



HAL
open science

Des dettes de guerre des années 1701-12 à l'euphorie financière de 1719-20 : une perspective pan-européenne

Stefano O. Condorelli

► To cite this version:

Stefano O. Condorelli. Des dettes de guerre des années 1701-12 à l'euphorie financière de 1719-20 : une perspective pan-européenne. Discipliner par la dette: une histoire longue, Centre Walras-Pareto, Université de Lausanne, Nov 2017, Lausanne, Suisse. hal-01779048v1

HAL Id: hal-01779048

<https://hal.science/hal-01779048v1>

Submitted on 26 Apr 2018 (v1), last revised 21 Apr 2020 (v2)

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Des dettes de guerre des années 1701-12 à l'euphorie financière de
1719-20 : une perspective pan-européenne

Texte pour le colloque *Discipliner par la dette : une histoire longue*

Université de Lausanne, 10 novembre 2017

Stefano Condorelli

Center for Global Studies, Université de Berne

Nota bene :

Je mets en ligne ce texte même si il est encore très incomplet et exige de fortes révisions.

Mots-clés : dette publique, guerre de Succession d'Espagne, histoire financière, euphorie financière, compagnies par actions, Système de Law.

© 2017 par Stefano O. Condorelli.

Abstract

Les grandes guerres européennes, au tournant du XVII^e et XVIII^e siècle, marquent la transition entre un modèle de financement des dépenses militaires basé essentiellement sur l'impôt et un modèle basé en grande partie sur l'emprunt. L'emprunt – spécialement en temps de guerre – apparaît doublement préférable à l'impôt : parce qu'il offre dans l'immédiat un effet de levier bien plus important ; parce qu'il prémunit les États, également dans l'immédiat, contre les révoltes qui pourraient accompagner un fort renforcement de la fiscalité. Les premières années de la guerre de Succession d'Espagne (1701-07) marquent la période dorée de cette phase de transition : l'Angleterre, les Provinces-Unies, et dans une moindre mesure la France, parviennent à emprunter facilement et à des taux relativement faibles, et ce malgré les énormes dépenses militaires. Cependant, l'augmentation en flèche des taux d'endettement finit par entraîner une grave crise financière (1708-11) et une dislocation des marchés du crédit. Les belligérants continuent à emprunter massivement, mais à des taux de plus en plus élevés. Face à une guerre qui semble devoir se prolonger indéfiniment – faute de victoire décisive de part ou d'autre –, le poids croissant de la dette est sans doute la raison essentielle qui contraint France et Angleterre (les deux principaux adversaires) à rechercher la paix. La paix revenue (1713), les ex-belligérants gardent en héritage des niveaux d'endettement sans précédent. Les États expérimentent diverses méthodes afin de réduire drastiquement la charge de la dette sans pour autant la répudier. La plus célèbre et la plus vaste de ces expériences, le Système de Law, déclenche en 1719-20 une dynamique pan-européenne d'euphorie financière.

1. Les années 1708-1710 : un tournant dans l'histoire de la dette publique

En courant le risque de simplifier à l'extrême un processus qui ne fut ni simple ni linéaire, on pourrait dire que les années 1708-1710 marquent un tournant significatif dans l'histoire longue de la dette publique. La dette publique telle que nous l'entendons (un dette durable, garantie par un État, et négociable d'une façon ou d'une autre sur un marché secondaire) existe déjà de façon embryonnaire dans plusieurs cités italiennes du XIII^e siècle¹. Entre XVI^e et XVII^e siècle, le phénomène se développe également aux Pays-Bas, en Espagne et en France². C'est toutefois seulement au tournant du XVII^e et du XVIII^e siècle, à la faveur d'une longue phase de conflit (guerre de la Ligue d'Augsbourg de 1688 à 1697 et guerre de Succession d'Espagne de 1701 à 1713), que la dette publique se développe à large échelle à travers l'Europe. A cette date, c'est un outil encore relativement nouveau ; les États belligérants, toujours à court d'argent, en explorent les possibilités et les limites. De 1701 à 1707, l'Angleterre, les Provinces-Unies, et dans une moindre mesure la France, semblent avoir trouvé la formule alchimique, la pierre philosophale de l'endettement. Elles parviennent à financer les énormes dépenses militaires sans devoir accroître fortement les impôts, par la magie de l'emprunt, sans que cet endettement croissant ne fasse apparemment augmenter en flèche les taux d'intérêt³. L'illusion est cependant de courte durée. Dès 1708, le climat financier s'assombrit à travers l'Europe. La France, en particulier, est frappée en 1709 par une crise financière de grande ampleur. En 1710 le marché a définitivement « rappelé à l'ordre » les belligérants (avec plus ou moins de force, suivant les cas). Ils continuent à emprunter massivement, mais à des coûts de plus en plus élevés.

Le poids croissant de la dette – que les contemporains jugent insoutenable – est sans doute la raison essentielle qui contraint la France et l'Angleterre (les deux principaux adversaires) à rechercher la paix, face à une guerre qui semble devoir se prolonger indéfiniment faute de victoire décisive de part ou d'autre.

Ainsi, de 1701 à 1707, les États ont pu avoir l'illusion que la dette était non pas un facteur qui les obligeait à se discipliner, mais au contraire un instrument qui leur permettait de s'affranchir. S'affranchir, d'une part, de l'obligation de devoir augmenter les impôts en temps

¹ Ginatempo, M., « *Prima del debito* » *Finanziamento della spesa pubblica e gestione del deficit nelle grandi città toscane (1200-1350 ca.)*, 2000 ; Pezzolo, L., « Bonds and Government Debt in Italian City-States, 1250—1650 » in Goetzmann William N. et Rouwenhorst K. Geert (eds.), *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, 2005. Sur les éléments de continuité et transformation de la dette publique dans les États italiens entre Moyen Âge et époque moderne, cf. Piola Caselli, F., *Il buon governo. Storia della finanza pubblica nell'Europa preindustriale*, 1997.

² Cf. Tracy, J., *A Financial Revolution in the Habsburg Netherlands*, 1985 ; Álvarez-Nogal, *Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540–1740)*, 2009 ; Beguin, K., *Financer la guerre au XVII^e siècle : la dette publique et les rentiers de l'absolutisme*, 2012.

³ Le parallèle avec l'alchimie n'est pas qu'une formule littéraire. Les théories alchimiques influençaient fortement l'économie politique et les idées financières de l'époque. Cf. Smith, P. H., *Business of alchemy: science and culture in the Holy Roman Empire*, 1994 ; Wennerlind, C., *Casualties of credit. The English Financial Revolution, 1620-1720*, 2011.

de guerre, et donc s'affranchir également du mécontentement populaire et des risques de révoltes que de telles augmentations comportaient. S'affranchir, d'autre part, du facteur temps, c'est-à-dire mettre en gage les ressources des années futures pour pouvoir assurer dans l'immédiat un maximum de dépenses militaires.

C'est cette transition d'un modèle basé sur l'impôt à un modèle basé sur l'emprunt qui explique en grande partie la croissance exponentielle de la taille des armées et du coût de la guerre en Europe au tournant du XVII^e et XVIII^e siècle. (C'est ce qui explique aussi une transformation fondamentale dans les rapports entre armées et non-combattants. Les armées, beaucoup plus nombreuses, ne peuvent plus vivre sur le pays comme lors des terribles conflits du milieu du XVII^e siècle. Les troupes doivent être payées et ravitaillées régulièrement. La discipline s'impose et la guerre, dans l'ensemble, tend à devenir une bonne affaire pour les populations qui vivent dans les zones de conflit, au lieu d'être seulement un fléau. Mais c'est un autre sujet⁴.)

1.1 L'emprunt permet de prolonger les conflits

Les « fatigue de la guerre » (pour reprendre le titre d'une gravure de Watteau) est un thème que l'on retrouve – dans les journaux, les ouvrages, les correspondances – à travers toute l'Europe combattante, au cours de la guerre de la Ligue d'Augsbourg et plus encore la guerre de Succession d'Espagne. Les gouvernements, les armées, les populations sont fatigués, dégoûtés par le conflit. Des penseurs, tel que l'abbé de Saint-Pierre élaborent des projets de paix perpétuelle pour l'Europe. Les hostilités se poursuivent, cependant, car les belligérants découvrent progressivement qu'ils peuvent s'endetter toujours plus et ainsi continuer à combattre, dans l'espoir de remporter une victoire décisive qui, d'année en année, s'avère insaisissable.

La figure 1 – qui représente ressources et dépenses militaires de la monarchie française de 1611 à 1713 – montre clairement que les dépenses militaires explosent au cours de la guerre de Succession d'Espagne, alors même que les ressources (le produit des impôts) s'effondrent. La différence est comblée par divers expédients (manipulations monétaires, etc.), mais surtout par un endettement massif et multiforme.

1.2. Une surabondance de capitaux [à revoir et compléter]

⁴ La bibliographie sur le sujet est très vaste. Citons en particulier Houtte, H. van, *Les occupations étrangères en Belgique sous l'Ancien Régime*, 1930 ; Gutmann, M. P., *War and rural life in the early modern Low Countries*, 1980 ; Lynn, J. A., « How War Fed War: The Tax of Violence and Contributions during the Grand Siècle », *The Journal of Modern History*, 1993 ; Corvisier, A. et Jacquart, J., *Les malheurs de la guerre : De la guerre à l'ancienne à la guerre réglée*, 1996 ; Tallett, F., *War and Society in Early-modern Europe, 1495-1715*, 1997 ; Asch R. G., « 'Wo der soldat hinkümbt, da ist alles sein': Military Violence and Atrocities in the Thirty Years War Re-examined », *German History*, 2000 ; Frey L. et Frey M., *Daily Lives of Civilians in Wartime Europe, 1618-1900*, 2007.

Si les États peuvent s'endetter autant, c'est parce que d'autres acteurs ont des capitaux inemployés. La question de l'endettement public serait à relier à la question de la surabondance des capitaux caractéristique de certaines phases de l'économie de la première modernité⁵. Au cours de ces phases, les détenteurs de capitaux ne trouvent pas suffisamment d'opportunités d'investissements (dans le commerce, l'industrie, etc.) ; ils ont donc des ressources inemployées⁶. Ainsi, au tournant du XVII^e et XVIII^e siècle, pour les grands États européens, trouver de l'argent peut être une opération complexe et onéreuse, mais non pas impossible. Ce qui est vraiment difficile, c'est d'accroître massivement les ressources fiscales afin de couvrir les dépenses militaires croissantes.

1.3. Une hantise de la dette publique [à revoir et compléter]

Alors même que l'expérience démontre que les États parviennent à soutenir des niveaux croissants d'endettement public, la dette publique fait l'objet d'une sorte de hantise dans nombre de pays européens. L'Angleterre est peut-être le pays où cette hantise est la plus forte⁷. La dette nationale est perçue, par une grande partie de l'opinion publique – spécialement dans les rangs du parti Tory –, comme une nouveauté dangereuse importée de Hollande au lendemain de la Révolution de 1688. « Des dettes nationales garanties par le parlement étaient des choses inconnues en Angleterre avant la dernière Révolution » écrit Jonathan Swift en 1713⁸. Cette hantise était, en particulier, liée à la crainte que la dette ne donne trop de pouvoir aux créanciers de l'État, spécialement aux directeurs des trois grandes compagnies – la Banque d'Angleterre, la Compagnie des Indes et (après 1711) la Compagnie des Mers du Sud – qui détenaient une part importante de celle-ci⁹. L'économiste Tory Charles Davenant écrivait en 1701 que la dette publique « avait tourné la nation sur sa tête et ses oreilles » et qu'elle avait servi à renforcer l'emprise des Whigs sur l'Angleterre, puisque c'étaient eux qui jouaient le rôle de premier plan dans le marché des actions et dans celui emprunts publics.¹⁰

1.4. La période dorée [à revoir et compléter]

⁵ Sur ce sujet voir en particulier Braudel, F., *Civilisation matérielle, économie et capitalisme*, 1980, vol. III, 289-290.

⁶ Voir, par exemple, pour les Provinces-Unies : De Vries, J., et Van der Woude, A., *The first modern economy: Success, failure, and perseverance of the Dutch economy, 1500–1815*, 1997, p. 117.

⁷ Voir à ce sujet Dickson, P. G. M., *The financial Revolution in England*, 1967 ; Brewer, J., *The sinews of power: war, money and the English state 1688-1783*, 2002, p. 98.

⁸ Swift, J., *History of the four last years of the Queen* [1713].

⁹ Cf. Brewer, *The sinews*, cit., p. 97.

¹⁰ Davenant, C., *The true picture of a modern whig*, 1701, p. 26.

En Angleterre, de 1703 à début 1708, le gouvernement, porté par les retentissantes victoires de Marlborough, peut s'endetter relativement facilement sur le marché : 5% à court terme, un peu plus de 6% à long terme (contre 8-14% dans les années 1690). Pour ne citer qu'un exemple, un observateur de 1707 constate que le contexte de l'endettement a radicalement changé depuis la crise financière de 1696-96 :¹¹

And though we have since [la crise de 1696-97] been for some years in an expensive war, by the prudent management of the Treasury, our interest [is] at a moderate rate; and we croud more to get our money into the funds, than heretofore to get out of them.

En France, malgré les très grosses dépenses militaires, le crédit de la couronne reste solide jusqu'à la défaite de Blenheim (août 1704). Il est significatif, par exemple, que la promulgation de l'arrêt imposant un sursis dans le remboursement des capitaux des promesses de la caisse des emprunts (début 1704) ne provoque pas un fléchissement du cours des « billets de monnaie » (dette flottante de la couronne)¹². Le système de la dette française repose en partie sur l'escompte que permettent les banquiers internationaux. Ceux-ci utilisent massivement les lettres de change pour faire des avances à l'État et, comme l'écrit Lüthy, ils sont « comme enivrés par la découverte du “mystère du crédit” »¹³. Cette masse de lettres de changes en circulation ne constitue pas à proprement parler la dette de l'État (elle n'est pas reconnue par lui), mais elle lui fournit une indispensable liquidité. Cette liquidité s'ajoute à celle des billets de monnaie. En décembre 1706, le contrôleur général des finances, Chamillart, peut encore affirmer : « Dieu nous a soutenu jusqu'à présent sur la finance. Les billets de monnoye n'y ont pas peu contribué¹⁴. » Début mars 1708, le principal banquier de la couronne, Samuel Bernard, déclare au nouveau contrôleur des finances, Desmarests : « Nonobstant les tems difficiles j'ay conservé le plus grand crédit qu'il y ait dans l'univers »¹⁵. Cet période relativement dorée pour le crédit de la couronne se détériore dès 1708 et se termine avec la grave crise de 1709.

1.5. *Le coût financier de l'endettement et le tournant des années 1708-1710* [à revoir et compléter]

Toutes les puissances européennes ne sont pas égales devant l'emprunt. Au cours des premières années de la guerre de Succession d'Espagne, l'Angleterre et les Provinces-Unies parviennent à s'endetter à des taux moins élevés que la France ; la France à des taux moins

¹¹ Cité par Dickson, *The financial*, cit., p. 361.

¹² Forbonnais, Duverger de, *Recherches et considérations sur les finances de France*, 1758, II, p 141.

¹³ Lüthy, H., *La banque protestante en France : de la Révocation de l'Édit de Nantes à la Révolution*, 1959, I, p. 112.

¹⁴ Ibid., p. 193.

¹⁵ Ibid., p. 197.

élevés que l’Autriche ou le Piémont. Le Piémont – dont une partie du territoire est alors occupé par les armées françaises – peut emprunter sur les marchés internationaux à un taux de l’ordre de 20%, contre 5-6% pour l’Angleterre¹⁶.

Le cas anglais est spécialement intéressant, dans la mesure où il semble illustrer parfaitement l’hypothèse de la discipline du marché du crédit (*credit market discipline hypothesis*)¹⁷. Un des aspects clé de cette théorie est que les contraintes, que les marchés imposent aux États emprunteurs, suivent une progression non linéaire : ces contraintes (hausse des taux d’intérêts, plafond de la dette, etc.) augmentent d’abord progressivement, au fur et à mesure que le taux d’endettement s’accroît ; mais, passé un certain seuil, elles se renforcent de façon brutale.

En Angleterre, de 1704 to 1707, le gouvernement peut s’endetter relativement facilement sur le marché. Les emprunts trouvent preneurs à des taux relativement faibles. Toutefois, à partir de 1708, le ministre des finances, Godolphin, doit changer de stratégie : il n’emprunte plus directement auprès du public, mais auprès des deux grandes compagnies anglaises (la Banque d’Angleterre et la Compagnie des Indes). Ce changement de stratégie suggère que le gouvernement ne peut plus aussi aisément se financer sur le marché. En effet, s’endetter auprès des compagnies comporte un coût politique non négligeable pour le gouvernement. En particulier, ces compagnies lui prêtent de l’argent en échange de privilèges et de monopoles. En 1710, alors que les perspectives d’une paix victorieuse semblent s’éloigner, Godolphin doit changer à nouveau de stratégie : il doit recourir à un système d’emprunt par loteries, à des taux de 9% ou plus¹⁸. Par ailleurs, entre 1709 et 1711, l’Angleterre traverse une importante crise financière¹⁹.

L’année 1710 marque également un tournant pour la Hollande. Jusqu’à cette date, elle avait pu emprunter massivement sur le marché à des taux relativement faibles. A partir de 1710, elle doit elle aussi (comme l’Angleterre) recourir au système des loteries²⁰. En France, la monarchie avait réussi à se financer massivement à travers les prêts de ses banquiers internationaux et grâce à la multiplication des billets de monnaie²¹. L’année 1708 marque une première forte hausse du service de la dette (fig. 3). Le mécanisme de financement se disloque

¹⁶ Storrs, C., 2016. « The Savoyard fiscal-military state in the long eighteenth century », in Storrs, C. (ed.), *The Fiscal-Military State in Eighteenth-Century Europe*, 2016, p. 229.

¹⁷ Jaffee, D. et T. Russell, « Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing », *Quarterly Journal of Economics*, 1976 ; Stiglitz, J. et A. Weiss, « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, 1981 ; Eaton, J. et M. Gersovitz, « Debt with Potential Repudiation: A Theoretical and Empirical Analysis », *Review of Economic Studies*, 1981 ; Bayoumi, T., M. Goldstein et G. Woglom, « Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence from U.S. States », *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995.

¹⁸ Dickson, *Financial*, cit., pp. 59-74.

¹⁹ *Ibid.*, pp. 362-363.

²⁰ Aalbers, J., « Holland’s Financial Problems (1713–1733) and the Wars against Louis XIV » in Duke, A.C. et Tamse, C.A. (eds) *Britain and the Netherlands*, VI, 1977, p. 82.

²¹ Lüthy, *La banque protestante*, cit.

entre 1708 et 1710, et la monarchie est contrainte de réduire ses dépenses militaires avant même la fin du conflit.

1.6. Le coût politique de la dette

Le coût de la dette n'est pas seulement financier. Il est aussi politique. Les années 1708-10 marquent un tournant dans le rapport de force entre gouvernements et marchés financiers. C'est le début d'une longue phase – qui se poursuit jusqu'à aujourd'hui – où la finance tend souvent à s'imposer à la politique. Deux épisodes sont emblématiques de ce nouveau cours. En France, Louis XIV reçoit en mai 1708 le banquier Samuel Bernard à Marly (château où il ne recevait, contrairement à Versailles, que les cercles de ses proches). Saint-Simon raconte, en des termes très forts, comment le roi est contraint de déployer ses charmes, afin de convaincre Bernard à bien vouloir lui accorder un prêt dont il avait un besoin absolu pour pouvoir poursuivre les hostilités. « J'admiraïs, écrit Saint-Simon, et je n'étais pas le seul, cette espèce de prostitution du roi, si avare de ses paroles, à un homme de l'espèce de Bernard »²². En Angleterre, le moment emblématique est sans doute celui où les directeurs de la Banque d'Angleterre, en mai 1710, demandent à la reine, au grand scandale de celle-ci, de ne pas changer de gouvernement et de garder en place le ministre des finances Sidney Godolphin.

De façon plus générale, on pourrait multiplier les exemples de situations où les gouvernements doivent se plier aux exigences des marchés. C'est par exemple le cas, au printemps 1709, lorsque le contrôleur général des finances, Chamillart, essaye de répandre à travers toute la France les billets de monnaies. Ces instruments de crédit étaient, jusque-là, circonscrits aux seuls cercles financiers parisiens. Ces billets de monnaie étant cotés bien en dessous du pair, le projet de Chamillart provoque, en l'espace de quelques jours, une forte hausse des taux d'intérêt ; il suscite également l'opposition des députés de Lyon, Bordeaux et Rouen au Conseil of commerce. Chamillart, et Louis XIV avec lui, sont obligés de faire marche arrière²³. Chamillart écrit à ce propos aux intendants²⁴ :

Je n'aurois pas cru que la déclaration du 12 avril dernier, par laquelle le roi ordonne que les billets de monnoie auront cours dans tout le royaume à commencer du 20 mai et qu'ils entreront pour un tiers dans les payements, eut dû produire un effet aussi contraire aux intentions de S[a] M[ajesté].

²² Saint-Simon, *Mémoires* (ed. Hachette), 1873, V, p. 458.

²³ Rowlands, G., *The financial decline of a great power: war, influence, and money in Louis XIV's France*, 2012, pp. 122-123.

²⁴ Boislisle, A. de (ed.), *Correspondance des contrôleurs généraux des finances avec les intendants des Provinces*, II, 1883, pp. 411-412 (11 mai 1709).

1.7. Transition entre deux modèles de financement de la guerre [à revoir et compléter]²⁵

Les grandes guerres européennes, au tournant du XVII^e et XVIII^e siècle, marquent la transition entre un modèle basé exclusivement (ou essentiellement) sur l'impôt et un modèle basé en grande (ou très grande) partie sur l'emprunt.²⁶ L'ancien modèle de financement comportait l'équation guerre = impôt. L'obligation d'augmenter les impôts en temps de guerre, pour payer les dépenses « extraordinaires » causées par celle-ci, apparaissait comme une contrainte à laquelle la plupart des États ne pouvaient échapper. Ce modèle, prévalant pendant le XVII^e siècle, comportait souvent un risque potentiel de révolte²⁷. Tout au plus les États pouvaient épargner leurs sujets en tirant des contributions de guerre dans les régions ennemies occupées²⁸.

Les contemporains sont conscients de l'alternative entre ces deux modèles de financement. Il est intéressant de constater, par exemple, que plusieurs déclarations de Louis XIV soulignent explicitement l'option impôt/endettement. Ainsi, le préambule de juin 1702 constituant un million de rentes sur l'hôtel de ville de Paris²⁹ :

Quoique la guerre que nous sommes obligé à soutenir [...] nous engage dans des dépenses extraordinaires qui pourroient nous donner lieu d'augmenter les impositions sur nos peuples, nous préférons néanmoins, comme nous avons fait dans les précédents besoins de notre État, l'aliénation d'une partie de nos revenus à d'autres voies qui seroient onéreuses à nos sujets, et comme nous avons toujours tiré un secours considérable des créations de rentes sur notre bonne ville de Paris, nous estimons ne rien pouvoir faire de plus avantageux pour soulager nosdits sujets, et pour les porter à nous donner des secours volontaires [...] par une nouvelle constitution d'un million de livres de rentes au denier seize [6,25% d'intérêt].

Ou encore, cet extrait de la déclaration (12 avril 1707) étendant à toute la France le cours des billets de monnaie³⁰ :

Nous avons, à l'exemple des pays voisins de la France, au lieu d'imposer de nouvelles charges sur nos sujets, introduit dans le commerce les billets de monnaie dont l'usage est commun sous d'autres noms dans plusieurs États policés.

²⁵ Je remercie Gilles Postel-Vinay qui m'a suggéré de réfléchir à la transition entre ces deux modèles. Ce paragraphe ne fait qu'effleurer le sujet.

²⁶ Les deux modèles coexistaient déjà dans l'Italie du XVI^e siècle : cf. Stumpo, E., « Finanze e ragion di Stato nella prima età moderna. Due modelli diversi: Piemonte e Toscana, Savoia e Medici », in De Maddalena, A., et Kellenbenz, H. (eds.), *Finanze e ragion di Stato in Italia e in Germania nella prima Età moderna*, 1984.

²⁷ Pour ne citer que quelques grandes références : Villari, R., *La Rivolta antispagnola a Napoli: le origini, 1585-1647*, 1967 ; Bercé, Y.-M., *Histoire des croquants : étude des soulèvements populaires au XVII^e siècle dans le Sud-Ouest de la France*, 1974 ; Kamen, H., *The Iron Century: Social Change in Europe, 1550-1660*, 1976.

²⁸ Redlich, F. « Contributions in the Thirty Years' war », *The Economic History Review*, 1959 ; Lynn, « How War Fed War », cit.

²⁹ *Recueil général des anciennes lois françaises*, XX, 1830, p. 412.

³⁰ *Ibid.*, p. 519.

2. Des dettes de guerre à l'euphorie financière de 1719-20

Dans le cadre de cette intervention, je voudrais développer la thèse suivante : il y a un lien direct entre, d'une part, les dettes accumulées par les différentes puissances au cours de la guerre de Succession d'Espagne et, d'autre part, l'euphorie financière qui gagne une grande partie de l'Europe en 1719-20.

Au cours de la guerre de Succession d'Espagne, les belligérants peuvent emprunter à une échelle qui n'avait pas de précédent, ce qui leur permet de prolonger le conflit pendant plus de dix ans ; la paix revenue, ils sont, par là-même, confrontés à des niveaux d'endettement eux aussi sans précédents. Toute la difficulté pour les États consiste à réduire drastiquement la charge de la dette sans pour autant la répudier.

La France – de toutes les grandes puissances celle qui a le plus sérieusement considéré la possibilité d'une banqueroute – adopte (été 1719) une solution radicale : transformer les créanciers de l'État en actionnaires de la Compagnie des Indes. C'est l'une des pièces maîtresses de ce que l'on appelle le Système de Law.³¹ Ce même type de conversion (*debt-to-equity swap*) avait déjà été expérimenté en Angleterre dès 1697³². Ce qui change, avec l'opération orchestrée en France, c'est que la conversion concerne non pas une portion de la dette publique – comme dans le cas anglais – mais l'intégralité de la dette du roi. Il s'agit donc d'une opération gigantesque qui stupéfie les contemporains³³.

Pour dire les choses de façon schématique, l'opération n'est profitable pour la couronne que dans la mesure où la conversion entre les anciens effets publics et les nouvelles actions ne se fait pas à un pour un. En d'autres termes, la Compagnie des Indes doit offrir un appât aux créanciers, afin que ceux-ci acceptent de se défaire de leurs effets à un taux de conversion qui soit favorable pour la couronne. Cet appât est constitué par la perspective d'un gain en capital sur les actions. D'où les multiples mesures que John Law met en place, d'abord pour provoquer la hausse de l'action des Indes, ensuite pour la maintenir à un niveau très élevé (fig. 5).

Cette opération – qui avait donc été conçue essentiellement comme une solution au surendettement de la monarchie française – déclenche rapidement une onde de choc à travers toute l'Europe. Début 1720, la Grande Bretagne imite et adapte l'exemple français. Ailleurs – Dans les Provinces-Unies, au Portugal, aux Pays-Bas autrichiens et en Irlande, les gouvernements songent sérieusement à lancer de semblables conversions (avant que les crash boursiers en France, Angleterre et Hollande ne les en dissuadent). Il est aussi question *debt-to-equity swaps* à Vienne, à Venise et à Madrid. De façon plus générale, les projets – liés ou non aux finances publiques – se multiplient à travers l'Europe : du Portugal à la Russie et de

³¹ A ce sujet voir Levasseur, E., *Recherches historiques sur le système de Law*, 1854 ; Faure, E., *La banqueroute de Law : 17 juillet 1720*, 1977.

³² Lors de l'augmentation de capital de la Banque d'Angleterre.

³³ Voir Condorelli, S. « La presse étrangère et le Système de Law (1716-20) », in F. Magnot-Ogilvy (ed.), *Gagnons sans savoir comment. Représentations du Système de Law du XVIII^e siècle à nos jours*, 2017.

la Sicile à la Suède (fig. 6)³⁴. La grande majorité de ces projets prévoient la création d'une nouvelle compagnie par actions. La plupart de ces projets de compagnies échouent avant que les actions soient effectivement émises, mais nombre d'entre eux aboutissent. Il y a ainsi un boom des compagnies qui se double, dans certains pays (France, Grande-Bretagne, Provinces-Unies, Hambourg, Lorraine, Venise, Espagne, Portugal), d'un boom du marché financier (fig. 7). Pour avoir un ordre de grandeur, les années 1719-20 représentent près de 40% de toutes les introductions en bourse du XVII^e et XVIII^e (fig. 8), sans compter donc les très nombreux projets de 1719-20 qui échouent.

Comment expliquer la rapide propagation des projets, des compagnies et de l'innovation financière à travers toute l'Europe de 1719-20 ? C'est ce que j'essaie d'expliquer dans un article en préparation. L'article développe deux modèles. Le premier modèle est centré sur les théories de la diffusion de l'innovation. Il montre que l'innovation financière, en 1719-20, passe, suivant les cas, par le biais de la compétition interétatique, de la « cascade d'information », ou encore de l'apprentissage. Le deuxième modèle met en jeu les principaux acteurs en présence : gouvernements, « faiseurs de projets » (*projectors*) et investisseurs.

³⁴ Voir Condorelli, S. « The 1719-20 stock euphoria: a pan-European perspective », *MPRA working papers*, 2014.

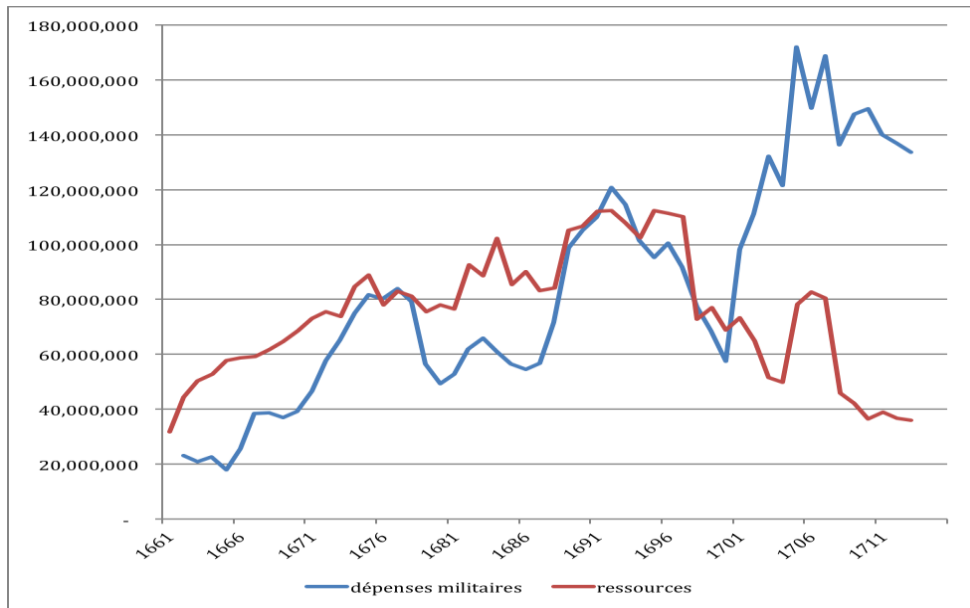


Fig. 1 Ressources et dépenses militaires de la France (1661 à 1713) en livres

Les sources pour ce graphique et les deux suivant sont : Forbonnais, F. de, *Recherches et considérations sur les finances de France*, 1758 ; Mallet, J. R., *Comptes rendus de l'administration des finances du royaume de France*, 1789 ; Boislisle, A. M. de, *Correspondance des contrôleurs généraux des finances*, 1874-97 ; *European State Finance Database*.

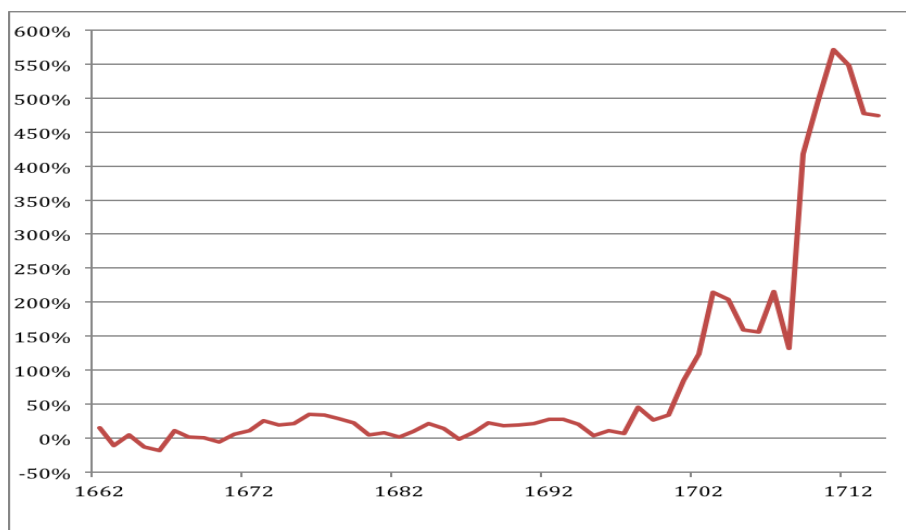


Fig. 2 Déficit de la monarchie française au net du service de la dette (1662-1715)

Le pourcentage correspond aux dépenses (hors service de la dette) divisées par le revenu. Ainsi, par exemple, en 1711 les dépenses (hors service de la dette) de 223,8 millions de livres sont plus de cinq fois et demie supérieures au revenu de 38,9 millions de livres.

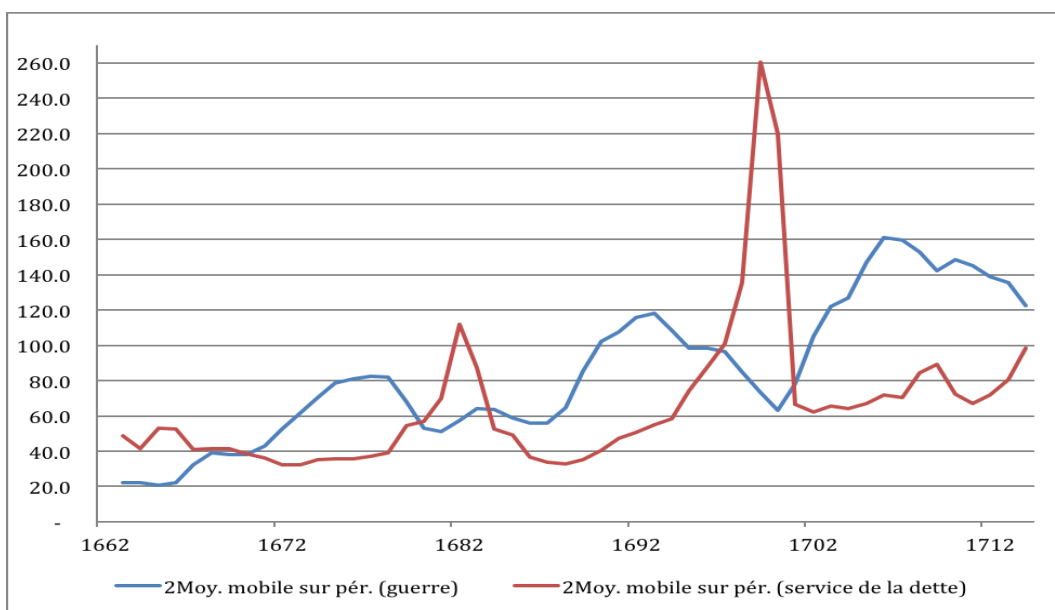


Fig. 3 Dépenses militaires et service de la dette en France (1662-1715) en millions de livres

Au début des années 1680 et à la fin des années 1690, la monarchie profite de la paix pour rembourser une partie de sa dette.

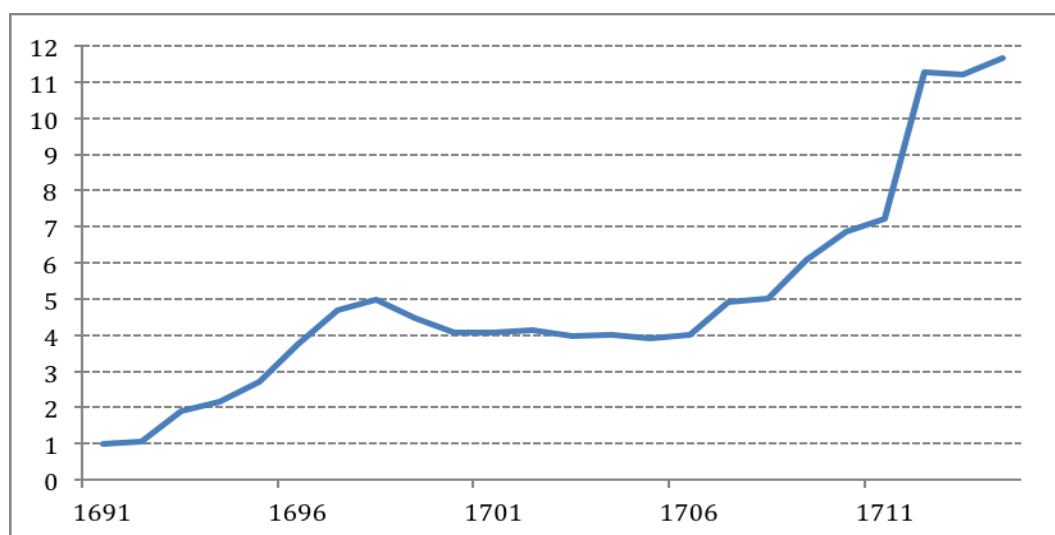


Fig. 4 Dette nationale anglaise (1691-1715) en millions de livres sterling

Source : Bromley, J. S. (ed.), *The New Cambridge Modern History. Volume 6, The Rise of Great Britain and Russia, 1688-1715*, 1970, p. 902.

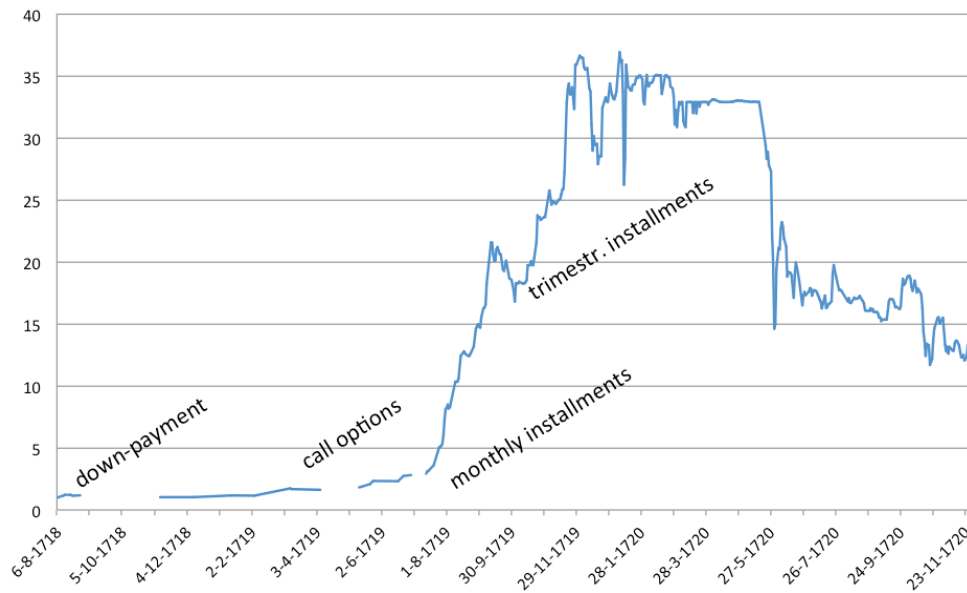


Fig. 5 Le cours de l'action de la Compagnie des Indes (indexé au 6 août 1718) avec les mesures de John Law pour favoriser la hausse de l'action

Source des prix : série établie par François Velde (communication privée).

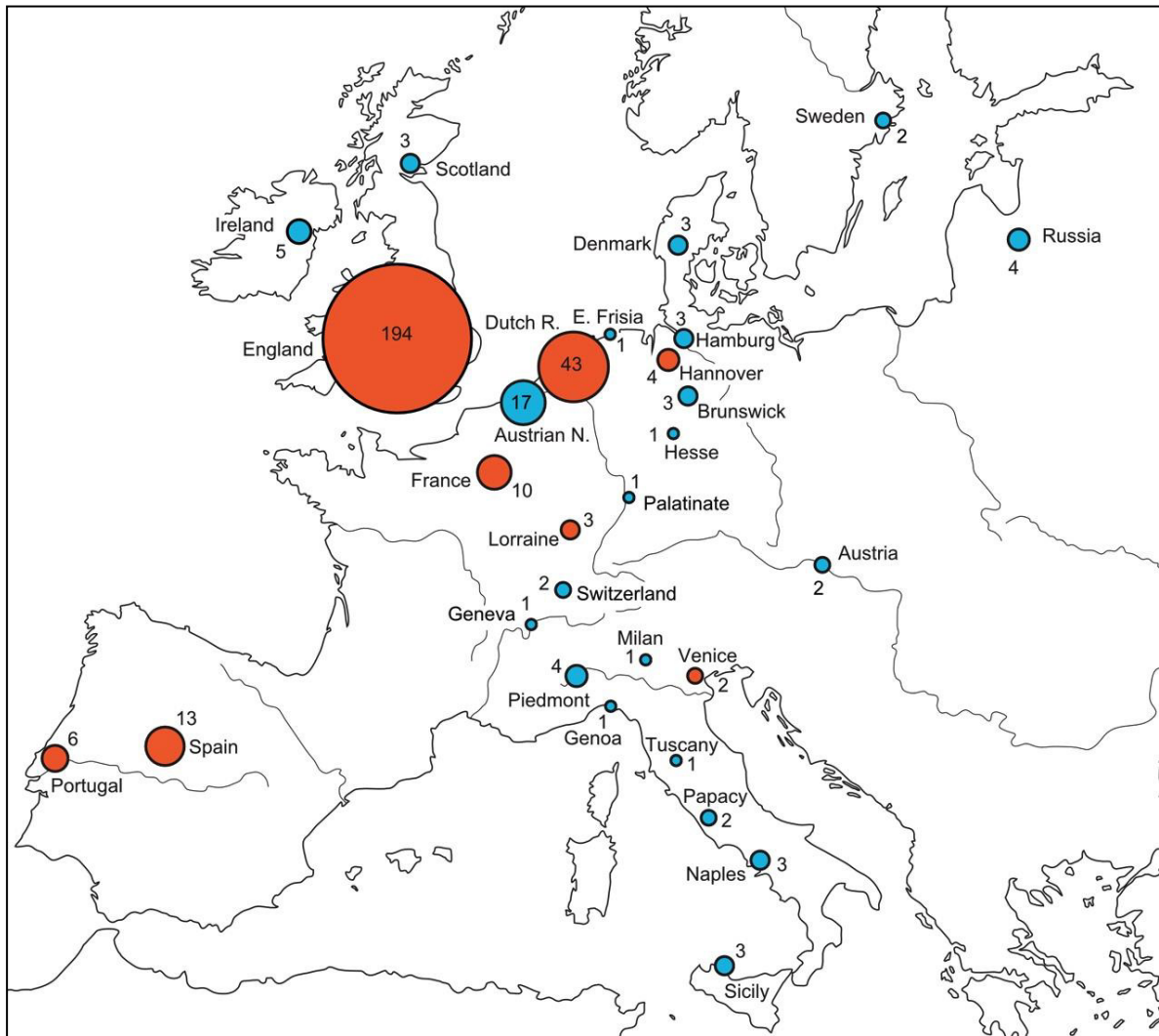


Fig. 6 Le boom des compagnie par actions (1719-21)

La taille de chaque cercle représente le nombre de projets dans ledit pays. Les cercles orange indiquent les pays où au moins l'un des projets suscita un phénomène d'intense spéculation et de boom financier. Les cercles bleus symbolisent les pays où aucun des projets ne génère un boom significatif. Pour la méthode et les sources cf. Condorelli, S. « The 1719-20 stock euphoria: a pan-European perspective », 2014.



Fig. 7 Le boom des compagnies et le boom des marchés financiers se superposent partiellement

Source : Condorelli, « The 1719-20 stock euphoria », cit.

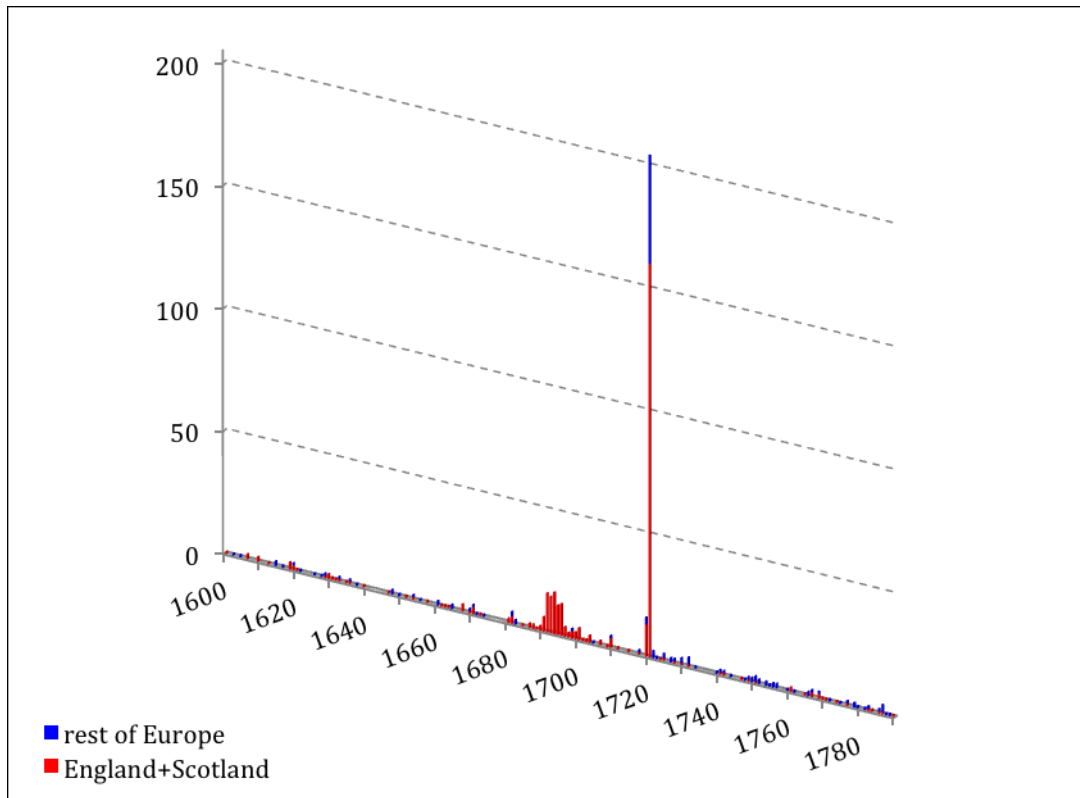


Fig. 8 Le boom de 1719-20 en perspective

Compagnies mises en bourse en Europe de 1600 à 1789. Le graphique cumule les compagnies britanniques et celles du reste de l'Europe. Sources : Condorelli, « The 1719-20 stock euphoria », cit.

Bibliographie

- Aalbers, J., « Holland's Financial Problems (1713–1733) and the Wars against Louis XIV » in Duke, A.C. et Tamse, C.A. (eds) *Britain and the Netherlands*, VI, 1977.
- Álvarez-Nogal, *Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540–1740)*, 2009.
- Asch R. G., « 'Wo der soldat hinkümbt, da ist alles sein': Military Violence and Atrocities in the Thirty Years War Re-examined », *German History*, 2000.
- Bayoumi, T., M. Goldstein et G. Woglom, « Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence from U.S. States », *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995.
- Beguin, K., *Financer la guerre au XVII^e siècle : la dette publique et les rentiers de l'absolutisme*, 2012.
- Bercé, Y.-M., *Histoire des croquants : étude des soulèvements populaires au XVII^e siècle dans le Sud-Ouest de la France*, 1974.
- Boislisle, A. de (ed.), *Correspondance des contrôleurs généraux des finances avec les intendants des Provinces*, 1874-1897.
- Braudel, F., *Civilisation matérielle, économie et capitalisme*, 1980.
- Brewer, J., *The sinews of power: war, money and the English state 1688-1783*, 2002.
- Bromley, J. S. (ed.), *The New Cambridge Modern History, volume 6, The Rise of Great Britain and Russia, 1688-1715*, 1970.
- Condorelli, S. « The 1719-20 stock euphoria: a pan-European perspective », *MPRA working papers*, 2014.
- « La presse étrangère et le Système de Law (1716-20) », in F. Magnot-Ogilvy (ed.), *Gagnons sans savoir comment. Représentations du Système de Law du XVIII^e siècle à nos jours*, 2017.
- Corvisier, A. et Jacquart, J., *Les malheurs de la guerre : De la guerre à l'ancienne à la guerre réglée*, 1996 ; Tallett, F., *War and Society in Early-modern Europe, 1495-1715*, 1997.
- Davenant, C., *The true picture of a modern whig*, 1701.
- De Vries, J., et Van der Woude, A., *The first modern economy: Success, failure, and perseverance of the Dutch economy, 1500–1815*, 1997.
- Dickson, P. G. M., *The financial Revolution in England*, 1967.
- Eaton, J. et M. Gersovitz, « Debt with Potential Repudiation: A Theoretical and Empirical Analysis », *Review of Economic Studies*, 1981
- European State Finance Database*.
- Faure, E., *La banqueroute de Law : 17 juillet 1720*, 1977.
- Forbonnais, Duverger de, *Recherches et considérations sur les finances de France*, 1758.
- Frey L. et Frey M., *Daily Lives of Civilians in Wartime Europe, 1618-1900*, 2007.
- Ginatempo, M., « *Prima del debito* » *Finanziamento della spesa pubblica e gestione del deficit nelle grandi città toscane (1200-1350ca.)*, 2000.
- Gutmann, M. P., *War and rural life in the early modern Low Countries*, 1980.

- Houtte, H. van, *Les occupations étrangères en Belgique sous l'Ancien Régime*, 1930.
- Jaffee, D. et T. Russell, « Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing », *Quarterly Journal of Economics*, 1976
- Kamen, H., *The Iron Century: Social Change in Europe, 1550-1660*, 1976.
- Levasseur, E., *Recherches historiques sur le système de Law*, 1854.
- Lüthy, H., *La banque protestante en France : de la Révocation de l'Édit de Nantes à la Révolution*, 1959.
- Lynn, J. A., « How War Fed War: The Tax of Violence and Contributions during the Grand Siècle », *The Journal of Modern History*, 1993.
- Mallet, J. R., *Comptes rendus de l'administration des finances du royaume de France*, 1789.
- Pezzolo, L., « Bonds and Government Debt in Italian City-States, 1250—1650 » in Goetzmann William N. et Rouwenhorst K. G. (eds.), *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, 2005.
- Piola Caselli, F., *Il buon governo. Storia della finanza pubblica nell'Europa preindustria*, 1997.
- Recueil général des anciennes lois françaises*, XX, 1830.
- Redlich, F. « Contributions in the Thirty Years' war », *The Economic History Review*, 1959.
- Rowlands, G., *The financial decline of a great power: war, influence, and money in Louis XIV's France*, 2012
- Saint-Simon, *Mémoires* (ed. Hachette), 1873.
- Smith, P. H., *Business of alchemy: science and culture in the Holy Roman Empire*, 1994.
- Stiglitz, J. et A. Weiss, « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, 1981.
- Storrs, C., 2016. « The Savoyard fiscal-military state in the long eighteenth century », in Storrs, C. (ed.), *The Fiscal-Military State in Eighteenth-Century Europe*, 2016.
- Stumpo, E., « Finanze e ragion di Stato nella prima età moderna. Due modelli diversi: Piemonte e Toscana, Savoia e Medici », in De Maddalena, A., et Kellenbenz, H. (eds.), *Finanze e ragion di Stato in Italia e in Germania nella prima Età moderna*, 1984.
- Swift, J., *History of the four last years of the Queen* [1713].
- Tracy, J., *A Financial Revolution in the Habsburg Netherlands: Renten and Renteniers in the County of Holland, 1515-1565*, 1985.
- Villari, R., *La Rivolta antispagnola a Napoli: le origini, 1585-1647*, 1967.
- Wennerlind, C., *Casualties of credit. The English Financial Revolution, 1620-1720*, 2011.