient de créer et mettre au service du gouvernement un organisme capable de l'arracher des mains des Rothschild en lui donnant une plus grande liberté de manœuvre.

En avril 1826, Villèle rembourse tous les comptes courants s'élevant à une trentaine de millions; en principe la mesure se défend, sauf s'il faut émettre des Bons Royaux qui coûtent pratiquement autant pour organiser la trésorerie au jour le jour: on gagne d'un côté et l'on perd au moins autant de l'autre <sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> SURLEAU, G., (1901), *Les réformes financières de M. de Villèle*, Thèse droit 1900-01, in-8°, IV-170 p., LAROSE, PARIS, et CHARLÉTY, (1921), t. IV, p. 241

<sup>2</sup> Quand les rentrées d'impôts ne se font pas au rythme attendu pour le service des dépenses ou s'il existe des dépenses imprévues, le Trésor a recours à la Dette flottante (définie joliment par L. SAY : c'est « *la partie variable de la Dette publique; tantôt elle s'élève, tantôt elle s'abaisse, comme une barque sur les flots : de là son nom* »). Pour financer ces dépenses et donc cette dette flottante, le ministre a plusieurs solutions :

- D'abord il peut avoir recours aux Bons Royaux : créés par la loi du 4 août 1824, leur statut est précisé lors de la discussion budgétaire de 1825 et leur montant, jusque-là indéfini, est limité par un maximum (140 millions, §2) et par une autorisation annuelle, incluse dans le budget sous la dénomination « *Moyens de Trésorerie* » ; cette somme est d'ailleurs abaissée progressivement jusqu'à 125 millions (13 juin 1825, 6 juillet 1826...) sous le ministère Villèle, puis elle remonte à 150 millions (17 août 1828, 2 août 1829).
- Ensuite par le recours aux avances sur le produit des impôts des receveurs généraux, que ceux-ci déposent au Trésor moyennant un intérêt de 4 %.

<sup>3</sup> La fonction primitive des receveurs généraux est la perception des impôts; seulement, en manipulant des sommes considérables, il leur arrive de disposer de liquidités et les receveurs généraux jouent alors le rôle de banquiers, exactement comme leurs prédécesseurs, les trésoriers généraux de l'Ancien Régime. Ils fournissent aussi des avances au Trésor et participent à la soumission à certains emprunts. Les receveurs généraux doivent être des hommes sûrs pour le pouvoir, mais aussi pour des raisons financières : on exige d'eux le dépôt d'un cautionnement de 1,5 millions de francs à Paris au début de la Restauration : les receveurs ont donc une fortune personnelle très importante et se recrutent surtout chez les banquiers ou les négociants; le plus connu d'entre eux est Delahante, receveur général du Rhône qui commandite la banque de Waru et reprend les activités de la banque Welles.

<sup>4</sup> Les montants des Bons Royaux en circulation et les taux les taux d'intérêts que ces Bons rapportent sont les suivants :

Mais les sommes ainsi dégagées ont un but plus lointain: les receveurs généraux de 78 départements sont constitués en une association, un syndicat <sup>1</sup>, créé par un arrêté du 15 juin 1825, comme il en a existé un sous le ministère Corvetto, constitué «*sous forme de société commerciale*» dont l'objet est de faire «*toutes les opérations de banques et de finances que le syndicat jugerait avantageuses aux intérêts de la compagnie et principalement celles qui seraient utiles au services du Trésor*». Il s'agit de faciliter le service du Trésor, de fournir à la Bourse des capitaux pour faciliter les reports, pour soutenir le cours de la rente et garantir un prix favorable aux valeurs publiques en général. La société est formée pour 5 ans et demi, au capital de 30 millions, divisé en parts de 300000 fr. , elles-mêmes fractionnées en sommes de 100000 fr.; les souscriptions des receveurs généraux sont proportionnelles à l'importance respective des recettes. En principe, les receveurs généraux entrent librement dans le syndicat; mais en fait ils se sentent moralement obligés, par leur situation à ne pas se tenir à l'écart et tous les receveurs généraux s'empressent d'y adhérer: 8 d'entre eux dirigent le syndicat et disposent des fonds des autres 78 (il y a 86 départements). Le syndicat est donc directement sous la coupe du ministre. Dès le 1<sup>er</sup> septembre 1825, le syndicat est admis à l'escompte de la *Banque de France*; la même année il prend part à l'emprunt si difficile pour Haïti, en 1826, il participe au lancement de la *Compagnie des Salines de l'Est* en 1828, il contribue au groupement de soutien qui sauve l'industrie cotonnière de Mulhouse et les activités métallurgiques du Creusot; en 1828, il soumissionne, plus haut que les grandes maisons de banque, au dernier emprunt de la Restauration <sup>2</sup>.

Le syndicat emploie d'abord ses fonds à des opérations de report qu'il s'efforce de faire au taux le plus bas possible. Cela diminue d'autant les frais des intervenants sur le marché lorsqu'ils sont obligés de se faire reporter; cela augmente donc, indirectement les transactions sur la rente et par conséquent en relève le cours d'une façon quelque peu factice.

**ÉVOLUTION DES MONTANTS EN CIRCULATION ET TAUX D'INTÉRÊT SERVI SUR LES BONS ROYAUX DE 1820 À 1831**

Années	Montant en circulation	Taux successifs d'intérêt
1820	66 861 980	5; 4
1821	21 820 949	4
1822	13 984 942	4; 3,5
1823	140 445 817	4; 3,5
1824	47 378 995	3; 3,5; 3
1825	42 362 387	3
1826	61 172 606	3
1827	65 071 814	3
1828	116 065 557	3
1829	133 590 892	3
1830	142 368 380	3; 4
1831	178 858 863	5; 4; 5

Source : FACHAN, J.-M., (1904), *Historique de la rente française et des valeurs du Trésor*, table, p. 272, , in-8°, 275 p., Berger-Levrault, PARIS-NANCY

<sup>1</sup> Dans sa correspondance, Thiers commente la combinaison de Villèle : « *C'est une vaste maison en commandite formée des 86 plus grandes notabilités financières de la France. Cette maison pourra exercer une grande influence sur les fonds publics en s'y portant et surtout une grande influence morale.* » Archives Cotta, lettre du 25 juin 1825, citée par GILLE, B., (1959) p. 75

<sup>2</sup>La soumission d'Aguado est de 97,5 fr., celle du syndicat formé par les grands banquiers de la place Mallet, Hagerman, Blanc-Collin, Odier est de 98 fr., alors que le syndicat des receveurs généraux propose 100 fr.; mais c'est Rothschild qui emporte l'adjudication avec une offre de 102 fr. 7 centimes 1/2.

Thiers évoque la «*puissance morale*» de ce syndicat; il vaudrait mieux parler de puissance réelle ou financière: en effet, prenons la répartition des sommes disponibles pour acheter de la rente, telle qu'elle est indiquée par lui: 37 millions à la Caisse d'amortissement, 45 millions à différentes institutions (Invalides, majorats, Caisse des Dépôts, Compagnies d'assurance), 80 à 85 millions entre les mains des "vrais rentiers", et une trentaine de millions de rentes flottantes dont 12 à 15 entre les mains de «*banquiers voués au ministère*» qui disposent d'une masse de manœuvre d'environ 50 à 60 millions; ainsi d'une part le capital du syndicat dépasse de beaucoup les trente millions rendus aux receveurs généraux et d'autre part on conçoit toute la puissance financière du syndicat qui contrôle immédiatement une part non négligeable des rentes flottantes; si l'on ajoute à ce chiffre les achats de la Caisse d'amortissement, il est clair que nous sommes dans un marché "sous influence" pour dire le moins...

En 1827-28, Villèle est l'objet de très vives critiques sur cette pratique <sup>1</sup>. Le ministre reconnaît sans difficulté les reports mais nie l'agiotage. Il soutient que les receveurs généraux ne faisant que des opérations de report ne jouent pas à la Bourse et qu'il est impossible de les empêcher de faire fructifier les capitaux qui leur ont été confiés <sup>2</sup>.

La création du syndicat des receveurs généraux est une imprudence de premier ordre de la part de Villèle, connu pour son sens de la rigueur comptable et financière et on comprend qu'elle lui soit vivement reprochée <sup>3</sup>. Après l'échec à l'adjudication des rentes de fin 1829, et avec la faillite de son principal promoteur Bricogne, conseiller de Villèle, le syndicat des receveurs généraux est dissous le 28 août 1830 <sup>4</sup>.

#### **§ 4 — L'effet de ciseau des achats de la Caisse d'amortissement**

La Caisse d'amortissement a pour but officiel d'éteindre le plus rapidement possible la dette publique <sup>5</sup>. L'affectation d'une somme de 77 500 000 francs par an au rachat d'une dette qui ne dépasse pas quatre milliards en capital représente un chiffre considérable, surtout

---

<sup>1</sup> Ces opérations sont reprochées, dans les Chambres, à M. de Villèle; on l'accuse d'avoir personnellement un intérêt dans les agiotages et de faire son profit des réformes financières qu'il provoque. Une telle accusation ne peut se soutenir, car si de nombreuses fautes politiques peuvent être reprochées à M. de Villèle, l'honnêteté de sa vie privée semble au-dessus de tout soupçon. On peut ajouter que lorsqu'il se retire, il renonce à l'indemnité de président du Conseil et repart dans sa propriété de Morville, en s'imposant un devoir de réserve, rompu par quelques articles à la *Gazette de France* en 1839.

<sup>2</sup> Les Trésoriers-receveurs généraux conservent longtemps ce caractère bizarre de fonctionnaires-banquiers et ne le perdent entièrement qu'en 1889. V. à ce sujet STOURM, R., (1912), *Le budget*, chap. XXIII, F. Alcan, PARIS

<sup>3</sup> M. de Villèle est d'autant plus inexcusable d'avoir créé le syndicat qu'il connaît l'expérience du comte Corvetto qui avait fondé (19 août 1816) un syndicat analogue, mais sur des bases plus étroites (15 receveurs généraux), avec des capitaux moindres: à la suite d'un mouvement de baisse, plusieurs agents de change avaient dû se retirer et le syndicat avait perdu des sommes considérables.

Il existe sur ce sujet un pamphlet intéressant à consulter, paru à Paris en 1828 sans nom d'auteur, et intitulé: «*Le syndicat des receveurs généraux*». Il ne faut en accepter les affirmations que sous toutes réserves.

<sup>4</sup> Cité par GILLE, B., (1959), p. 76

<sup>5</sup> A l'exception notable de Laffitte et à certains moments de Villèle, on pense que la dette de l'État doit s'éteindre le plus vite possible.

pour un budget qui reste au-dessous d'un milliard. L'action d'extinction de la dette est fondée sur les travaux du Dr. Price qui montrent qu'il convient de racheter chaque année de plus en plus de titres <sup>1</sup>. Dans ces conditions, le budget de la Caisse est alimenté par deux sources : d'une part les fonds que l'État verse à la Caisse ainsi que les revenus des coupes de bois spécialement affectées aux recettes de la Caisse et d'autre part les revenus capitalisés des titres anciens que la Caisse a rachetés <sup>2</sup>. Mais en même temps, l'action de la Caisse a un second objectif, restaurer le crédit de l'État en soutenant la rente (les contemporains parlent de « *l'effet de levier de la Caisse* »).

Ce double objectif amène la Caisse à acheter quotidiennement de la rente en Bourse; ce faisant, la Caisse assure la liquidité des rentes en garantissant l'existence d'une contrepartie aux vendeurs.

Avant 1825, la Caisse achète toujours de la rente 5%, puisqu'il n'existe que ce titre de dette publique de l'État. Entre 1817 et 1824, la Caisse ne participe que pour environ 2 à 3% à l'ensemble du marché de la rente 5%. Ses achats nets, somme toute modestes dans l'absolu, ont une portée beaucoup plus grande, à un double titre : d'abord parce que les titres rachetés par la Caisse ne reviennent pas sur le marché; ensuite, parce que les rentes flottantes, celles qui sont échangées sur le marché, constituent une fraction réduite de l'ensemble des rentes, car la plupart des rentiers conservent leurs inscriptions, sans y toucher autrement que pour percevoir les rentes.

Brutalement, en 1825 on introduit un nouveau titre, le 3% et l'on interdit à la Caisse de racheter des rentes cotées au dessus du pair. Or la rente 5% est cotée, à partir de ce moment, fréquemment au dessus du pair <sup>3</sup>; en conséquence, la Caisse n'en achète que 128723

---

<sup>1</sup> L'idée du Dr. Price (1771), est qu'en plaçant chaque année 1 fr. au taux de l'intérêt, au bout de 36 ans la somme équivaut au capital de 100 fr. initialement emprunté, ce qui permet d'amortir celui-ci. Cette idée est appliquée à la Caisse d'Amortissement avec le grand avantage que celle-ci effectue le rachat de la dette sous le pair : son action est donc susceptible d'amortir d'autant plus vite la dette; mais cette action a l'inconvénient à plus long terme de favoriser la hausse du cours des rentes. En conséquence, il devient progressivement de plus en plus coûteux d'amortir la dette, et ceci d'autant plus que l'énorme dotation annuelle à la Caisse dépasse largement le solde budgétaire. Au moment où l'on cherche à préserver cet outil et où on lui donne de nouvelles missions, il est sur le point d'être abandonnée en Angleterre après les observations lord William Wyndham GRENVILLE, (1828), *Essay on the Supposed Advantages of a Sinking Fund*, 98 p., J. Murray, LONDRES

<sup>2</sup> C'est ce que l'on nomme « *amortissement [de la Dette] à intérêts composés* ». Notons que cette façon de procéder a l'avantage de d'éteindre rapidement la dette constituée (si et dans la mesure où cela est possible); mais comme le fait remarquer Goumain-Cornille, l'achat de rentes pousse leur prix au dessus du prix d'équilibre, transfère en conséquence du pouvoir d'achat au rentier et tout cela au détriment du contribuable qui, sans l'action de la Caisse, serait notablement moins imposé. « *La réalité est moins belle... [il s'agit] d'une nouvelle forme d'exploitation des contribuables au profit des propriétaires de rentes ... [ce qui revient à répandre] sur les rentiers une pluie d'or au détriment du budget.* » GOUMAIN-CORNILLE, (1886), p. 53

<sup>3</sup> Sauf en fin 1825, en 1826 et en 1827 où elle passe 71 fois sous le pair, soit 26,4 % de nos observations; après cette période de faiblesse des cours, la rente se maintient au dessus du pair. Durant la période où la rente stationne sous le pair, la Caisse n'achète pas pour autant ces titres.

fr. en 5 ans <sup>1</sup>. D'un autre côté, toute l'action de la Caisse se reporte sur les autres titres existant sur le marché, à savoir l'anecdotique 4,5% et le nouveau 3%. C'est ainsi que la Caisse d'amortissement devient un guichet ouvert pour le rachat des rentes 3%, avec pour seule limite son budget; enfin, ce guichet dépense encore plus qu'il n'est prévu, 16,7 millions sur 5 ans au lieu des 15 prévus.

Tableau 3 - **ÉVOLUTION DES OPÉRATIONS DE RACHAT DE LA CAISSE D'AMORTISSEMENT SUR LA RENTE 5 %**

Années	Montant en rente 5 % (arrérages)	Montant affecté au rachat de la rente (million de fr.)	Prix moyen d'une unité de rente (fr.)
1816	1 782 765	20 439 724,42	57,33
1817	3 322 114	43 084 946,66	64,85
1818	3 675 642	51 832 333,85	70,51
1819	4 854 776	67 094 882,00	69,10
1820	4 871 085	73 583 386,69	75,53
1821	4 541 262	77 603 426,45	85,44
1822	4 496 321	80 836 284,53	89,89
1823	4 368 056	75 839 022,22	86,81
1824	3 864 222	77 928 109,49	100,83
1825	1 293 864	26 671 963,24	103,07
<b>TOTAL</b>	<b>37 070 107</b>	<b>594 914 079,60</b>	<b>80,24</b>
de 1825 à 1830	6465	128 723,50	99,55

Tableau 4 - **ÉVOLUTION DES OPÉRATIONS DE RACHAT DE LA CAISSE D'AMORTISSEMENT SUR LA RENTE 3 %**

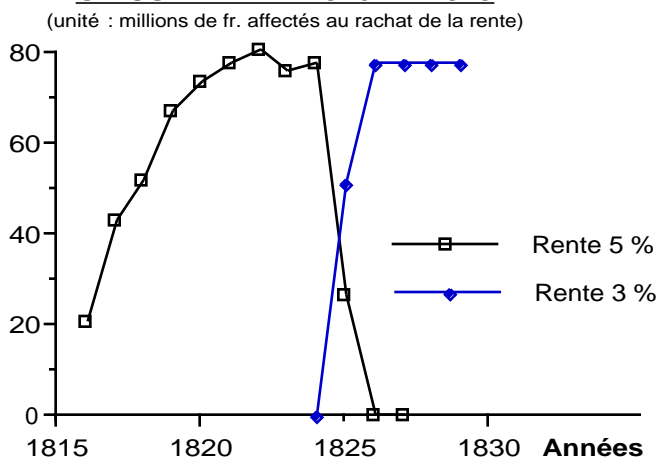
Années	Montant en rente 3 % (arrérages)	Montant affecté au rachat de la rente (million de fr.)	Prix moyen d'une unité de rente (fr.)
1825	2 135 622	50 902 623,73	71,51
1826	3 508 701	77 769 481,70	66,64
1827	3 303 540	77 538 617,35	70,41
1828	3 242 483	77 382 901,71	71,60
1829	2 907 829	77 509 912,30	79,97
1830	1 627 146	44 475 193,64	82,97
<b>TOTAL</b>	<b>16 725,321</b>	<b>405 518 730,43</b>	<b>72,73</b>

Source : Vührer, (1886), p.166 & 168

Cette politique de la Caisse, qui consiste à racheter le seul fonds existant puis à basculer toute l'action sur un autre fonds qui est créé à ce moment, se traduit par un gigantesque effet de ciseau que l'on aperçoit sur le graphique suivant.

<sup>1</sup> Chiffre cité par Vührer, (1886, p.166 & 168); les autres ouvrages ne mentionnent pas cet achat. J.-M. Vaslin aboutit à un chiffre encore différent.

Graphique 3 - **ILLUSTRATION DE L'EFFET DE CISEAU DU À L'ACTION DE LA CAISSE ENTRE 1816 ET 1829**



Au lieu de considérer ces rachats dans leur importance absolue, on peut aussi les rapporter à l'ensemble des échanges enregistrés sur le marché, ceux-ci étant évalués par les *transferts des rentes* constatés. On obtient alors les résultats suivants :

Tableau 5 - **PART DU RACHAT DE LA CAISSE D'AMORTISSEMENT DANS LE TOTAL DES ACHATS DE 1820 À 1830**

Années	Transferts rente 5%	Achats de la Caisse	Achats de la Caisse / Total des transferts	Transferts rente 3%	Achats de la Caisse	Achats de la Caisse / Total des transferts
1817	116 706 164	3 322 114	2,85%			
1818	160 200 246	3 675 642	2,29%			
1819	141 722 341	4 854 776	3,43%			
1820	131 637 568	4 871 085	3,70%			
1821	121 897 027	4 541 262	3,73%			
1822	107 687 245	4 496 321	4,18%			
1823	118 531 067	4 368 056	3,69%			
1824	162 590 534	3 864 222	2,38%			
1825	130 789 764	1 293 864	0,99%	36 492 961	2 135 622	5,85%
1826	65 308 410		0,00%	44 015 288	3 508 701	7,97%
1827	65 751 666		0,00%	45 504 462	3 303 540	7,26%
1828	56 865 045		0,00%	51 145 514	3 242 483	6,34%
1829	72 765 243		0,00%	56 985 906	2 907 829	5,10%
1830	87 400 487	868 142	0,99%	67 304 847	2 369 198	3,52%

Source : données collectées et traitées par J.-M. Vaslin (1999); chiffre en italique estimé

De 1817 à 1824, les achats de la Caisse ont une influence assez puissante sur la rente 5% puisque la Caisse absorbe environ 3% des rentes offertes sur le marché. Mais cette influence est encore bien plus importante sur la rente 3% lorsque celle-ci apparaît: en 1826, la Caisse absorbe 7,97% des titres échangés, les années suivantes environ 6% des titres. La Caisse a donc sur la rente 3% une influence mécanique au moins double de celle qu'elle avait sur la rente 5%.

Les conséquences de ce basculement sont difficiles à mesurer; mais analytiquement les effets sont absolument évidents : dépression du cours du 5%, hausse des cours du 3% <sup>1</sup>. Il

<sup>1</sup> « En déblayant le marché de la masse flottante des titres de rente qui peuvent peser sur lui, l'amortissement soutient le cours quand il n'en provoque pas la hausse : condition nécessaire pour bien placer une émission. » FACHAN, J.-M., (1904), p. 249

est difficile de chiffrer avec précision les effets sur les cours de ce basculement de l'action de la Caisse, et cela demande des hypothèses selon que l'on pense que le marché est efficient ou non.

## **Conclusion**

La Restauration tire les leçons de la gestion catastrophique des finances publiques de l'Ancien Régime, responsable selon elle de la Révolution. Aussi le régime met en place un *système de finances publiques moderne*, fondé sur un certain nombre de principes budgétaires et aboutissant à des finances saines, dans la conception de l'époque : les excédents se suivent, d'année en année, à l'exception des périodes de crises économiques ou de guerres extérieures (affaire de Morée, guerre d'Espagne et expédition d'Algérie); encore convient-il de préciser que l'excédent ou le déficit intègre une très importante dotation à la Caisse d'amortissement qui au même moment absorbe une partie de la dette antérieure. Après un début sous le signe de l'urgence et de l'appel à des opérateurs financiers étrangers, les ressources nationales prennent la relève et trouvent largement leur compte dans les opérations engagées.

Dans ces conditions la dette publique augmente dans des proportions considérables, sous l'effet des multiples problèmes à régler financièrement, mais sans susciter l'inquiétude. En effet, par une série de mesures, dont le coût est immédiat et certain, mais dont les bénéfices sont considérables et durables pour l'ensemble du pays, *le relèvement du crédit de l'État est obtenu*. Celui-ci est d'autant plus rapide que l'action de la Caisse d'amortissement se combine avec celle de groupes intéressés au même but.

Ainsi, la Restauration jette les bases d'un *système financier moderne* pour l'État. Pour les cas où l'emprunt est justifié, on commence à opérer à partir d'un titre financier unique; puis on met progressivement en place des titres financiers divers, c'est-à-dire que l'on passe d'une rente compacte à une *dette variée*, sur laquelle il sera plus facile d'opérer. On commence à cette époque à effectuer une première *conversion* qui n'est pas une banqueroute partielle comme sous l'Ancien Régime, opération qui n'a qu'un succès mitigé.

Les titres de cette dette sont cotés à Paris. La conception restrictive des opérations boursières de l'époque est battue en brèche tant par la *pratique financière* que par la *tolérance des autorités*.