



HAL
open science

La bulle des mers du sud, ou le "too big to fail" avant l'heure

Nesrine Bentemessek Kahia

► **To cite this version:**

Nesrine Bentemessek Kahia. La bulle des mers du sud, ou le "too big to fail" avant l'heure. L'Économie politique, 2010. hal-01975669

HAL Id: hal-01975669

<https://hal.science/hal-01975669v1>

Submitted on 28 Nov 2019

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.

LA BULLE DES MERS DU SUD, OU LE " TOO BIG TO FAIL " AVANT L'HEURE

Nesrine Bentemessek Kahia

Altern. économiques | « L'Économie politique »

2010/4 n° 48 | pages 23 à 41

ISSN 1293-6146

Article disponible en ligne à l'adresse :

<https://www.cairn.info/revue-l-economie-politique-2010-4-page-23.htm>

Distribution électronique Cairn.info pour Altern. économiques.

© Altern. économiques. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

La bulle des Mers du Sud, ou le « too big to fail » avant l'heure [4]

Nesrine Bentemessek Kahia,
maître de conférences à l'université de Paris 12.

DANS SON CÉLÈBRE OUVRAGE *MANIAS, PANICS, AND Crashes*, l'économiste américain Charles Kindleberger [1978] souligne que les épisodes d'euphorie financière antérieurs aux années 1719-1720 ont été relativement isolés. Pourquoi ces deux années ? Parce qu'elles représentent l'éclatement de la bulle spéculative des Mers du Sud en Angleterre et l'effondrement du système de John Law en France. Ces deux épisodes d'innovation financière, consistant à convertir des titres de dette publique dévalués et illiquides en actions liquides à dividendes élevés, ont en effet constitué le point de départ des deux premières bulles boursières de l'histoire.

Pour ceux qui ont vécu la crise des *subprimes*, l'examen de la bulle des Mers du Sud (*South Sea Bubble*) est instructif. On y retrouve des mécanismes qui semblent avoir traversé les siècles, et une intervention de la Banque d'Angleterre qui n'est pas sans rappeler celle de ses consœurs contemporaines.

La création de la Compagnie des mers du Sud

La Compagnie des mers du Sud (notée par la suite CMS), société par actions (*joint stock company*), a été créée le 8 septembre 1711

[4] Ce texte est issu d'une partie de ma thèse intitulée « Bulles spéculatives et liquidité : le cas de la bulle des Mers du Sud », université de Paris I - Panthéon-Sorbonne, n° 2009 PA010052 (nov. 2009), dirigée par M. Jérôme de Boyer des Roches. On y trouvera toutes les références bibliographiques complémentaires qui n'ont pu prendre place dans le cadre de cet article.



par une charte royale. En vertu de cette charte, le gouvernement accorde à la Compagnie le privilège du monopole du commerce avec les colonies espagnoles « des mers du Sud ». Par « mers du Sud », on désigne le Pacifique et le littoral atlantique de l'Amérique du Sud.

Outre l'activité commerciale, la constitution de cette société par actions répond à deux besoins principaux : le premier est financier, quand le second, plus sous-jacent, est politique.

L'objectif financier

La CMS est créée en réponse au besoin de restructuration de la dette publique anglaise. En effet, de 1688 (date de la Glorieuse Révolution) à 1713 (date des traités d'Utrecht), l'Angleterre endure deux grandes guerres : la guerre de Neuf Ans (1688-1697)^[2] et la guerre de Succession d'Espagne (1702-1713), si bien que la dette publique anglaise a plus que triplé entre 1702 et 1713, passant de 16 395 000 livres sterling à 53 681 000 livres. En outre, entre 1714 et 1717, les intérêts de cette dette équivalent à la moitié des recettes publiques. Parallèlement, le total des dépenses anglaises (y compris les dépenses de guerre) est estimé à 49 320 145 livres sterling entre 1688 et 1697, puis à 93 644 560 entre 1702 et 1713.

Ainsi, pour faire face aux dépenses de guerre sans cesse croissantes, le gouvernement anglais recourt à l'émission d'emprunts auprès du public. Il convient de noter ici que la dette, essentiellement de guerre, est dite non fondée (*unfunded debt*) ou « dette flottante » ; cela signifie qu'il s'agit d'une dette contractée sans constitution préalable d'un fonds fiscal garantissant le remboursement des créanciers.

A mesure que s'accroissent le montant de la dette publique et le nombre de créanciers publics (40 000 en 1720 selon Dickson [1967]), les opérations financières sur les titres de dette se multiplient sur le marché secondaire. Le bon fonctionnement de ce marché ainsi que son attrait sont tributaires de la liquidité de la dette publique et de la solvabilité de l'Etat. Or, avant la création de la CMS, le marché de la dette publique connaît des difficultés, en raison notamment de l'accroissement excessif de la dette non fondée. La dette de l'Etat affiche une décote de 30 % à 40 % par rapport à sa valeur nominale, rendant difficile l'émission de nouveaux emprunts. En somme, la dette du gouvernement britannique au début du XVIII^e siècle souffre d'une grande illiquidité^[3].

[2] Également appelée guerre de la Ligue d'Augsbourg.

[3] Par la liquidité de la dette publique, nous entendons sa capacité à être revendue rapidement et à un prix « décent » [cf. Tirole, 2008, p. 58].

C'est dans ce contexte que John Blunt, George Caswall – deux directeurs de la Sword Blade Company – et Ambrose Crowley – l'un des plus importants créanciers publics – proposent au nouveau ministre du Parti tory, Robert Harley, de réunir dans une compagnie tous les créanciers de la dette publique flottante, d'un montant de 9 471 324 livres. A cette occasion, les créanciers publics échangeraient leurs titres de dette contre des actions constituant le capital de cette nouvelle société par actions. Une occasion pour le gouvernement anglais d'homogénéiser sa dette et d'en réduire le coût. Car au lieu de s'acquitter d'un intérêt de 9 % au profit de divers détenteurs de la dette flottante, le gouvernement verserait, en cas de conversion totale du montant de la dette, un intérêt de 6 % en faveur de la CMS, qui deviendrait alors la seule détentrice de la dette flottante anglaise. Le montant des intérêts annuels que le gouvernement devrait verser à la Compagnie serait garanti par la perception des impôts sur le vin, le vinaigre, le tabac, les marchandises provenant des Indes orientales, les soies brutes et les ailerons de baleine. Par ailleurs, la CMS reverserait aux actionnaires les intérêts perçus du gouvernement sous la forme de dividendes : 3 % payables à Noël et 3 % à l'été. S'agissant de la baisse des intérêts (de 9 à 6 %), elle serait compensée par les perspectives d'importants bénéfices issus de l'activité commerciale de la Compagnie et par la régularité du paiement des dividendes. En effet, cette dernière obtient, en contrepartie du projet de conversion de la dette publique flottante, le monopole du commerce avec les colonies espagnoles d'Amérique du Sud. Ce projet de conversion connaît un grand succès auprès des créanciers puisque 97 % de la dette flottante sont finalement convertis en actions de la CMS.

Mais la création de la CMS vise aussi un objectif politique : mettre fin à l'hégémonie croissante de l'institution financière whig, la Banque d'Angleterre ^[4].

L'objectif politique

L'établissement de la CMS est impulsé par le gouvernement tory, et plus précisément par le Premier Lord du Trésor, Robert Harley. Aux yeux des Tories, le pouvoir financier acquis par les deux insti-

LA DETTE DE L'ÉTAT AFFICHE UNE DÉCOTE DE 30 % À 40 % PAR RAPPORT À SA VALEUR NOMINALE, RENDANT DIFFICILE L'ÉMISSION DE NOUVEAUX EMPRUNTS. EN SOMME, LA DETTE DU GOUVERNEMENT BRITANNIQUE AU DÉBUT DU XVIII^E SIÈCLE SOUFFRE D'UNE GRANDE ILLIQUIDITÉ.

[4] La création de la CMS ne constitue pas la première tentative mise en place par les Tories en vue de contrecarrer la Banque d'Angleterre. Rappelons qu'en 1694, l'année de la création de la Banque, les Tories ont proposé la constitution d'une « *Land Bank* » comme projet alternatif à la Banque d'Angleterre. Ce projet avait pour objectif de fournir aux propriétaires fonciers un moyen d'accès au papier-monnaie gagé sur la terre. Néanmoins, la proposition de *Land Bank* n'a finalement pas été retenue par le Parlement [cf. Scott, 1911-1912, vol. III, p. 208].



tutions whigs, la Banque d'Angleterre et la Compagnie des Indes orientales, à l'occasion des prêts qu'elles accordent au Trésor, les empêche de mener à bien leurs projets politiques.

Il est utile, à ce stade, de préciser que la Banque d'Angleterre a été créée en 1694 contre un prêt de 1,2 million de livres au gouvernement anglais à un taux d'intérêt annuel de 8 %. De même, la Compagnie des Indes orientales – fondée le 31 décembre 1600 par une charte royale accordée par la reine Elisabeth I^{re} – accorde en 1698 à l'Etat un prêt de 2 millions de livres à un taux d'intérêt annuel de 8 %. En échange de ce soutien financier, l'Etat leur attribue des privilèges commerciaux (pour la Compagnie des Indes orientales) ou financiers (l'émission monétaire sur la place de Londres et ses environs pour la Banque). Braudel souligne que, par la politique d'octroi de privilèges, les Etats mercantiles cherchent à appuyer leur pouvoir vis-à-vis de ces compagnies. « *L'Etat n'est jamais*

**LA CRÉATION DE LA CMS RÉPOND À LA FOIS
À UN BESOIN DE SOUTIEN AUX FINANCES
PUBLIQUES AINSI QU'À UNE VOLONTÉ
DE CONTRECARRER LA DOMINATION DES
ÉTABLISSEMENTS WHIGS, AU PREMIER RANG
DESQUELS LA BANQUE D'ANGLETERRE.**

absent, c'est lui qui distribue et garantit les privilèges sur le marché national, base essentielle. Mais ce ne sont pas des dons gratuits. Toute compagnie répond à une opération fiscale, liée aux difficultés financières qui sont le lot perpétuel des Etats modernes » [Braudel, 1979, p. 529].

En somme, la création de la CMS répond à la fois à un besoin de soutien aux finances publiques ainsi qu'à une volonté de contrecarrer la domination des établissements whigs, au premier rang desquels la Banque d'Angleterre. Le projet est approuvé par la reine Anne de Grande-Bretagne (1702-1714), connue pour ses affinités avec les valeurs conservatrices et religieuses revendiquées par les Tories. Les Whigs sont en revanche réputés pour être des commerçants ou des industriels et sont appelés les « marchands de la City ».

Cela dit, l'établissement de la CMS ne remet point en cause le privilège d'émission monétaire accordé à la Banque d'Angleterre depuis 1694. En effet, dans le South Sea Act, qui crée la CMS, il est explicitement précisé que celle-ci n'est autorisée ni à émettre de la monnaie, ni à accorder du crédit, ni à pratiquer l'escompte, ni, enfin, à détenir les espèces de tiers.

La Compagnie entame ses activités commerciales et financières avec un capital nominal de 9 177 967 livres sterling, auquel est ajoutée, en 1715, une somme de 822 033 livres constituant principalement les arriérés d'intérêts du Trésor, donnant ainsi un capital nominal de 10 millions de livres qui, comparé au capital de la Banque (5,6 millions de livres), apparaît considérable.

L'action de la CMS est émise à une valeur nominale de 100 livres sterling contre la valeur au pair des différents titres de dette flottante. Cependant, vu la situation critique des finances publiques et l'illiquidité du marché de la dette publique, le prix du marché de titres de l'Etat est en dessous du pair ; et suite à



Pourquoi des souscriptions en espèces ?

Au cours de l'année 1720, la Compagnie des mers du Sud entame ses opérations financières par deux émissions d'actions contre des espèces, et non pas contre des titres de dette. Ainsi, les 14 et 29 avril, la Compagnie émet respectivement 2,25 millions et 1,5 million de livres d'actions contre des espèces, avant même la mise en place de la conversion des titres de dette publique, dont la première étape n'aura lieu que le 19 mai 1720.

Le marché primaire des actions CMS aurait dû être exclusivement réservé aux créanciers de l'Etat. Or, les souscriptions en espèces permettent d'émettre un nouveau capital contre des espèces et s'adressent à un public plus large que le groupe des créanciers publics.

En 1720, quatre souscriptions en espèces ont été effectuées par la CMS. Cela permettrait à cette dernière de lever un capital nominal de 10 millions de livres, auxquels s'ajoutent 65,25 millions

de primes d'émission. Les souscriptions en espèces sont proposées aux investisseurs à des conditions très intéressantes. Ainsi, à l'instar des techniques adoptées par John Law en France pour les titres de la Compagnie du Mississippi, les directeurs de la CMS proposent un paiement échelonné des souscriptions en espèces. Les agents doivent s'acquitter à la date de la souscription d'un pourcentage de 10 à 20 % du prix de l'émission du titre, le reste étant payable sur plusieurs périodes. A chaque règlement, la Compagnie délivre des reçus de souscription. Un marché actif de gré à gré sur ces reçus apparaît alors et se développe, à côté du marché du sous-jacent (l'action CMS), encouragé par la possibilité juridique de l'endossement des reçus d'un agent à un autre.

La multiplication des défauts de paiement, par les souscripteurs, des fonds différés a alimenté le débat moderne sur la nature

financière de ces souscriptions : constituent-elles des contrats d'achat fermes ou des options d'achat de l'action CMS, c'est-à-dire la possibilité d'acheter demain à un prix fixé aujourd'hui, forme la plus élémentaire de ce que l'on appelle un produit dérivé ?

James Steuart [1767] est à notre connaissance le premier auteur à avoir mis en évidence la présence d'options cachées dans les souscriptions en espèces. Selon lui, étant donné que les décisions des agents à Exchange Alley (la place financière londonienne) sont le fruit d'arbitrages et de calculs d'une grande précision, les souscripteurs se sont montrés rationnels en n'exerçant pas l'option d'achat, préférant perdre les paiements initiaux (la prime de l'option qu'ils doivent verser) dès lors que le cours du sous-jacent – l'action de la Compagnie – est tombé en dessous du montant des versements qu'il reste à effectuer.

l'opération de conversion, l'action CMS se négocie aussi à un prix inférieur à sa valeur nominale.

Les premières cotations de l'action CMS sont enregistrées par des agents de change, parmi lesquels John Castaing et John Freke^[5]. La première cotation de l'action CMS est enregistrée le 18 septembre 1711 et se monte à 66 livres. Le cours de l'action reste en dessous du pair jusqu'au 9 mai 1715, date à laquelle il atteint 100 livres pour la première fois.

Jusqu'au traité d'Utrecht (1713) signant la fin de la guerre de Succession d'Espagne, la CMS ne peut pas développer ses activités commerciales potentielles. Et le contrat d'*asiento* (cf. *infra*) accordé à la Compagnie en vue d'approvisionner les colonies espagnoles d'Amérique du Sud – essentiellement d'esclaves d'Afrique et subsidiairement de marchandises, en passant par la Jamaïque – n'apporte pas les résultats escomptés. De plus, la reprise des conflits avec les Espagnols, en 1718, ne permet pas la reprise de l'activité commerciale déjà bancal de la CMS. On estime d'ailleurs les gains de l'activité commerciale de la CMS à environ 100 000 livres sterling entre 1714 et 1718. Paradoxalement, les opérations financières sur les titres de la CMS ne pâtiennent pas de cette désillusion commerciale, puisque le cours de l'action CMS poursuit sa progression jusqu'en 1719, date à laquelle un nouveau projet de conversion de la dette publique (prêt pour la loterie de 1710, ou Lottery Loan) contre des actions de la CMS voit le jour. A cette occasion, le capital nominal de la CMS augmente du montant de la dette convertie (1,75 million de livres), le portant à un niveau de 11,75 millions de livres sterling.

La constitution de la bulle spéculative : l'année 1720

En Angleterre, 1720 est l'année de la mise en place du « South Sea Scheme ». Ce projet a pour ambition de convertir toute la dette publique à long terme en actions CMS, excepté celle détenue par la Banque d'Angleterre et la Compagnie des Indes orientales. Le montant de cette dette équivaut à 31,6 millions de livres sterling (constitué de 16,6 millions de livres de dette recouvrable et de 15 millions de livres de dette irrécouvrable). Ce projet de conversion est directement inspiré par le système de John Law en France^[6], plus précisément par l'opération de rachat de la totalité de la dette publique française à l'automne 1719. L'ampleur des influences réciproques caractérisant ces deux expériences financières apparaît dans les différents échanges épistolaires entre

[5] Dans ce travail, nous avons utilisé essentiellement les données de Freke [1720], que nous avons recueillies à la British Library.

[6] Voir l'article d'Antoin E. Murphy, page 7 de ce numéro [NDLR].

des diplomates anglais en France et des responsables politiques anglais. Et le déplacement de trois mille personnalités anglaises à Paris en vue d'acquiescer directement les titres de la Compagnie du Mississippi accroît les craintes de ces diplomates d'une fuite des capitaux anglais d'Exchange Alley vers la rue Quincampoix, la Bourse en plein air de Paris.

La bulle

À l'issue des négociations conduites dans le cadre de la paix d'Utrecht (1713) entre l'Espagne et l'Angleterre, cette dernière obtient le contrat dit d'*asiento*, exploité jusque-là par la France, qui lui permet d'approvisionner en esclaves les colonies espagnoles en Amérique. Ce contrat a aussitôt été accordé à la CMS, lui octroyant le droit d'envoyer chaque année un navire de 500 tonnes pour commercer aux foires de Carthagène ou de Vera Cruz, de transporter 4 800 esclaves chaque année jusqu'aux Amériques espagnoles pendant trente ans, de recevoir le paiement pour le commerce des esclaves en papier-monnaie, or, argent, lingots, ou « fruits du pays ». En contrepartie, le roi d'Espagne doit recevoir 28,75 % des profits issus du commerce des marchandises et 10 % des profits du commerce d'esclaves. Cependant, l'activité commerciale de la Compagnie a été fortement perturbée du fait des conflits continus avec l'Espagne au sujet de l'acquittement des droits de l'*asiento*. La Compagnie a également été confrontée à des difficultés d'organisation avec les capitaines des navires de la Royal African Company, qui lui réclamaient des frais relatifs à l'approvisionnement et à la charge des esclaves et au service du fret ; de plus, la Compagnie a dû essuyer des pertes conséquentes en raison du taux de mortalité élevé des esclaves à chaque traversée. En plus de toutes ces difficultés, les conflits avec les Français, qui continuent à jouir de l'*asiento* bien qu'ils n'en aient plus le privilège, n'ont nullement arrangé la situation de la Compagnie.

En somme, l'activité commerciale peine à se mettre en place. Mais il semblerait que les attentes des investisseurs se focalisent davantage sur les activités financières de consolidation de la dette publique par la CMS que sur le résultat de son activité commerciale.

**L'ACTIVITÉ COMMERCIALE PEINE
À SE METTRE EN PLACE. MAIS LES ATTENTES
DES INVESTISSEURS SE FOCALISENT
DAVANTAGE SUR LES ACTIVITÉS FINANCIÈRES
DE CONSOLIDATION DE LA DETTE PUBLIQUE
PAR LA CMS QUE SUR LE RÉSULTAT DE SON
ACTIVITÉ COMMERCIALE.**



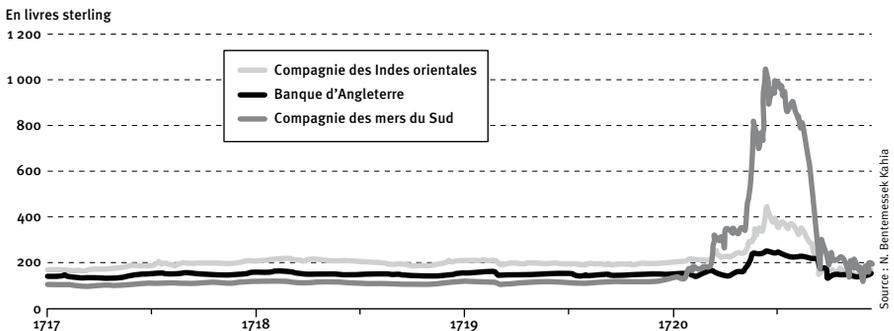
p. **30**

A partir de 1720, année de la grande opération de conversion de la dette publique anglaise, la stabilité du cours de l'action CMS laisse place à une volatilité significative (cf. graphique). En effet, le cours de l'action CMS se situe de 1717 à 1719 à des niveaux inférieurs à ceux de la Banque d'Angleterre et de la Compagnie des Indes orientales, mais dès le début de 1720, la tendance s'inverse sensiblement. Sur la place londonienne, les échanges des titres basculent clairement en faveur de l'action CMS.

Dès janvier 1720, le cours commence à croître de manière significative. Rappelons que, durant ce mois, la compétition entre la Banque d'Angleterre et la CMS au sujet de l'obtention du projet de conversion a été acharnée ; cela accélère l'augmentation du cours de l'action de la Compagnie. Ainsi, après un accroissement timide du cours moyen mensuel aux mois de novembre et décembre 1719, lors de la préparation en coulisse du projet de conversion par John Blunt et George Caswall, atteignant respectivement 119 et 125 livres, ce prix affiche une augmentation franche au mois de janvier (135 livres). Cette tendance s'accroît au mois de février puisque le cours moyen mensuel de l'action CMS atteint 167 livres. Au cours des mois suivants, le cours de l'action continue à grimper : il atteint 1 050 livres le 25 juin 1720, soit un taux de variation de 718 % par rapport à sa cotation au 1^{er} janvier 1720. Au mois de juillet, le cours moyen mensuel s'élève à 965 livres. La baisse n'est entamée qu'au mois d'août, où le cours moyen atteint 862 livres. L'annonce de

1720 : la bulle des Mers du Sud

Cours quotidiens des actions de la Compagnie des Indes orientales, de la Banque d'Angleterre et de la Compagnie des mers du Sud, en livres sterling



la distribution d'un dividende de 50 % par les directeurs de la Compagnie ne suffit pas à enrayer l'effondrement du cours, qui chute à 180 livres le 24 décembre 1720.

L'augmentation considérable du cours précédant une baisse tout aussi importante ne touche pas uniquement l'action CMS. Les cours des actions de la Banque d'Angleterre et de la Compagnie des Indes orientales connaissent le même phénomène, mais à moindre échelle.

Le plan de sauvetage de la Banque d'Angleterre : prêt en dernier ressort ou « bail-out » ?

Le cours de l'action CMS commence à s'effondrer à partir du mois d'août 1720. L'événement qui déclenche cette débâcle est la mise en application le 18 août de ce qu'on appellera par la suite le Bubble Act. Cet acte a reçu la ratification royale le 9 juin 1720. Elle est impulsée par les directeurs de la CMS et vise à interdire



James Steuart et sa lecture de la bulle des Mers du Sud

Contrairement à ses contemporains, et notamment Adam Smith et David Hume, l'économiste James Steuart considère les projets européens de restructuration de la dette publique (le système de John Law en France et le projet de la Compagnie des mers du Sud en Angleterre) comme des tentatives intéressantes d'amélioration de la gestion de la dette souveraine. Selon Steuart, ces projets viennent, *primo*, réduire le coût de la dette, à l'occasion des renégociations établies entre l'Etat et les sociétés par actions, et *secundo*, améliorer la liquidité de la dette en permettant à l'Etat de réduire considérablement le risque de défaut qu'il présente jusqu'ici. Ne perdons pas de vue qu'au début du XVIII^e siècle, la banqueroute de l'Etat était l'alternative principalement envisageable par les créanciers publics.

En outre, selon Steuart, une dette publique bien gérée et liquide contribue à la création de la liquidité bancaire et à la liquidité du marché. D'un côté, en empruntant contre des titres négociables sur le marché financier, l'Etat garantit à ses créanciers des revenus stables (les intérêts) qui favorisent du point de vue macroéconomique la demande et la croissance, d'où la nécessité du développement des banques et de la finance directe. De l'autre, les banques et le marché financier contribuent du point de vue microéconomique à la liquidité de la dette en la faisant circuler. Cela dit, Steuart attribue l'échec de ces expériences financières de restructuration de la dette publique à des défaillances structurelles dans l'organisation du marché du crédit et du marché financier.

la création de sociétés par actions sans l'obtention préalable d'une charte légale définissant rigoureusement leurs activités, et à imposer à celles déjà créées de se restreindre aux activités préalablement autorisées par leur charte.

Il est vrai qu'en 1720, de nombreuses compagnies, voulant marcher sur les brisées de la CMS, ont vu le jour ou étendu sans autorisation leur champ d'activité. Par ailleurs, les nouveaux projets proposés ne sont pas tous d'une grande robustesse économique. C'est le cas d'une société souhaitant importer des ânes espagnols de grande taille, ou encore d'une autre qui entend construire un hôpital pour bâtards, sans parler de celle dont le projet, estimé très avantageux, ne peut être révélé de peur de le compromettre ! Ces *bubble companies* concurrencent directement la CMS, et cela en puisant dans les capacités de financement des agents sur le marché financier. Mais contre toute attente, au lieu de défendre les intérêts de cette dernière, cet acte provoque l'effondrement du cours de l'action CMS et l'éclatement de la bulle.

**LES DIRECTEURS DE LA COMPAGNIE
ADOPTENT DES STRATÉGIES
PARADOXALES. ILS INSTAURENT
DES STRATÉGIES FINANCIÈRES BAISSIÈRES
SUR LEURS PROPRES TITRES,
AVEC L'ESPOIR DE LES RACHETER À UN COURS
INFÉRIEUR ET D'EMPOCHER DE CE FAIT
DES PLUS-VALUES CONSÉQUENTES.**

En effet, le Bubble Act déclenche sur le marché financier un sérieux vent de panique ; les agents commencent à vendre massivement leurs titres, y compris ceux de la CMS. Pendant cette débâcle, les directeurs de la Compagnie adoptent des stratégies pour le moins paradoxales. D'abord, en annonçant la distribution d'un dividende exceptionnel de 50 %, ils tentent, en vain, d'enrayer l'effondrement du cours du titre. Mais parallèlement, ils instaurent des stratégies financières baissières sur leurs propres titres, en vendant à découvert les actions CMS avec l'espoir de les racheter à un cours inférieur et d'empocher de ce fait des plus-values conséquentes.

A partir du 8 septembre 1720, trois assemblées générales de la Compagnie sont organisées. Deux enjeux principaux ressortent de ces réunions : le premier concerne l'amélioration de la situation des créanciers publics ayant converti leurs titres de dette publique à un prix de conversion élevé (800 livres sterling) par rapport à ceux qui ont converti contre 375 livres et de ce fait obtenu une part moindre du capital nominal de la CMS ; le

deuxième est relatif à l'acquittement par les souscripteurs en espèces de ce qui reste des paiements différés.

Résumons les différentes mesures prises par le directoire de la CMS à l'issue de ces trois réunions de septembre :

- 1/ l'attribution de dividendes aux différents souscripteurs au capital de la Compagnie, et notamment aux souscripteurs en espèces, ne peut s'établir que si le paiement des différentes échéances est effectué ;
- 2/ la réduction des prix d'émission des troisième et quatrième souscriptions en espèces de 1 000 à 400 livres ;
- 3/ le rallongement des échéanciers des troisième et quatrième souscriptions en espèces ;
- 4/ la baisse du prix de conversion pour la seconde étape de conversion de 800 à 400 livres. Ainsi, les créanciers publics de la deuxième vague voient leur part en capital augmenter ;
- 5/ la réduction du prix de conversion de la dette dite recouvrable de 105 à 100 livres.
- 6/ le dividende de la mi-été de 10 %, annoncé le 14 avril 1720, serait ajouté au capital déjà détenu par les créanciers publics.

Cependant, aucune de ces mesures ne parvient à endiguer la baisse du cours. Pire, le *krach* boursier entraîné par l'éclatement de la bulle conduit à une crise de liquidité sur le marché monétaire londonien.

La crise se répand

La contagion de la crise du marché financier au marché monétaire est une conséquence de la contraction du marché du crédit dès l'automne 1719, du fait de l'accroissement des demandes de prêts pour l'acquisition des titres de la Compagnie de John Law en France [Neal, 1990]^[7] et des sommes importantes que la Sword Blade Company – l'institution financière de la CMS – ainsi que de nombreux orfèvres et banquiers privés londoniens ont accordées en 1720 à leurs clients en acceptant comme collatéral l'action CMS. Précisons qu'au cours de l'année 1720, la CMS, via la Sword Blade Company^[8], prête un total de 11,2 millions de livres contre les actions et les reçus de souscription de la CMS, et cela afin de soutenir la demande du titre sur le marché financier et d'augmenter artificiellement son prix.

L'effondrement du cours de l'action CMS, qui constitue, comme nous venons de le souligner, un actif collatéral contre

[7] Neal [1990, p. 104] affirme que le rétrécissement du crédit (*credit crunch*) est manifeste au moment de la troisième souscription en espèces par la CMS (le 17 juin 1720). Les taux de change entre Londres et Amsterdam chutent considérablement depuis la première quinzaine du mois de mai 1720 et atteignent en novembre de la même année son niveau le plus bas du siècle.

[8] Nous rappelons que la charte de la CMS ne lui donnait pas le droit d'exercer une activité bancaire. Par conséquent, c'est sa filiale, la Sword Blade Company, qui accordait aux agents des prêts en acceptant comme collatéral les actions CMS et les reçus de souscription.



les prêts accordés par la Sword, a semé de sérieux doutes sur sa stabilité financière. En effet, plus le cours du titre CMS baisse sur le marché financier, moins l'actif comptable de cet établissement est liquide, et plus l'évaluation de son bilan se détériore. De là, les agents se ruent aux guichets de cet établissement pour récupérer leurs dépôts. Une fois ses guichets pris d'assaut, la Sword Blade Company, ne pouvant plus faire face aux retraits massifs des dépôts, cesse ses paiements le 24 septembre 1720. Pareillement, de nombreux orfèvres et banquiers, qui ont également prêté contre les actifs CMS, font faillite.

La défiance du public touche alors les déposants de la Banque d'Angleterre, qui se précipitent à leur tour à ses guichets. Les ruées vers la Banque ne sont pas simplement l'effet de la diffusion de la panique entre déposants, elles sont aussi le fruit de la politique de crédit pratiquée par la Banque pendant l'apogée de la bulle.

En effet, au cours du printemps et de l'été 1720, les opérations financières sur la place londonienne connaissent un engouement sans précédent et les valeurs boursières augmentent considérablement, si bien que le cours de la Compagnie des Indes orientales atteint son plus haut niveau le 25 juin 1720, à 440 livres sterling, affichant une progression remarquable de 119 % par rapport à sa valeur du 1^{er} janvier 1720 (200,75 livres). Le cours de l'action de la Banque d'Angleterre atteint son plus haut niveau le 24 juin, à 265 livres, affichant une variation conséquente de 77 % par rapport au cours du début de l'année (150 livres). Le cours de la CMS connaît également son plus haut niveau le 25 juin 1720, à 1 050 livres, affichant une progression fulgurante de 718 % par rapport à son niveau au 1^{er} janvier de la même année. Partant, cette valorisation conduit la Banque d'Angleterre à suivre les pas de la CMS et à prêter à ses clients en acceptant comme collatéral ses propres titres.

De plus, la Compagnie des Indes orientales et la Million Bank ont aussi prêté à leurs clients en acceptant comme collatéral l'action CMS, et ont contribué ainsi à la contraction du marché du

**L'EFFONDREMENT DU COURS DE L'ACTION
CMS A SEMÉ DE SÉRIEUX DOUTES
SUR SA STABILITÉ FINANCIÈRE. LES AGENTS SE
RUENT AUX GUICHETS DE CET ÉTABLISSEMENT
POUR RÉCUPÉRER LEURS DÉPÔTS. LA DÉFIANCE
DU PUBLIC TOUCHE ALORS LES DÉPOSANTS
DE LA BANQUE D'ANGLETERRE, QUI
SE PRÉCIPITENT À LEUR TOUR À SES GUICHETS.**

crédit anglais à partir du printemps 1720. Aussi, lorsque la bulle éclate, les tendances baissières s'accroissent, conduisant à l'effondrement de toutes les valeurs, y compris le titre de la Banque. De là, les déposants de la Banque adoptent la même attitude que ceux de la Sword Blade Company ou les orfèvres et banquiers privés, et se dirigent aux guichets pour réclamer leurs fonds.

Il convient de préciser ici que la disponibilité du crédit a favorisé la demande des titres sur la place financière londonienne ; cela a conduit à la contagion de la spéculation sur le titre de la CMS vers les titres de la Compagnie des Indes orientales et de la Banque d'Angleterre – ces trois titres ont été régulièrement cotés sur Exchange Alley – et à l'alimentation de la bulle.

L'expansion du crédit comme moteur de l'alimentation des bulles spéculatives est un point que Minsky [1972] expose lors de sa construction du processus des *booms* spéculatifs. Selon Minsky, la structure du crédit joue un rôle considérable dans la stabilité financière d'une économie. Après avoir souligné que la formation des bulles spéculatives représente le résultat d'un « déplacement » du système économique, provoqué par un choc exogène, il affirme que le *boom* est amplifié en raison d'une expansion du crédit, favorisée par les nouvelles perspectives de profits issues de l'événement qui a entraîné le choc initial. Ce processus s'auto-entretient en raison de l'accroissement de la demande – motivé par une confiance croissante dans l'état des affaires –, par une possible surestimation des profits futurs, ou par une logique spéculative pure.

Quoi qu'il en soit, ce processus prend fin lorsque les investisseurs non initiés prennent part aux transactions, attirés par les perspectives de profits. En effet, en raison de l'accroissement du nombre d'acteurs sur le marché, les opportunités effectives de profit s'amoindrissent. Cela diffuse sur le marché un signal que les investisseurs initiés perçoivent, ce qui les conduit à quitter le marché après la réalisation de leurs positions (par la vente des actifs, par exemple). Les prix commencent à baisser, sonnant l'éclatement de la bulle spéculative et entraînant le retournement de la nature des anticipations.

**LA DISPONIBILITÉ DU CRÉDIT
A FAVORISÉ LA DEMANDE DES TITRES
SUR LA PLACE FINANCIÈRE LONDONIENNE ;
CELA A CONDUIT À LA CONTAGION
DE LA SPÉCULATION SUR LE TITRE
DE LA CMS VERS LES TITRES DE LA
COMPAGNIE DES INDES ORIENTALES
ET DE LA BANQUE D'ANGLETERRE.**



Cela dit, la Banque réussit à endiguer la ruée à ses guichets en adoptant des manœuvres quelque peu anecdotiques. En effet, comme le rapportent Cantillon [1728-1730] et Macleod [1866], la Banque place ses amis au premier rang de la file et les rembourse en petites pièces, ce qui prend du temps ; ces derniers rendent ensuite ces pièces à la Banque par une autre porte. Les agents en fin de queue attendent leur tour, persuadés qu'ils vont être remboursés. Par cette ruse, la Banque parvient à ralentir la vague de panique jusqu'à la fermeture des guichets pour la fête de la Saint-Michel.

La crise de liquidité est doublée d'une crise de confiance, si bien qu'aucun papier-monnaie n'est accepté à l'automne 1720, comme le souligne Carswell [1960]. La préférence pour les espèces (monnaie métallique) atteint vraisemblablement son paroxysme

au cours de cette période. Afin de juguler les crises de liquidité et de confiance, le Premier Lord au Trésor décide, le 5 octobre 1720, d'augmenter le taux d'intérêt des bons de l'Echiquier afin de soutenir leur circulation. Il demande ensuite à l'Hôtel de la monnaie de frapper pour 1 million de livres d'espèces supplémentaires (pour la fin du

mois d'octobre). En outre, le roi engage sa propre signature pour un emprunt de 2 millions de livres auprès de la Hollande. Dans ce contexte, dès septembre 1720, le gouvernement demande expressément à la Banque d'Angleterre de soutenir la CMS, sa rivale. Le 19 septembre 1720, les directeurs de la Compagnie entament une négociation avec la Banque d'Angleterre afin de mettre en place non pas un plan de sauvetage de la Compagnie, mais de soutien du « crédit public ». C'est en tout cas les termes que les directeurs de la Compagnie et leurs proches utilisent lorsqu'ils sollicitent le soutien de la Banque d'Angleterre.

Le « Bank Contract » et son échec

Les discussions entre les deux établissements sont chapeautées par des membres du gouvernement anglais, le Chancelier de l'Echiquier, John Aislabie (fervent défenseur des intérêts de la CMS), le Postmaster Craggs, son fils, le secrétaire d'Etat Craggs, Lord Townshend et Robert Warpole, et s'étalent sur quatre jours. Le 19 septembre, une première ébauche de ce qui va être appelé

**LA BANQUE PLACE SES AMIS
AU PREMIER RANG DE LA FILE
ET LES REMBOURSE EN PETITES PIÈCES,
CE QUI PREND DU TEMPS ;
CES DERNIERS RENDENT ENSUITE CES PIÈCES
À LA BANQUE PAR UNE AUTRE PORTE.**

le « contrat de la Banque » est dessinée et ses modalités exactes sont progressivement précisées au cours des trois jours suivants. Précisons ici que malgré son intitulé, cet arrangement entre la Banque et la CMS n'a rien de contractuel puisqu'il n'a fait l'objet d'aucune ratification légale.

Le contrat de la Banque a pour objectif de rétablir la liquidité des actifs financiers émis par la CMS, actions et obligations. Il vise à garantir la circulation des obligations de courte maturité de la CMS, les *South Sea bonds*^[9], et à maintenir le cours de l'action CMS. A cette occasion, il était initialement question que la Sword Blade Company contribue à la circulation des actifs de la CMS. C'était sans compter sur la rancune des directeurs de la Banque d'Angleterre. Ces derniers n'ont pas oublié qu'à l'apogée de la CMS, la Banque a été sciemment mise à l'écart en faveur de sa rivale, la Sword. Ainsi, à l'automne 1720, le gouverneur de la Banque, Gilbert Heathcote, déclare : « *Si la Compagnie des mers du Sud doit se marier avec la Banque, on ne doit pas lui permettre de conserver une maîtresse.* »

[9] Les *South Sea bonds* sont des obligations de courte maturité émises par la CMS, notamment pour la conversion de la dette publique à long terme en 1720. Les titres de dette publique sont donc échangés contre, d'une part, des actions CMS, et d'autre part, des espèces et des *South Sea bonds*.

Dans le cadre du Bank Contract, d'une part, la Banque d'Angleterre émet un emprunt obligataire de 3 millions de livres sterling (« *subscription for the support of Publick Credit* »), payables avec ses propres billets (*bank notes*) dans l'optique de garantir le remboursement au pair des *South Sea bonds* ; d'autre part, elle propose de racheter une partie du capital de la CMS à 400 livres l'action, un cours qu'elle juge plancher. Aussi, par le biais de cette dernière mesure, la Banque souhaite infléchir les stratégies baissières des investisseurs et rétablir ainsi le cours de l'action CMS.

DÈS SEPTEMBRE 1720, LE GOUVERNEMENT DEMANDE EXPRESSÉMENT À LA BANQUE D'ANGLETERRE DE SOUTENIR LA CMS, SA RIVALE. LES DISCUSSIONS ENTRE LES DEUX ÉTABLISSEMENTS SONT CHAPEAUTÉES PAR DES MEMBRES DU GOUVERNEMENT ANGLAIS.

Mais dès l'annonce, le 24 septembre, de la cessation de paiement de la Sword Blade Company – provoquée, on l'a vu, par les ruées vers ses guichets –, le cours de l'action CMS s'effondre en dessous de 400 livres. Cette situation complique la position de la Banque et ne lui permet plus de mener à bien son plan de sauvetage. En effet, si le cours de l'action CMS était resté à son niveau du 29 septembre (175 livres), la Banque aurait accusé une perte de 2 123 438 livres sterling. Ce qui



revient à une perte de 225 livres par action CMS (la différence entre le prix d'achat de 400 livres et le cours du titre de 175 livres au 29 septembre), en sachant que le plan de rachat d'actions CMS proposé par la Banque concerne 9 437,5 titres. Cette perte potentielle constitue une somme considérable, représentant plus du tiers de son capital nominal en 1720. En dépit des nombreuses réclamations des directeurs de la CMS, la Banque d'Angleterre annonce d'abord le 28 septembre l'abandon du rachat du capital de la CMS. Enfin, le 9 novembre 1720, elle cesse les opérations relatives au « *subscription for the support of Publick Credit* ».

La proposition de rachat d'une partie du capital de la CMS à un prix de 400 livres l'action répondait d'abord à des raisons de pure rentabilité, et non pas à une recherche quelconque de l'intérêt collectif. En réalité, la Banque d'Angleterre pensait que la valeur de l'action CMS ne pouvait baisser en dessous de 400 livres et qu'elle allait se situer entre 500 et 600 livres, ce qui laissait entrevoir un profit considérable pour la Banque.

Dès que le cours de l'action CMS a chuté en deçà de 400 livres, la Banque a immédiatement abandonné ce projet.

**LE PARLEMENT ANGLAIS SE RÉSIGNE À PUNIR,
PARMI LES RESPONSABLES
POLITIQUES ET DIRECTEURS DE LA CMS,
LES COUPABLES DE LA DÉBÂCLE FINANCIÈRE
ET SOCIALE ET DÉSIGNE POUR CELA
UN COMITÉ APPELÉ « COMITÉ DU SECRET ».**

Cela ne correspond évidemment pas aux principes du prêteur en dernier ressort qui, selon Hawtrey [1932], doit s'engager en période de crise de liquidité à reprendre les actifs d'établissements solvables (qui ont accordé des prêts contre des garanties solides comme les effets de commerce), et ce afin de ne pas se mettre lui-même en risque de crédit (lié à la solvabilité des emprunteurs) ; il doit en revanche faire abstraction de toute plus-value immédiate.

En ce qui concerne la circulation des obligations de la Compagnie, celle-ci peut s'apparenter en effet à une manifestation de prêteur en dernier ressort dans la mesure où la Banque d'Angleterre assure la circulation des obligations de la CMS en les remboursant au pair. Néanmoins, nous avons vu que cette opération ne s'accompagne pas de l'injection de nouvelles liquidités dans l'économie : l'emprunt obligataire de 3 millions de livres s'effectue contre des billets de banque en circulation.

La Banque n'est désormais plus impliquée dans le processus de sauvetage de la CMS.

Faute de pouvoir mettre sur pied un plan alternatif au Bank Contract, le Parlement anglais se résigne à punir, parmi les responsables politiques et directeurs de la CMS, les coupables de la débâcle financière et sociale et désigne pour cela un comité appelé « Comité du secret » (*Secrecy Committee*). Nous n'analyserons pas ici les détails de l'enquête menée par ce comité, ni les sanctions infligées aux responsables ; nous nous contenterons en revanche de préciser que les deux parties du rapport remises au Parlement, respectivement le 18 et le 25 février 1721, ont révélé des irrégularités dans l'attribution du capital de la CMS à certains responsables politiques (notamment Charles Stanhope et John Aislabie), ainsi que des faits manifestes de délit d'initié et le versement d'une somme de 1 259 325 livres sterling de pots-de-vin contre le passage sans entraves d'arrêts et d'actes en faveur de la CMS. Enfin, le « Comité du secret » pointe les différents responsables de la situation financière anglaise fin 1720, et la Providence se charge visiblement du sort de certains d'entre eux : « *Le 5 février 1721, le fougueux Lord Stanhope décède d'une crise cardiaque après avoir défendu son gouvernement à la Chambre des Lords. Le 16 mars, le ministre Craggs meurt de la petite vérole. Le même jour, son père, qui était malade depuis trois jours, meurt au bureau de poste de Lombard Street, peut-être après un suicide* » [Dickson, 1967, p. 173].

**LA BANQUE D'ANGLETERRE
A ALORS CONTRIBUÉ À UN BAIL-OUT,
UNE AIDE À UNE INSTITUTION EN DIFFICULTÉ
ORGANISÉE PAR LE GOUVERNEMENT,
COMME ON PEUT EN VOIR DE NOS JOURS.**

Un nouveau plan de sauvetage de la CMS est alors mobilisé par le Parlement. Il comprend deux volets : le premier concerne la réorganisation interne des différentes opérations de la CMS, le second fait de nouveau appel au soutien de la Banque d'Angleterre. Ce nouveau plan est considéré par Dickson [1967] comme étant « *l'une des plus importantes mesures qui restaurera l'équilibre d'une Compagnie des mers du Sud sévèrement secouée* ». Il est mis en place deux ans après l'échec du Bank Contract.

La Banque d'Angleterre intervient donc deux ans après l'éclatement de la bulle, sollicitée par le gouvernement dans le cadre d'un plan de sauvetage plus vaste et toujours sous la



pression du gouvernement. Nous partageons la thèse de Dale [2004] selon laquelle la Banque d'Angleterre a alors contribué à un *bail-out*, une aide à une institution en difficulté organisée par le gouvernement, comme on peut en voir de nos jours. En effet, au-delà des problèmes liés à la solvabilité ou non de la CMS, les instances politiques ont estimé que c'était une institution *too big to fail* (trop importante pour périr), et c'est sur cette base que la décision du *bail-out* a été prise.

Bien que la Banque d'Angleterre n'ait pas joué le rôle de prêteur en dernier ressort dans la résolution de la crise de la Compagnie des mers du Sud, l'épisode financier de l'année 1720 peut être considéré comme un événement majeur dans son évolution. Elle y a conforté son rôle essentiel dans la gestion de la dette publique, ressortant comme l'un des vainqueurs de cet épisode spéculatif. ■

Bibliographie

Braudel, Fernand, 1979, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XV^e-XVIII^e siècle*, Paris, Armand Colin.

Cantillon, Richard, 1728-1730, *Essai sur la nature du commerce en général*, Paris, Institut national d'études démographiques (Ined), 1997.

Carswell, John, 1960, *The South Sea Bubble*, Londres, Butler & Tanner Ltd.

Dale, Richard, 2004, *The First Crash : Lessons from the South Sea Bubble*, Princeton (NJ), Princeton University Press.

Dickson, P. G. M., 1967, *The Financial Revolution in England. A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756*, Londres, Macmillan.

Freke, John, 1720, *Prices of Stocks*, Londres, British Library, cote 713.h.2.

Hawtrey, Ralph G., 1932, *The Art of Central Banking*, Londres, Frank Cass Publishers, 1970.

Kindleberger, Charles P., 1978, *Manias, Panics, and Crashes : a History of Financial Crises*, New York, Basic Books (trad. fr. : *Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours*, Paris, PAU, 1994).

Macleod, Henry Dunning, 1866, *The Theory and Practice of Banking*, Londres, Longmans, Green, Reader & Dyer.

Minsky, Hyman P., 1972, « *Financial instability revisited* », in *Fundamental Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism, III*, Washington DC, Federal Reserve System.

Neal, Larry, 1990, « *How the South Sea Bubble was blown up and burst : a new look at old data* », in Eugene N. White (ed.), *Stock Market Crashes and Speculative Manias*, Homewood (IL), Business One Irwin.

Scott, William Robert, 1911-1912, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720*, 3 vol., Cambridge University Press.

Steuart, James, 1767, *An Inquiry into the Principles of Political Economy*, Londres, Pickering & Chatto.

Tirole, Jean, 2008, « *Déficits de liquidité : fondements théoriques* », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 11, spécial « Liquidité », fév., p. 57-69 (disponible sur www.banque-france.fr).