

ÉDITIONS MARCEL RIVIÈRE et Cie

22, rue Soufflot - Paris-V<sup>e</sup>

**OUVRAGES  
D'HISTOIRE ÉCONOMIQUE ET SOCIALE**

*Extrait du catalogue :*

- P. CHALMIN. — L'officier français de 1815 à 1870 .... 30 F  
E. COORNAERT. — Les Français et le commerce international  
à Anvers. Fin du xv<sup>e</sup>-xvi<sup>e</sup> siècle (2 vol.) ..... 80 F  
A. CORBIN. — Archaisme et modernité en Limousin au xix<sup>e</sup> siècle  
(1845-1880) (2 vol.) ..... 150 F  
M. DESSAL. — Un révolutionnaire jacobin, Charles Delescluze  
(1809-1871) ..... 30 F  
O. FESTY. — Les délits ruraux et leur répression sous la Révo-  
lution et le Consulat ..... 22 F  
O. FESTY. — L'agriculture pendant la Révolution française.  
L'utilisation des jachères (1789-1795) ..... 20 F  
N. HAMPSON. — La marine de l'An II. La mobilisation de la  
flotte de l'Océan (1793-1894) ..... 22 F  
J. KAYSER. — Les grandes batailles du radicalisme : des origi-  
nes aux portes du pouvoir ..... 32 F  
I. MARGALITH. — Le Baron Edmond de Rothschild et la colo-  
nisation juive en Palestine (1882-1899) ..... 25 F  
M. MORET. — Aspect de la société marchande de Séville au  
début du xvii<sup>e</sup> siècle ..... 15 F  
R.H. TAWNEY. — La religion et l'essor du capitalisme. 30 F  
J. VIDALENC. — Le département de l'Eure sous la Monarchie  
Constitutionnelle (1814-1848) ..... 40 F  
J. VIDALENC. — Les demi-solde. Etude d'une catégorie  
sociale ..... 22 F  
J. VIDALENC. — La Société française de 1815 à 1848.  
Tome I : Le Peuple des campagnes ..... 40 F  
Tome II : Le Peuple des villes et des bourgs .. 60 F  
Tome III : Les cadres de la Nation (à paraître).

PUBLICATION TRIMESTRIELLE  
Imprimé en France

Le numéro : 28 F

1976 — REVUE D'HISTOIRE ECONOMIQUE ET SOCIALE — N° 1

# REVUE D'HISTOIRE ECONOMIQUE ET SOCIALE

ANNEE 1976 — 54<sup>e</sup> VOLUME — NUMERO 1

Paul BUTEL : L'Instruction populaire en Aquitaine au xviii<sup>e</sup> siècle. L'exemple de l'Agenais.

Albert BRODER : Les Investissements étrangers en Espagne au xix<sup>e</sup> siècle. Méthodologie et quantification.

François CARON : La Stratégie des investissements en France aux xix<sup>e</sup> et xx<sup>e</sup> siècles.

Henri MORSEL : Contribution à l'histoire des ententes industrielles (à partir d'un exemple, l'industrie des chlorates).

Comptes Rendus

REVUE TRIMESTRIELLE PUBLIÉE AVEC LE CONCOURS  
DU CENTRE NATIONAL DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE



MARCEL RIVIÈRE et Cie - PARIS



# REVUE D'HISTOIRE ÉCONOMIQUE ET SOCIALE

FONDÉE EN 1908

## COMITÉ DE PATRONAGE

### *Président :*

Ernest LABROUSSE, professeur honoraire à la Sorbonne.

### *Membres :*

M. B. AMZALACK (Université de Lisbonne) ; Raymond ARON, membre de l'Institut (Collège de France) ; J.-F. BERGIER (Ecole Polytechnique Fédérale de Zurich) ; G.-H. BOUSQUET (ancienne Faculté française de Droit d'Alger) ; F. BRAUDEL (Collège de France) ; Sir Alec CAIRNCROSS (Université d'Oxford) ; E. COORNAERT, membre de l'Institut ; G. DEHOVE (Université de Lille) ; D. DEMARCO (Université de Naples) ; G. FRIEDMANN (Conservatoire des Arts et Métiers) ; Henri GUITTON, membre de l'Institut (Université de Paris-I) ; P. HARSIN (Université de Liège) ; E. JAMES, membre de l'Institut ; J. LAJUGIE (Université de Bordeaux) ; G. LEDUC, membre de l'Institut ; M. MOLLAT (Sorbonne) ; R. MOUSNIER (Sorbonne) ; J.U. NEF (Université de Chicago) ; Fernand OUELLET (Université d'Ottawa) ; F. PERROUX (Collège de France) ; A. PIETTRE, membre de l'Institut (Université de Paris-II) ; J. STOETZEL (Sorbonne) ; L.G. de VALDEAVELLANO (Université de Madrid) ; P. VILAR (Sorbonne) ; J. WEILLER (Université de Paris-I).

## CONSEIL DE REDACTION

Pierre CHAUNU - François CROUZET  
Adeline DAUMARD

## REDACTEUR EN CHEF

Jean VIDALENC

54<sup>e</sup> Volume — Année 1976

REVUE TRIMESTRIELLE PUBLIÉE AVEC LE CONCOURS  
DU CENTRE NATIONAL DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

EDITIONS MARCEL RIVIÈRE ET C<sup>ie</sup>  
22, RUE SOUFFLOT, PARIS V<sup>e</sup>

# LES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN ESPAGNE AU XIX<sup>e</sup> SIÈCLE: MÉTHODOLOGIE ET QUANTIFICATION

par ALBERT BRODER

(Université de Paris X-Nanterre)

---

La querelle qui divise économistes et historiens au sujet des investissements extérieurs et de leur rôle dans la croissance des pays attardés reste étrangement académique pour des raisons souvent techniques.

D'une part, les études historiques, en général bilatérales, ne couvrent que le moyen terme ; de l'autre, les études économiques, si elles embrassent le long terme, gardent souvent un caractère unilatéral (1). Mais surtout, effectués à partir de méthodes macro-économiques, ces travaux donnent une image des mouvements de capitaux, mais ne permettent pas d'en analyser les effets sectoriels (2).

Cet essai (3) part de prémisses différentes : le but consistant à appréhender la totalité des mouvements de capitaux à long terme reçus par une économie arriérée. En se plaçant dans la situation du récepteur, il est possible de mieux définir les différents courants nationaux sans en privilégier aucun. Cette position, que l'on peut qualifier de parti pris méthodologique, facilite la détermination des domaines d'action des investisseurs et partant l'analyse des conséquences de l'irruption, au sein d'une économie attardée mais autonome, de facteurs externes tant économiques que techniques.

\*  
\*\*

---

(1) Nous pensons surtout aux travaux de B. THOMAS, BUTLIN et CAIRNCROSS.

(2) Les méthodes de balance des comptes, en effet, ne donnent que les flux résultant et pour un seul pays, mais ni la direction ni la composition de ces flux.

(3) Nous présentons ici une version abrégée de notre communication au Congrès international d'Histoire économique de Copenhague, 1975, dans la section « Nouvelles méthodes en histoire économique ». Le détail des méthodes et leur application effective sont développés dans notre thèse en cours portant sur « le rôle de l'Étranger dans la croissance de l'Espagne au XIX<sup>e</sup> siècle ».



Le choix de l'Espagne n'est pas fortuit. Grande puissance jusqu'au XVIII<sup>e</sup> siècle, la bourrasque napoléonienne révèle que le roi est nu. La perte de l'Empire continental d'Amérique, les ruines accumulées par la guerre d'indépendance laissent le pays exsangue. A aucun moment au cours du XIX<sup>e</sup> siècle, l'Espagne ne pourra se libérer de l'intervention étrangère, tant dans les finances publiques que dans la mise en exploitation des richesses nationales. Il en découle un fait intéressant : l'intervention étrangère s'étend sur une longue durée : de 1768 à 1913 (4), et recouvre toutes les formes d'intervention, de l'emprunt public à l'investissement dans les services.

Un autre aspect de l'analyse espagnole est constitué par les réactions de l'opinion publique. En effet, contrairement à la plupart des Etats dans lesquels le phénomène a eu une ampleur comparable, l'Espagne est extrêmement sensible à l'intervention extérieure sous toutes ses formes. La vision extérieure et traditionnelle de l'historien ne suffit pas ici si elle se limite aux réactions d'une classe politique et financière des plus étroites. Plus qu'en aucun autre pays l'Etat ou l'investisseur étranger eurent à tenir compte des oppositions et des réserves d'une opinion nationaliste, à la sensibilité toujours prête à interpréter l'arrivée de l'étranger comme une menace pour l'indépendance et pour l'intégrité nationale.

Mais surtout la conjonction du long terme (près d'un siècle et demi, encore que le mouvement n'ait jamais cessé jusqu'à nos jours) et de la variété des formes d'intervention nous ont permis d'envisager, avec le cas de l'Espagne, une tentative d'analyse à la fois macro et micro-économique des effets de l'investissement étranger sur une économie sous-développée. Inversement, la connaissance des flux, de leur montant réel et de leur destination effective permettent non seulement de déterminer l'effet du transfert sur le pays récepteur, mais également sur l'économie des fournisseurs. C'est à ces fins qu'a été entreprise l'étude dont certains résultats préliminaires sont exposés ici. Dans un but de clarté, nous avons été amenés à distinguer quatre types d'intervention étrangère, en fonction des critères d'investissement, des effets sur les économies et des politiques des nations intéressées.

(4) En fait, l'investissement étranger reprend dès 1919 et n'a cessé depuis que pendant la période 1936-1959 sous l'effet des événements mais aussi des tendances nationalistes du « movimiento » qui imposa des lois restrictives ; lesquelles ne furent levées qu'en 1959. (Décrets restrictifs des 5 juin 1937 et 24 novembre 1939, annulés par le décret loi du 27 juin 1959.)

#### a) *L'emprunt public*

Ses caractéristiques générales sont bien connues. Dans le cadre espagnol, son intérêt est cependant multiforme. Il s'agit de la forme la plus ancienne de l'intervention économique étrangère puisque le premier emprunt de l'époque contemporaine (5) fait par l'Espagne à l'extérieur fut placé en 1768 aux Pays-Bas à des fins de travaux publics ; une des plus durables aussi : le dernier emprunt extérieur du XIX<sup>e</sup> siècle ayant été placé en 1886 pour faire face à l'insurrection cubaine. Malgré cela, et malgré l'importance des montants impliqués, l'Etat espagnol (6) s'est conduit avec une grande liberté envers les porteurs, accumulant suspensions de paiement et banqueroutes partielles. En fait, les grands groupes financiers ne s'intéressent à ces emprunts que dans le cadre de spéculations de placement et ne gardent en portefeuille aucun titre (7). Peu défendus par des associations de formation tardive et sans grand poids du fait de l'abstention des « ténors » de la banque, les porteurs sont isolés et leur protestation n'entraîne pas de réaction d'Etat. La nécessité d'une quantification exacte n'en ressort que plus, compte tenu de la complexité de certaines opérations, si l'on veut calculer à long terme la rentabilité de ces titres. Mais surtout la connaissance en est nécessaire pour qui veut — et c'est notre cas — rechercher le rôle de la dette extérieure dans l'économie nationale du pays récepteur. Dans quelle mesure l'emprunt extérieur a-t-il aidé à la survie d'un Etat écrasé par ses déficits budgétaires (8) et poussé par le solde de la balance des comptes (9) à une politique dangereusement déflationniste ?

(5) Il est évident que l'appel extérieur est plus ancien, particulièrement au XVI<sup>e</sup> siècle : cf. Ramon CARANDE, *Carlos Quinto y sus banqueros*, Madrid, 1967, tout particulièrement le tome III.

(6) Nous avons négligé les emprunts extérieurs des municipalités limités à deux faibles opérations des villes de Madrid et de Carthagène. Leur montant est inclus dans le total général des investissements que nous donnons dans notre thèse.

(7) En fait, il arrive qu'il leur en reste sur une émission incomplètement réalisée. La banque est alors intéressée par toute nouvelle émission et tente — et réussit — d'y inclure les titres encore en sa possession. C'est en particulier le cas d'Ardouin soldant en titres de 1823 une partie de l'emprunt de 1834.

(8) Pour la seule période 1820-1849, le déficit budgétaire cumulé s'élève, selon nos calculs, à 2,1 milliards de francs-or.

(9) Pour la même période que ci-dessus, nous avons calculé à 2,6 milliards de francs le déficit cumulé du commerce espagnol. Pour autant qu'il puisse être estimé, le solde des services est également négatif ; pour ces deux points, cf. notre thèse.



b) *L'investissement dans les services publics*

Il s'agit d'un ensemble d'opérations dont l'importance est essentielle dans le cadre de la croissance économique de l'Espagne et dont la totalité des engagements ressort du domaine privé (10). Le regroupement d'investissements aussi disparates que les chemins de fer, les réseaux de gaz et d'électricité, les tramways et le téléphone, se justifie par un ensemble de caractéristiques communes. Parmi ces derniers ressortent l'importance de l'investissement fixe et la rigidité spatiale d'un marché que limite par avance la concession ou l'affermage. Cette concession, bien immatériel, est un élément fondamental du capital et sa possession est une valeur négociable, voire spéculative. La prospérité de l'entreprise est dépendante de celle du pays ou même de la région ; il n'y a pas de substitut à la perte de la concession. Dans un tel contexte, revenu et amortissement sont tirés de la vente de services exclusifs, de gains financiers mais aussi, pour la (ou les) société-mère, de bénéfices sur la fourniture d'équipements et de biens intermédiaires.

Etroitement lié aux réalités locales, ce type d'investissement est le point de mire de pressions nationalistes spontanées ou provoquées. Cette dépendance rend l'investissement à la fois coûteux et fragile. De caractère nettement monopolistique (11), les entreprises de service public se sont généralement naturalisées espagnoles tout en gardant leur centre de décision effectif hors de la péninsule. Une telle situation leur a généralement permis de résister aux obligations mais aussi aux pressions extérieures. Jouant sur les deux registres de l'appartenance nationale et de l'origine des capitaux, elles ont fait naître très tôt des critiques acerbes de la part des contempteurs de l'investissement extérieur tout en soulevant les inquiétudes précoces des nationalistes sourcilleux. Fragiles et puissants, gros consommateurs de capitaux et d'équipements coûteux, les investissements dans les services publics sont cependant les plus aisés à quantifier du fait de leur structure juridique (12).

(10) La pauvreté des moyens de l'Etat n'a jamais permis d'envisager la construction directe des chemins de fer par l'Etat. Le discrédit des finances et l'incompétence de la haute administration ramène à une hypothèse d'école une situation de type russe ou prussien.

(11) Les concessions sont à zone géographique réservée. Ceci n'exclut pas les recoupements de réseaux ferrés sources de création de lignes stériles dont le but est de protéger ou de détourner un trafic existant (concession urbaine).

(12) Le contrôle de l'Etat sur les compagnies a été souvent tâillon, mais les a obligées à suivre des règles comptables strictes s'inspirant de l'exemple

c) *Les investissements miniers*

Ils possèdent la plupart des caractéristiques du type précédent. Ce sont, cependant, des investissements fort indépendants. Indépendance envers les pressions du pays hôte dans la mesure où il n'est que faiblement consommateur du produit, et ce d'autant plus que les minerais jouent un rôle important dans les exportations nationales. La situation est d'autant plus aberrante que les statistiques commerciales, même exactes, exagèrent fortement ce rôle (13). L'indépendance est également réelle envers les gouvernements des pays d'origine des capitaux car, outre l'importance de l'autofinancement qui limite tout appel subséquent au marché, certains d'entre eux, la France ou la Belgique, sont de faibles consommateurs du produit extrait (14).

d) *L'investissement industriel*

C'est le plus ancien en Espagne puisqu'on le retrouve dès le XVIII<sup>e</sup> siècle (15). Cependant, nous n'avons pas tenu compte de la forme la plus fréquente jusqu'au milieu du siècle : la création d'une entreprise en Espagne par des étrangers y élisant domicile (16), car les sorties de capitaux sont assimilables au pécule emporté par les émigrants. Au demeurant, leur montant paraît faible et difficile à quantifier. Les formes modernes n'apparaissent en Espagne que dans le dernier quart du XIX<sup>e</sup> siècle et se

français (cf. F. CARON, *La Compagnie des Chemins de fer du Nord*, Mouton, Paris, 1973, Stt., ch. IX).

(13) Le commerce enregistre la valeur des produits échangés, non les paiements. Ceci est particulièrement vrai pour les minerais extraits par des sociétés britanniques et françaises, d'où une très forte différence entre échanges et soldes commerciaux (cf. notre thèse, 1<sup>re</sup> partie, ch. II).

(14) Nombre de sociétés françaises transfèrent leur siège social à Londres afin de bénéficier du marché de la place. Il s'y ajoute, à l'avantage d'être au centre des échanges de métaux, la facilité de créer une société avec trois actionnaires britanniques « fantômes » pouvant ne détenir chacun qu'une action et les commodités d'une législation laissant le Conseil libre de céder comme il l'entend toute nouvelle émission de capital sans priorité pour les actionnaires anciens.

(15) Les Anglais dans le négoce viticole andalou et les Français dans la métallurgie basque.

(16) Les exemples sont nombreux surtout parmi les Français qui deviennent imprimeurs sur cotonnades en Catalogne, fabricants de modes à Madrid. Un cas curieux, celui de la maison Louit de Bordeaux créant au début du XIX<sup>e</sup> siècle une fabrique de condiments (moutarde) à San Sébastien. La maison-mère a disparu mais la filiale occupe de nos jours la première place sur le marché espagnol. Cependant, outre l'impossibilité de les quantifier, ces investissements sont excessivement modestes. La plupart du temps, le capital fondamental est le savoir-faire de l'immigrant.

concentrent avant tout dans les industries du matériel électrique et de la chimie. Ces industries ont un *ratio* de rentabilité très nettement supérieur aux autres (sauf les activités minières). Mais le calcul des flux d'investissement est ici insuffisant. Ce calcul suffit, certes, pour rétablir la balance apparente des comptes. Cependant, comme il s'agit d'industries à haute technicité, on voit apparaître d'autres formes de prise de participation : cession de brevets, partage de marché. Dans ces conditions, la rentabilité de l'investissement ne se calcule pas seulement en fonction des montants investis, mais en fonction également de la valeur des techniques réservées et des marchés modifiés. Dès 1880, brevets et marchés font apparaître les phénomènes de multinationalité (17) rendus difficile à appréhender par l'existence de relais juridiques, suisses ou belges (18). Il peut y avoir dissociation entre les pays dont les actionnaires sont chargés de fournir les capitaux et ceux dont le rôle se limite à la cession des brevets (19). Dès lors, rien ne s'oppose à ce que les émissions d'obligations aient lieu sur des marchés n'ayant aucune relation avec les actionnaires principaux de l'entreprise (20) ; l'« image de marque » suffit.

La relation entre ce genre d'entreprise et les gouvernements est ambiguë. L'indépendance envers l'hôte est renforcée par le rôle croissant du brevet. Les entreprises installées en Espagne n'ont ni initiative ni autonomie technique (21), ce sont au mieux des unités de production intégrant rarement une ligne complète du produit. Leur poids dans l'ensemble du groupe est trop faible pour que, contrairement aux services publics, la menace de main-

(17) Ainsi dans la création de la Thomson-Houston de la Méditerranée, l'associé français, la CFTH, solde sa part de capital pour partie en numéraire, en droits pour le reste. Il en va de même du partenaire allemand, l'Union elektricitat gesell., mais le partenaire américain, la General Electric, reçoit 15 % du capital actions en échange du droit d'exploitation de ses brevets (Statuts, Bruxelles, 11 avril 1893).

(18) Ainsi la Barcelona Traction, trust électrique de droit canadien et dont le capital est contrôlé par l'AEG, la General Electric et la CGE française en tant que principaux actionnaires, est gérée par la SOFINA, société de droit belge domiciliée à Bruxelles au sein de laquelle on retrouve les actionnaires de la BT. Mais la SOFINA gère aussi les intérêts de l'AEG en Amérique latine. De même, l'Electro Bank de Zurich sert de relais à des consortiums internationaux en Espagne (cf. notre thèse en cours, 3<sup>e</sup> partie, ch. III).

(19) Outre le cas de la T.H. del mediterraneo déjà cité, on peut aussi donner en exemple le trust chimique Union Espagnole des Explosifs, au sein duquel se fait aussi cette répartition.

(20) D'importantes émissions d'obligations de la Barcelona Traction ont lieu à Londres alors que la part britannique du capital est symbolique.

(21) Aucune entreprise industrielle installée avant 1959 par des capitaux étrangers ne dispose de moyens de recherche ou élabore un produit original.

mise publique ait un effet dissuasif. Du côté des investisseurs, le désir d'acquiescer ou de maintenir une participation nationale dans l'affaire aboutit à inverser les rôles et à faire accepter des opérations reconnues douteuses (22).

Cette classification a, nous l'admettons aisément, des inconvénients. En particulier, sur le plan juridique, elle crée des divisions artificielles au sein de formes d'émission bien définies. D'autre part, elle sépare des investissements dont la décision est unique, masquant ainsi parfois le lien existant entre eux. C'est notamment le cas des industries électriques et des tramways. Nous l'avons adoptée pour son classicisme, mais surtout parce que, du point de vue de l'économie réceptrice, elle permet de mieux calculer les effets de l'intervention étrangère.

#### I. — L'EMPRUNT PUBLIC (23)

Dans l'optique des balances financières, l'emprunt extérieur apparaît comme l'élément principal par le poids qu'il a représenté pour le budget et pour le rôle le plus souvent positif qui fut le sien, tant dans le maintien des structures de l'Etat espagnol que dans la lutte contre la ruine monétaire et la déflation. Cependant, en raison des conditions parfois léonines des contrats et de méthodes de placement frôlant l'escroquerie, l'opinion espagnole lui fut constamment hostile. Par ailleurs, les nombreuses suspensions de paiement, suivies ou non de capitalisation des intérêts en retard, les conversions totales ou partielles incluses dans la plupart des emprunts antérieurs à 1850, les banqueroutes partielles rendent à la fois indispensables et complexes les opérations de quantification (24).

Dans le cadre limité de cet article, nous avons été amené à rechercher :

(22) Toujours dans le cas de la B.T., modèle presque caricatural, la France, malgré l'opposition des finances et du Quai d'Orsay, laisse se faire une émission d'obligations en 1912 sous la pression de l'actionnaire français, la CGE dont le président est le sénateur Paul Doumer (J.L. SUREDA, *El caso de la Barcelona Traction*, Barcelona, 1959. L'auteur est avocat du gouvernement espagnol lors du premier procès devant la Cour de La Haye en 1958).

(23) Limité à l'emprunt d'Etat.

(24) Les banquiers recherchent d'autant plus un emprunt qu'ils spéculent sur les conversions en rachetant, avant d'entamer les négociations, les titres anciens à bas prix, en particulier sur le marché britannique où la cotation des titres espagnols est suspendue.



a) les montants réellement souscrits afin de déterminer l'intérêt effectif et donc de pouvoir faire une comparaison sur le long terme.

L'absence de statistiques espagnoles sur les taux d'intérêt de la première moitié du siècle rend nécessaire une telle étude qui permet, par comparaison avec les taux des émissions « internes » des pays preneurs de faire la part des actions bancaires et des motivations des épargnants. La rente espagnole ne se classe pas dans les portefeuilles bancaires et n'apparaît dans ceux des assurances qu'à l'extrême fin du siècle.

b) le coût réel, tant de l'opération que des charges annuelles.

Cela exige la connaissance du montant effectivement mis à la disposition des autorités du pays en tant qu'il est différent du total souscrit.

c) le flux de métal et numéraire vers le pays.

Jusqu'aux années soixante-dix, la circulation espagnole est presque exclusivement métallique (25) alors que le déficit budgétaire, pour la première moitié du siècle, dépasse 2,5 milliards de francs et que celui du commerce pour la même période est également supérieur à 2 milliards de francs (26). Les flux ainsi créés sont un apport indispensable au maintien de la circulation intérieure à un niveau acceptable. De même, les montants utilisés pour combler le déficit budgétaire ont un effet anti-déflationniste en maintenant les dépenses de l'Etat en influant sur l'activité économique interne et le taux de l'intérêt.

Par contre, il ne nous a pas été possible, sauf en de rares cas, de déterminer d'une façon comptable l'emploi fait des fonds non transférés en Espagne. Certes, les emprunts faits lors de la guerre carliste de 1834-40 et du soulèvement de Cuba ont une destination qui nous est connue, mais du fait de l'abstention de l'Etat dans le domaine des grands travaux d'équipement, rien de comparable à ce que l'on peut tirer du cas russe n'apparaît (27). Il est à noter que l'antériorité des emprunts espagnols explique en partie cette situation.

(25) Après l'expérience des Valès, la monnaie fiduciaire ne fait une timide réapparition qu'avec les billets de la banque de San Fernando en 1829. Cependant, en janvier 1844, la circulation fiduciaire à Madrid ne dépasse pas 10 millions de francs. (Cf. notre thèse, 1<sup>re</sup> partie, chapitre V).

(26) Cf. notre thèse en cours, 1<sup>re</sup> partie, ch. I et III.

(27) Cf. R. GIRAULT, *Les relations commerciales et financières entre la France et la Russie*, Paris, 1971.

Ceci posé, la méthodologie du calcul des emprunts est assez simple, car leur enchevêtrement condamne d'avance tout essai cliométrique. La méthode consiste donc non pas à suivre les émissions et leurs conditions, mais à rechercher, tant du côté des archives publiques espagnoles que des études extérieures, les composantes des emprunts réalisés. En effet, les sources classiques, autrement dit les contrats et leurs avenants, ne fournissent que le cadre général de l'opération. La plupart des émissions, outre les conditions habituelles : rabais, commission bancaire, incluent des clauses non quantifiées. Les plus fréquentes sont par ordre d'importance : la reprise de queues d'emprunts antérieurs encore aux mains des banquiers, la conversion de rentes anciennes et d'intérêts en retard plus ou moins capitalisés, les frais annexes d'émission, d'assurance et de transport des fonds. Une autre source de réduction, moins importante et surtout plus difficile à calculer, est constituée par les réductions pour versement anticipé (dans les caisses du banquier, car rares sont les cas où le gouvernement les perçoit avec anticipation), les frais de négociation des lettres de change remises par les banquiers en représentation des versements (28), les intérêts et amortissements d'un ou plusieurs semestres retenus à la souscription, y compris la commission réservée au banquier pour cette opération. Dans la première moitié du siècle, l'ensemble de ces « arrangements » peut dépasser la moitié du montant effectif de l'emprunt, en qualifiant ainsi le taux d'émission diminué des commissions officielles.

La question se pose des sources accessibles pour une évaluation réelle. Les principales se retrouvent dans les archives financières officielles. Ces dernières comptabilisent les rentrées et les frais divers. Souvent imprécises et surtout incomplètes (29), elles nécessitent de nombreux contrôles. Les analyses faites par le Trésor des différentes propositions déposées par les parties intéressées dans un emprunt éventuel sont également d'une grande utilité. Elles nous renseignent sur l'ensemble des frais et des éléments les plus divers et contiennent souvent des études comparatives avec les emprunts passés. Elles sont cependant à mener et utiliser avec précision, car elles ne concernent que les situations

(28) Les banquiers acceptent parfois d'honorer avant échéance ces lettres qu'ils ont remises au gouvernement, contre escompte qui réduit d'autant le montant utilisable par les finances.

(29) Il n'existe aucune comptabilité intacte concernant l'un quelconque des emprunts espagnols. Nous n'avons pu retrouver aucune récapitulation des entrées effectives.

éventuelles et même si l'une d'entre elles est acceptée sa réalisation totale ou conforme est rien moins qu'assurée. En fait, l'exactitude des résultats ne s'obtient que par une comparaison généralisée des différentes estimations concernant chaque emprunt. Un dernier recoupement peut être effectué à partir des séries évolutives extrêmement détaillées que fournit la « Estadística de los Presupuestos » publiée en 1891 et qui, à partir des tableaux des différentes dettes et de leur service, permet d'effectuer des calculs de conformité relativement aux emprunts antérieurs (30).

En effet, l'absence de budgets réguliers et homogènes (31) ne permet pas de réaliser ce contrôle à partir du poste classique du service de la dette. Tout au moins pour la période antérieure à 1850 et effectivement pour tout ce qui nous intéresse antérieurement à la conversion de 1881.

L'absence d'une comptabilité publique régulière est déjà un handicap, celle de documents bancaires en est un plus grand. La quasi-totalité des maisons ayant participé aux emprunts antérieurs à 1868 a disparu sans laisser de traces comptables. Celles dont il reste des archives (Rothschild, Mallet, Hope) n'ont pas gardé les pièces comptables des souscriptions et transferts. Il nous a été possible de retrouver un certain nombre de documents de ce type par une recherche exhaustive (croyons-nous) des conflits entre l'Etat espagnol et ses banquiers. Ces documents proviennent des maisons Ardouin et Hubbard de Paris, pour les premiers emprunts, Ferrère-Laffitte (Paris) et Ricardo (Londres) pour ceux du milieu du siècle. Intéressants mais incomplets, ils permettent de consolider une reconstitution des montants et surtout des flux réels. Les sources secondaires sont de fait fort utiles. Non pas celle de la correspondance diplomatique dont l'indigence et l'imprécision se justifient par l'incompétence en la matière du personnel diplomatique et son manque d'information. Pour employer un terme actuel, les diplomates s'intéressent à l'environnement d'un emprunt et non à son objet même. La situation est certes différente à la fin du siècle comme le montrent Girault ou Thobie, mais c'est justement à ce moment que cesse le recours espagnol à l'extérieur. Par contre utile, sans excès, est la catégorie des sources imprimées. Nous nommerons, en renvoyant pour le détail

(30) La « Estadística » donne en détail l'état de la dette et de ses charges mais postérieurement à la conversion banqueroute de 1851.

(31) Le premier budget régulier de l'Espagne date de 1849, la statistique régulière des budgets exécutés ne commence qu'en 1850.

à notre thèse en cours, les études faites par les commissions des Cortès (1820-23 et 1834-49 essentiellement), les discours fort longs qui y sont prononcés et les publications à caractère polémique faites par d'anciens ministres ou hauts fonctionnaires. Débordant de détails et de calculs, d'autant plus douteux qu'ils veulent paraître précis, ces documents sont souvent extrapolés des sources ministérielles. Quelques exceptions confirment la règle et se limitent à la période antérieure à 1849 (32).

Le problème du montant de l'emprunt réglé, reste celui, beaucoup plus complexe, de sa répartition nationale. Rares sont les renseignements fournis par nos sources. Résultant de reclassements, les données nombreuses apparaissent après 1881. Nous en donnerons trois exemples caractéristiques mais non exclusifs (33). Ainsi les emprunts dits « des Cortès », pris par les banquiers parisiens Ardouin et Hubbard entre 1821 et 1823, ont été pour partie placés à Paris, Amsterdam et pour une part plus importante à Londres. Cependant la répartition telle qu'elle apparaît dans les bordereaux du service ne traduit pas les souscriptions réelles car les parts française et néerlandaise incluent des conversions d'emprunts antérieurs : respectivement Laffitte 1820 et Echenique/Hope dans le second cas. De même, les emprunts effectués à Paris auprès des mêmes Ardouin comportent une conversion d'intérêts échus des « Cortès ». Or, un nombre important de coupons et de titres ainsi convertis à Paris ont été acquis à Londres à bas prix à la suite de la suspension de cotation des titres espagnols sur cette place. C'est ce même phénomène qui explique la rafle faite par les banquiers français sur la Bourse de Londres (toujours fermée à la cotation de la rente espagnole) dans les années soixante-dix. Il s'agit d'une véritable spéculation à la hausse à long terme, opération couronnée de succès grâce aux rachats espagnols des années quatre-vingts et quatre-vingt-dix. Cependant, ce sont les titres enregistrés à Paris qui appa-

(32) Parmi les plus fiables : PASTOR, *Historia de la Deuda publica Española*, Madrid, 1863 ; X. T., *Aperçu historique des emprunts contractés par l'Espagne, 1820-1834*, Paris, 1834 ; F. SUAREZ, *Lopez Ballesteros y la Hacienda, 1823-32*, Pamplona, 1970 (contient, avec des erreurs, les « memorias » du ministre de Ferdinand VII).

(33) Un cas complexe résulte de la politique menée dans les années cinquante et consistant à amortir la dette passive par adjudication sous plis fermés. Le montant des sommes réservées à cet usage étant connu d'avance, les banquiers font des offres, seules sont retenues celles qui sont au taux le plus bas. Il est impossible de savoir quelle est la provenance des titres ainsi offerts.



raissent dans les nombreuses estimations de la fin du siècle (tant les officielles que celles des « experts » Neymarck, Théry ou Raffalovitch). Ces estimations effectuées sur la base du timbre ou de l'enregistrement pour la France, du service des coupons et des comptages des associations de porteurs pour les autres pays, ne traduisent en aucune façon les souscriptions originales. L'incidence en est fort importante, car les rachats avant la nouvelle opération ont été très importants. En fait, selon nombre d'observateurs contemporains bien placés, ils constituent le facteur essentiel de la recherche des émissions espagnoles par les banquiers au demeurant conscients des difficultés et des risques de placement des rentes dont l'attrait est essentiellement spéculatif (34).

Notre méthode sera donc différente selon qu'il s'agit de la première ou de la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle. Pour la seconde, et en particulier à compter de 1866, nous disposons de renseignements officiels de source gouvernementale ou bancaire permettant une répartition primaire. Celle-ci doit être ensuite corrigée, pour connaître le total, au plus proche, du montant des coupons et titres antérieurs admis à la conversion le cas échéant.

Plus complexe est le calcul concernant les emprunts de la première moitié du siècle. La nationalité des banquiers preneurs ne peut être prise en considération même lorsqu'il n'y a pas formation d'un syndicat. Pour nombre de raisons (35), les banquiers londoniens ou néerlandais préfèrent placer les emprunts pris fermes par d'autres en ne travaillant qu'à la commission. C'est le cas des relations entre les maisons Ardouin et Ricardo par exemple. Comme, d'autre part, le service régulier de ces emprunts n'a jamais été assuré, qu'il y a eu des rachats spéculatifs d'une place sur l'autre, que certaines émissions se sont faites clandestinement par petits paquets (36), il a fallu corriger les

(34) Avant 1881, l'irrégularité du service est de règle. Les titres espagnols sont éminemment spéculatifs; tout bruit d'une nouvelle opération fait hausser les cours et provoque une vague d'achats. Pour l'acquéreur de titres nouveaux, le rendement doit se calculer sur des périodes au moins décennales en tenant compte du taux d'émission, des rares intérêts versés et des conversions offertes.

(35) Entre autre, le problème des colonies espagnoles révoltées auxquelles ces banquiers ont beaucoup prêté et, pour les Hollandais, le contentieux toujours ouvert des emprunts de la période 1768-1809.

(36) Le ministre Ballesteros et son banquier à Paris, Aguado, vendent ainsi sur la Bourse de cette capitale des titres de la rente perpétuelle sans faire d'émission. Celle-ci est clandestine et l'acquéreur croit recevoir des titres anciens déjà émis.

données telles qu'elles apparaissent dans les contrats à partir des éléments rencontrés dans les analyses du Trésor et, dans certains cas heureux, en extrapolant les documents comptables de transfert des fonds. Un certain nombre de ceux-ci, en effet, donnent l'origine des flux monétaires (ou du papier) et leur composition. Même si nous restons prudents au vu des lettres, car le papier sur Londres est abondant à Paris et donc les banquiers, libres de la nature de leurs versements, peuvent le choisir, il est possible de faire un rapprochement entre la nature du papier intéressant les Espagnols et leurs charges extérieures. Dans la grande majorité des cas, nous n'avons pu, en raison de leur caractère fragmentaire, utiliser ces documents que comme complément des autres sources.

Ceci posé, l'histoire de la dette extérieure contemporaine d'Espagne peut s'articuler en quatre périodes :

*De 1768 à 1815*, nous sommes dans une sorte de préhistoire en raison du caractère fragmentaire des données. Les contrats détaillés ne nous sont pas parvenus. La reconstruction se fait à partir des calculs faits pour intégrer cette dette aux emprunts postérieurs. En particulier, nous avons utilisé les volumineux dossiers de discussion entre le Trésor espagnol et les banquiers Laffitte et Ardouin d'une part, les enquêtes des commissions des Cortès au sujet des emprunts 1820/23 de l'autre. L'ensemble étant complété par quelques documents provenant de la maison Hope d'Amsterdam. Il s'agit d'emprunts souscrits en totalité par des maisons hollandaises même si une partie, difficile à quantifier, a dû être placée en Angleterre. Emprunts de travaux publics au début (canaux d'Aragon et du Tauste), ils deviennent rapidement des expédients pour assurer le service des précédents et en écoulent les parties restées aux mains des preneurs. Les derniers, par contre, servent à financer la participation espagnole aux guerres napoléoniennes et sont d'autant plus désastreux qu'ils sont pour partie l'œuvre d'Ouvrard.

*1820-1834* : Les emprunts du règne de Ferdinand VII présentent deux aspects chronologiques bien distincts :

— De 1820 à 1823, les gouvernements constitutionnels vont contracter six emprunts : quatre sur la place de Paris, un à Londres et un sur les deux places. En fait, c'est Londres qui couvre l'essentiel des emprunts. Cependant, pour diverses raisons (37),

(37) A plusieurs reprises, les banquiers britanniques sondèrent les auto-

les banquiers de cette dernière place restèrent en retrait et se « contentèrent » de placer les titres pris fermes par leurs confrères (et correspondants) parisiens. Ces emprunts furent contractés à des conditions détestables en raison de l'épuisement du Trésor espagnol et de l'hostilité croissante des monarchies continentales rendant aléatoire la survie du régime.

— De 1823 à 1834, le Roi, rétabli dans la totalité de ses pouvoirs, répudie les emprunts émis par le régime constitutionnel. Outre le préjudice porté aux détenteurs de la dette (y compris la part du Hollande convertie par ces emprunts), l'Espagne acquiert la réputation d'un débiteur désinvolte, d'où la méfiance des financiers, l'hostilité des Hollandais, et surtout le marché de Londres qui se ferme à toute nouvelle émission ibérique. Ce refus britannique maintenu jusqu'au-delà de 1881 pèsera lourdement sur les conditions des emprunts postérieurs.

La situation du Trésor s'étant encore aggravée malgré les efforts inutiles mais méritoires du ministre Ballesteros (38), le déficit budgétaire se double d'un déficit croissant du commerce pour aggraver la crise de l'économie espagnole. Le roi est totalement dépendant de recours extérieurs rendus difficiles, aléatoires et coûteux du fait de son refus obstiné à tout accommodement sur les dettes des Cortès (39). Les émissions, faites en quasi-totalité sur Paris où le gouvernement se considère un peu comme le tuteur du régime et ferme les yeux sur les irrégularités, sont parfois de véritables escroqueries tant aux dépens des souscripteurs que du Trésor (40). Il ne pouvait en être autrement, car aucun banquier même de second rang n'accepte d'y participer. Certaines opérations rapportant à peine plus de 20 %, le régime, au prix d'un discrédit total, arrive ainsi à survivre mais non à rétablir ses finances.

1834-1849. La guerre carliste (1834-40) aggrave les difficultés des gouvernants en arrêtant la rentrée des impôts dans de nombreuses régions, en paralysant un peu plus l'économie et surtout en faisant s'effondrer les revenus des douanes du fait de la perméabilité des Pyrénées d'une part, de l'obligation du gouvernement de ne pas heurter trop violemment ses soutiens britanniques

rités espagnoles en offrant une émission contre la reconnaissance de l'indépendance des colonies rebelles. Sans succès.

(38) F. SUAREZ, *Ballesteros y la hacienda*, op. cit.

(39) J. FONTANA, *Hacienda y Estado*, Madrid, 1973, ch. VII.

(40) J. FONTANA, *ibid.*, et notre travail en cours, 2<sup>e</sup> partie, ch. I.

et portugais d'autre part. Comme la guerre fait s'accroître de façon vertigineuse les dépenses militaires et que les banquiers autochtones sont prudents tant que le régime n'est pas sûr de durer, le recours extérieur reste essentiel. Mais malgré la reconnaissance des dettes des Cortès, les « grands » de la banque tant française que britannique restent méfiants, sauf pour des opérations dans lesquelles le gage dépasse le risque (41). On retrouve ainsi les agents traditionnels des libéraux dont les intérêts sont liés au régime (42). Paris reste le marché essentiel. L'énormité du nominal atteint par la dette et l'opinion généralisée selon laquelle l'Espagne, malgré la conversion de 1834, est incapable de faire face au service pousse à d'étranges expédients. Le plus classique, mais non le seul, consiste à racheter à Londres de la dette passive, c'est-à-dire sans intérêts, à un cours très bas (inférieur à 20 %) et de vendre en contrepartie de l'active portant intérêt, à 48/49 %. Ainsi, bien que la charge de l'emprunt soit accrue, l'opinion est mystifiée puisque le nominal cumulé ne change pas. Pour les autorités, le gain immédiat se situe sur la différence.

1850-1898. Cette période est plus « claire » car l'Etat espagnol entre dans l'ère de la comptabilité publique régulière. Malheureusement pour le chercheur, les résultats ne sont pas aussi satisfaisants qu'on eût pu l'espérer, cela pour deux raisons : la première, purement matérielle, découle de l'incendie qui en 1940 détruisit les archives des finances. Contrairement à la période antérieure, les documents provenant de la gestion de la seconde moitié du siècle ont beaucoup souffert ; en second lieu, dans les années soixante-dix et quatre-vingts, les banques françaises (Crédit Lyonnais, Société Générale, Paribas) firent au gouvernement espagnol de nombreuses avances à court terme, renouvelables et renouvelées, dans l'espoir de « décrocher » un grand emprunt qui ne se réalisa jamais. Ces opérations difficiles à quantifier de par leur nature même, ont finalement joué le rôle de prêt à moyen terme dans une période de crise monétaire aiguë (43). D'une nature particulière (l'épargne directe n'y participe pas), nous ne les avons pas incluses dans cette étude.

(41) C'est le cas des offres Rothschild contre la garantie du monopole de vente du mercure d'Almaden. Cf. notre travail en cours et aussi B. GILIE, *Histoire de la Maison Rothschild*, Genève, 1965, tome I, pp. 330.

(42) En particulier Ardouin qui garde en portefeuille de l'invendu du dernier emprunt « Cortès » de 1823.

(43) Entre 1881 et 1913, la peseta décroche de sa parité avec le franc. L'écart par rapport au pair atteint, en 1898, 50 %. Cette dépréciation que



La période est d'autre part plus calme, le démarrage de l'économie, bien que modeste au début, est conforté par une puissante vague d'investissements extérieurs qui allègent les besoins extérieurs de l'Etat. L'accélération de la croissance après 1873/75, le développement du système bancaire et de son corrélat, la monnaie fiduciaire, le crédit meilleur marché, permettent le recours de plus en plus fréquent à l'épargne nationale. A la fin du siècle, cette solution devient extrêmement aisée car la politique volontairement déflationniste des gouvernements successifs réduit les besoins budgétaires (au prix de dramatiques insuffisances dans tous les domaines de l'action publique), freine la croissance donc les emplois privés et fait de l'emprunt public l'emploi privilégié de disponibilités relativement abondantes.

Le recours extérieur n'est plus guère qu'un expédient de crise — 1855, 1866, la tentative républicaine et la seconde guerre carliste (1868-1875), le soulèvement colonial (Cuba ; dès 1868) — et se combine désormais avec l'emprunt national. La dépréciation croissante de la peseta et la garantie-or des intérêts de la dette extérieure font naître, par ailleurs, un très important mouvement de rachat de titres par des nationaux espagnols, d'autant plus que, une fois réalisée la conversion de 1881, le service en est fait avec la plus parfaite ponctualité. L'emprunt destiné à lutter contre la rébellion cubaine et émis en deux fois (1878/86 et 1890) marque la fin des emprunts extérieurs du XIX<sup>e</sup> siècle. Il faudra attendre 1928 pour voir lancer un nouvel emprunt extérieur dans le but de maintenir le change espagnol et qui, en fait, sera essentiellement couvert par des souscriptions provenant de dépôts espagnols à l'étranger.

Ainsi résumée, l'histoire de la dette extérieure donne lieu à des résultats quantitatifs qui sont regroupés dans le tableau I. Ce tableau ne donne que les montants réellement souscrits et donc les sommes mises effectivement à la disposition de l'Etat espagnol à l'exclusion de toutes retenues (commissions, frais, transport, etc.) et souscription par conversion. Il ne comprend pas les dettes contractées par l'Etat espagnol auprès des gouvernements étrangers pour des raisons non économiques (44).

les spécialistes du temps attribuent à une trop forte émission fiduciaire destinée à couvrir le déficit du budget, mais qui, en fait, est due avant tout à la dégradation de la balance des comptes, facilite la spéculation (au plus fort de la guerre hispano-américaine, le franc vaut 2 pesetas alors que le pair est de 1 peseta) et aggrave la charge de la dette extérieure de l'Etat et des chemins de fer. (Cf. notre thèse, 1<sup>re</sup> partie, chap. VI).

(44) Il s'agit des dettes contractées envers la Grande-Bretagne au cours

TABLEAU I  
Montant effectivement souscrit en Francs

Période	Effectif	dont France	dont G.B.	dont Hollande	Divers
1768-1815	53 272 000			53 272 000	
1820-1823	128 388 000	22 475 000	105 913 000		
1823-1834	293 019 000	190 745 000	18 237 000	48 114 000	35 923 000
1834-1850					
1851-1891	1 226 833 000	825 991 000	255 686 000	145 156 000	
				(3)	
Total	1 701 512 000	1 039 211 000	379 836 000	246 542 000	35 923 000

(1) Le chiffre donné pour la France est inférieur à la réalité. Nous en donnerons la valeur exacte dans notre thèse en cours. Cependant, la différence est trop faible pour modifier l'ensemble. Nous nous sommes limités ici au chiffre assuré. Pour le complément, les calculs de vérification ne sont pas encore achevés.

(2) Pays-Bas dans les limites de 1815.

(3) Pays-Bas et Belgique.

## II. — L'INVESTISSEMENT PRIVÉ

Plus tardif mais beaucoup plus important tant par son montant que par son rôle effectif apparaît l'investissement privé extérieur face aux emprunts d'Etat. En apparence, le problème est plus complexe en raison des nombreuses sources auxquelles peut s'adresser le promoteur de l'entreprise. En fait, la situation de l'Espagne limite fortement ces possibilités et les réduit pratiquement aux deux classiques : capital actions et emprunts obligataires. Les causes de cet appauvrissement des sources sont inhérentes à la structure de l'économie espagnole. Nous ne note-

de la guerre d'indépendance et reconnues : 16,2 millions de francs nominal, 86,4 millions de francs reconnus à la France pour les frais de l'opération de 1823, de dettes peu importantes envers les gouvernements des U.S.A. et du Danemark. Ces dettes d'Etat à Etat n'ont donné lieu à aucun flux (sauf les fournitures britanniques pendant la guerre d'indépendance) et ne sont pas incluses dans les diverses conversions. Elles seront éteintes par accords bilatéraux et réductions.

rons ici que quelques caractères particuliers (45). Les actifs des sociétés exerçant hors du pays prêteur ne sont pas soumises aux garanties habituelles exigées pour les avances et prêts à court terme, aussi ceux-ci sont-ils pratiquement exclus sauf dans le cas que nous examinerons plus avant de l'avance contre garantie d'obligations à émettre par la banque auteur d'un prêt à court terme. Il s'agit d'avances sur emprunt consolidé ultérieur et non d'avances remboursables au sens classique du terme. Notons que nous n'avons rencontré ce type que dans le cas où la banque opératrice est aussi le promoteur de l'affaire. Il existe également un type d'opération particulier et à court terme : les avances faites pour le service des emprunts. Ici aussi la relation de contrôle est fréquente mais non pas générale (46). Dans le cas contraire elle se double pour la banque intéressée d'une opération franchement spéculative sur le change, d'où sa relative fréquence entre 1880 et 1905/1906, alors même que la dépréciation de la peseta alourdit les résultats des entreprises de services publics. En tout état de cause, ce type d'intervention peut être étudié dans le cadre des effets induits par l'investissement extérieur (47) ; il ne peut, en aucun cas, être considéré comme un investissement *bona fide*.

L'appel au marché espagnol est également limité, tout au moins jusqu'à la fin des années 1880. La crise de 1866 brisa net la tentative bancaire de la finance catalane (48) et fut cause de la mainmise française sur le réseau ferré catalan ; mais dès les lendemains de cette crise, ces chemins de fer, avant de tomber entre les mains des groupes Péreire et Rothschild, avaient dû faire appel au marché français, en l'occurrence celui de Lyon. La nature même du jeune réseau bancaire basque explique sa non-intervention dans les affaires contrôlées par des intérêts étrangers. Il ne s'y risquera qu'avec modération soit en association (mines, chimie), soit à la

(45) Ce problème est traité en détail dans les parties III et IV de notre travail en cours.

(46) La Banque Rothschild de Paris accorde fréquemment ces avances au MZA. Par contre, jamais Paribas ne le fait pour le réseau des Andalous sous son contrôle. On peut voir là une des causes de la différenciation entre le MZA qui ne suspend jamais le service de sa dette et les Andalous qui, au contraire, le font fréquemment et longuement.

(47) Parmi ces effets induits, nous avons été incité à étudier celui agissant sur les échanges commerciaux. Cela nous a amené à définir un « gain économique net » au sens de la balance des comptes et que nous donnons en annexe (annexe II).

(48) G. TORTELLA, *Los orígenes del capitalismo en España*, Madrid, 1973. L'auteur s'étend sur les effets de la crise sur le système bancaire et les chemins de fer catalans.

suite de cession d'entreprises aux grands groupes étrangers contre participation au capital — cas typique dans le domaine ferroviaire, car les Basques ne purent construire que de petits tronçons à voie normale qui s'intégrèrent au réseau du Norte (Péreire). Mais ce n'est qu'avec le coup de fouet des rapatriements de capitaux cubains (1898) que la banque espagnole se lancera ouvertement dans le prêt aux grandes entreprises étrangères. Encore le cas de certains établissements n'est-il pas significatif car le Crédit mobilier espagnol n'existe que comme banque des affaires Péreire et le Banco Español de Crédito naît des cendres de ce dernier qui lui fournit le tiers de son capital, un second tiers provenant de Paribas et le troisième de financiers espagnols. Dans aucun de ces cas, il ne s'agit donc de structures financières autochtones, le cas opposé étant constitué par le Banco Hispano-Colonial fondé à Barcelone en 1876 et surtout le Banco Hispano-Americano né en 1901 des apports cubains.

Dans ces conditions, et sauf exception déjà notée, l'entreprise étrangère s'implantant en Espagne ne peut compter que sur le financement extérieur non seulement pour les investissements de premier équipement, mais pour toute ressource non susceptible d'être obtenue par autofinancement.

#### a) *Le financement du capital*

S'agissant pour l'essentiel de sociétés anonymes, nous avons en premier lieu à noter les émissions successives d'actions et leur rythme de libération. Nous avons, par contre, éliminé de nos calculs de quantification des flux les montants représentatifs d'actions d'apport soit qu'elles représentent des cessions de droits (services publics concédés, concessions minières), soit que, provenant d'apports-fusions, elles représentent des flux de capitaux quantifiés par ailleurs.

D'autre part, la libération des titres peut se faire par incorporation de réserves, retenue de dividende, vrais ou comptables (49), de crédits bancaires remboursables sur dividende (50), tous modes qui réduisent le flux effectif par rapport au capital légalement libéré. En sens inverse, se pose le problème du montant et de la destination des primes d'émission.

(49) Le Crédit mobilier espagnol est coutumier de ces dividendes fictifs issus de manipulations dans l'évaluation d'un portefeuille non détaillé. Une perte opportune permet plus tard de « réduire » le capital ainsi gonflé pour les besoins d'opérations diverses.

(50) Entre 1855 et 1860, le CME usa de cette méthode pour faciliter à ses actionnaires la libération de leurs parts dans le capital du Norte.

Le rythme de libération est aisé à reconstituer à partir des bilans et comptes rendus aux assemblées générales, complétés le cas échéant par la presse spécialisée. En dehors de son intérêt pour notre calcul, la connaissance du rythme est essentielle pour le calcul des *ratio* financiers tout au long de la vie de l'entreprise (51). D'autre part, certaines opérations envisagées par les conseils trouvent leur réalisation dans le cadre des libérations de capital et le mode de libération n'y est pas étranger. D'où l'importance que nous avons attribuée à la définition et à la quantification exacte de ce phénomène.

Reste la prime d'émission. Elle est rare car, par définition, la prime correspond à une différence (ou partie de la différence) entre le nominal et le cours de Bourse. Seules donc des sociétés prospères et à l'avenir très encourageant sont dans le cas d'en exiger, d'autant plus que la Bourse a tendance à capitaliser les profits futurs. La prime est donc liée à un aspect classique de la spéculation au sens étroit du terme. Dans un langage actuel, nous qualifierons ce genre de titres de « valeurs de croissance » ou de « *Blue chips* » comme disent les Américains. La prime a donc deux aspects que nous analysons cas par cas dans notre thèse : elle traduit et permet de calculer la différence entre la spéculation pure, représentée par la valeur en Bourse du titre, et la valeur que nous qualifierons d'« estimative réelle » de ce titre et qui correspond à son prix de cession (nominal + prime). En effet, pour que l'émission réussisse, ce dernier montant doit correspondre à une valeur de vente en Bourse assurée dans le moyen terme et ce hors spéculation, même dans le cas où le conseil ne contrôle qu'une faible part du capital. Elle traduit donc la prospérité de l'entreprise. L'autre aspect qui nous intéresse ici est le caractère monétaire de la prime. Pour l'entreprise, il s'agit de capital « gratuit » car sans charges immédiates ou à long terme. La prime permet d'obtenir un accroissement de ressources supérieur à celui du capital. Les anciens actionnaires ne participant pas à l'émission gardent ainsi un poids supérieur à leur effort financier. Pour ces raisons, nous n'avons rencontré le cas qu'au sein des sociétés minières. En principe, la prime est un investissement, en fait, compte tenu de la structure des actifs des sociétés minières, elle ne peut être comptée comme telle que si elle n'est pas utilisée à des prospections ou des acquisitions d'actifs hors

(51) Son mode de réalisation permet également de mieux connaître l'état de la trésorerie de l'entreprise ainsi que la rapidité du classement des titres.

d'Espagne. Un autre cas réside dans l'éventualité de l'utilisation de la prime pour amortir par anticipation un emprunt obligataire.

Restent les émissions pour fusion/absorption. Des différents cas rencontrés, deux entrent dans nos calculs : lorsqu'il s'agit de la prise de contrôle d'une entreprise indigène par échange d'actions, il y a accroissement de l'investissement étranger mais sans que soit effectué un mouvement de capitaux ; il n'y a donc pas de flux matérialisé. Par contre, toute fusion peut amener — et le cas n'est pas rare — une émission supérieure au montant nécessité par l'échange des titres, soit qu'il s'agisse d'échanger les obligations contre des actions nouvelles, et alors il n'y a pas de flux mais une importante modification du passif, soit que la fusion donne l'occasion d'une émission supplémentaire contre numéraire. C'est le seul cas où nous ayons quantifié un flux (52).

#### b) *La dette à long terme*

Nous retrouvons ici des problèmes de même nature que ceux traités lors de la présentation de la dette publique. Une fois éliminées les émissions faites en rémunération d'apports et qui n'ont donc pas donné lieu à des flux en numéraire, nous nous retrouvons face au problème classique du nombre de titres effectivement émis, du rythme d'émission et du montant perçu par le créateur.

Le premier terme pose des problèmes méthodologiques certains, rares sont les entreprises (et l'imprécision de la presse spécialisée n'y remédie pas) annonçant le montant réel de l'émission. En fait, nous n'en avons rencontré aucune. Le recours idéal réside dans les archives des entreprises, les dossiers bancaires, et les comptes rendus de discussion lors des assemblées générales (surtout en ce qui concerne les sociétés britanniques). Lorsque ces différents documents sont insuffisants, il reste l'analyse des bilans, année par année. Une étude systématique des emplois permet, dans le cas des compagnies de chemins de fer, grands émetteurs d'obligations, de retrouver le rythme réel de cession des titres et de la valeur moyenne d'émission. Cette méthode donne des résultats approximatifs certes, mais nous avons pu la comparer avec des résultats d'autres entreprises de la même branche

(52) En effet, il est fréquent que la fusion découle de l'impossibilité dans laquelle se trouve la société absorbée de financer l'ensemble de ses travaux de premier équipement. La société issue de l'opération profite des espoirs d'assainissement et de redressement pour accroître son capital. L'opération est parfois mixte : une partie des actions nouvelles sert à retirer une dette obligataire. La diminution de la charge d'emprunt rend alors plus attrayantes les perspectives de l'action.



pour lesquelles nous avons pu effectuer des comptages directs. La concordance est étroite, en particulier pour les émissions des différentes sociétés ferroviaires (53). Outre le nombre réel de titres émis, le cours de cession est important. En effet, les titres de chemin de fer sont au nominal de 500 francs et 3 % d'intérêt. Or, ils furent émis à des taux généralement en-dessous de 250 francs, ce qui fait un intérêt effectif de 6 %. Cet intérêt n'est cependant pas l'attrait principal, si on sait qu'à la même époque, sur le marché français, les obligations des meilleures compagnies ferroviaires françaises se cèdent à des prix aussi bas (54). En 1857, les obligations du Nord Français rapportent 5,4 %. La connaissance exacte du taux d'émission est donc nécessaire afin de déterminer les motivations de l'acquéreur.

Beaucoup plus difficile à connaître est le montant des retenues des intermédiaires et des « frais » divers. Ici, se trouve évidemment une des raisons essentielles de la « prise » de l'émission par les banques et sociétés financières (55). Et ce d'autant plus que les comptes des sociétés masquent souvent ces dépenses au sein de postes passe-partout (comptes d'ordre, frais de premier établissement). Or, la charge réelle de la dette en est accrue d'autant. Pour cela, nous ne disposons en fait que des archives des entreprises et, dans certains cas favorables, de la presse. Cependant pour les nombreuses sociétés secondaires n'ayant pas attiré la presse, pour celles dont les archives ont disparu soit par suite d'absorption (Mines, Chemins de fer, Tramways en particulier), soit par suite de la disparition pure et simple de l'entreprise après liquidation (Mines), il n'existe aucun moyen direct de reconstitution. Afin de tenir compte de cet élément qui peut, par rapport au montant effectif, atteindre 10 %, nous avons utilisé, dans les cas où les sources sont muettes, une formule de substitution :

$$S = (Nx - P) n$$

(53) La méthode de l'analyse de la valeur au bilan n'a été nécessaire que pour quelques compagnies secondaires absorbées par les grands réseaux et en particulier pour certaines émissions catalanes sur la place de Lyon.

(54) F. CARON, *op. cit.*, pp. 79, note 3.

(55) De nombreuses petites entreprises minières françaises en Espagne passent pour placer leurs titres par des officines dont l'instrument d'attaque du client est un *journal financier*. Ces sociétés, de vie assez brève, n'ont pas laissé d'archives. Cependant, lors des faillites (tout au moins celles que nous avons pu retrouver), l'analyse des postes de la liquidation permet de reconstituer avec une bonne approximation les frais d'émission. En effet, le *journal* en question donne toujours le cours auquel il peut faire profiter ses lecteurs intéressés par cette valeur d'avenir !

Avec  $S$  = montant effectivement perçu ;  $N$  = nominal des titres ;  $P$  = primes accordées aux acquéreurs et exposées dans le prospectus ;  $n$  = nombre de titres effectivement émis.

La seule inconnue «  $x$  » est obtenue en faisant la moyenne pondérée des montants des commissions perçues par les banques dans des opérations identiques en se limitant spécifiquement à chaque branche d'activité. Cette moyenne est prise sur l'année considérée ou avec un écart d'un an. Si nous ne disposons pas de données avec un écart chronologique réduit, que les conditions du choix nous obligent à prendre en considération des émissions faites dans des conditions de marché différentes de celles prévalant l'année de l'émission recherchée, nous avons modulé sur une moyenne arithmétique de trois ans. Etant donné que les valeurs dont nous disposons sont relatives aux entreprises ayant une « surface » réelle et bénéficiant de meilleures conditions que celles offertes aux entreprises secondaires, le «  $x$  » obtenu correspond donc aux conditions les meilleures que puisse espérer l'emprunteur. En valeur,  $x$  dans notre formule se caractérise comme étant : 1 — montant des retenues ainsi calculées.

Il nous reste à envisager un cas peu fréquent mais qui, dans le cadre espagnol, a eu une importance quantitative certaine tout en étant révélateur des méthodes et des bénéfices qu'un établissement bancaire peut tirer du contrôle d'entreprises même déficitaires. Il se présente surtout dans le cadre du financement obligataire des chemins de fer, entre 1855 et 1882. L'insuffisance des ressources a, en effet, obligé les compagnies, et en particulier les plus importantes, à fonctionner avec un matériel réduit (56). Aussi les investissements se font-ils au coup par coup sans lien avec les conditions du marché. Lorsque l'appel de fonds à lieu en période d'argent rare, le banquier émetteur offre un relais temporaire. Contre des avances, il prend en pension la totalité de l'émission qu'il a charge de vendre et qui lui sert également de

(56) La généralisation de la voie unique, le mauvais état d'entretien du matériel rendent les compagnies incapables de faire face à toute élévation brusque du trafic. C'est ainsi que faute de wagons-foudre, les compagnies du Norte et du MZA laissèrent échapper l'essentiel du trafic viticole brusquement grossi à partir de 1875 par la crise du phylloxéra en France. Au lieu de transports par voie ferrée avec transbordement à Port-Bou, le vin embarqué à Carthagène, Alicante ou Tarragone navigue jusqu'à Sète ou Port-Vendres pour y être chargé sur train. La livraison tardive du matériel commandé ne permit qu'un rattrapage partiel du trafic. D'autre part, les commandes brusquées, sous la pression du trafic, amènent l'acquisition d'un matériel cher car le marché est emporté non par le moins distant mais par le délai le plus court.

garantie. Les avances sont à trois ou six mois renouvelables avec intérêt et commission fixes. La banque a tout latitude pour vendre les obligations en fonction des conditions du marché et au guichet. La seule condition fixée par le créateur porte sur un plancher en-dessous duquel la vente est suspendue ; il arrive que ce plancher soit laissé au jugement de l'établissement financier. Une fois les avances accrues des charges remboursées, le reliquat est, le cas échéant, versé au compte de la société. Les prix de cession variant toutes les semaines, seules les archives de l'entreprise intéressée permettent de calculer le montant réellement encaissé par elle. En effet, les valeurs indiquées au bilan donnent la valeur moyenne de cession sans tenir compte de l'incidence de la durée d'émission. Incidence à laquelle s'ajoutent les charges de l'avance consentie et qui doivent être déduites de l'emprunt. Du point de vue bancaire, l'opération peut avoir l'inconvénient d'immobiliser des montants importants pour une durée assez longue. Cependant, ces montants sont garantis par le dépôt de l'émission. En outre, mis à part le gain financier déjà noté, la banque, dans les cas que nous avons rencontrés, gère la trésorerie de l'emprunteur. Compte tenu du délai de règlement des commandes et travaux découlant de l'émission, il est fréquent que l'avance accordée se limite, en fait, à un simple aval accroissant d'autant le profit réel fait par l'établissement financier.

### III

Arrivé à ce point de notre étude, les éléments que nous avons retenus permettent de calculer d'une manière précise les montants effectivement engagés par les groupes financiers et les entreprises investissant en Espagne, cependant les chiffres que nous donnons ne correspondent pas *stricto sensu* aux montants effectivement transférés en Espagne. Dans de nombreux cas, la différence entre les montants perçus et les sommes transférées sont dans le rapport de un à deux. Certes, la différence parvient, en Espagne, sous forme d'équipements et de biens matériels, mais les incidences économiques de ce type de transfert sont fondamentalement différentes. Dans cette optique, il nous faut séparer la France, principal bailleur de fonds, et les autres fournisseurs de capitaux. En effet, et c'est une des raisons qui nous ont fait rejeter l'étude à partir des balances bilatérales, il n'y a pas de lien entre montant collecté dans un pays et montant transféré directement quelle qu'en soit la forme. Alors que la Grande-Bre-

tagne, l'Allemagne et dans une moindre mesure la Belgique (57) exportent leurs capitaux vers l'Espagne par voie directe, qu'il s'agisse de transfert de fonds ou d'envoi de biens en capital, la France, surtout au lendemain des années 1880/1882 et jusqu'à la reprise de 1906, ne transfère directement que la part monétaire de l'investissement, qui est souvent la moins importante. L'essentiel — acquisition et transfert de biens d'équipement — se fait pour une partie de plus en plus importante par la voie des échanges triangulaires. L'équipement est acquis pour une bonne part à l'étranger, que ce soit en Grande-Bretagne (matériel minier), en Belgique (rails, voitures et wagons, matériel roulant de tramways) ou en Allemagne (locomotives, équipement des centrales thermiques), voire même à la fin du siècle en Suisse (chaudières des usines à gaz). Le paiement se fait donc de France vers ces pays. Comme dans les balances bilatérales entre ces pays et l'Espagne, ces équipements n'ont pas à trouver une compensation puisqu'ils sont déjà soldés, les balances mêmes exactes sont financièrement erronées (58). Le solde positif britannique ou allemand considéré comme investissement de ces pays en Espagne est en fait investissement français. D'autre part, la balance entre la France et ces pays intègre d'importants mouvements monétaires à sens unique. Le troisième côté du triangle reste en fait en pointillé : le paiement par l'Espagne à la France pouvant ne pas avoir lieu (si le matériel est soldé à partir du capital) ou s'étendre sur un terme indiscernable au sein d'une balance, dans le cas du paiement à partir de l'émission d'obligations.

Les résultats que nous présentons diffèrent assez nettement des évaluations publiques et privées qui fleurissent dans le dernier quart du siècle chez les créanciers et dont les types les plus accomplis sont en France l'enquête de 1902 et en Grande-Bretagne

(57) Il ne s'agit ici que des investissements à participation ou direction belge. Par contre, très souvent, le marché belge fonctionne comme un excroissance de son homologue parisien. Le Belge n'est alors qu'un souscripteur et sa participation suit le sort de l'émission totale. Inversement, la participation française fort importante à certaines émissions minières britanniques (Tharsis, Rio Tinto, San Miguel, San Platon, etc.) est à considérer comme entièrement constituée de numéraire étant donné que les montants transitent par Londres où se fait le choix des emplois.

(58) Dans la balance germano-espagnole figureront éventuellement des exportations allemandes de matériel roulant qui n'auront pas à être soldées par l'Espagne puisque le paiement se fait à partir de la France. Ainsi donc (et les cas sont nombreux), la valeur totale des exportations allemandes (ou belges) vers l'Espagne ne représente pas un « dû » espagnol d'un montant équivalent.

les travaux de Nash ou les rapports de la « Corporation of foreign bondholders ». En effet, ces études traduisent l'état du portefeuille à un moment donné ; ils sont une photographie des avoirs nominaux extérieurs ; en aucun cas, ils ne permettent de connaître l'effort réel d'investissement ni son orientation. Outre la différence bien connue entre nominal et effectif, on peut douter de la réalité de l'image des compilations contemporaines. Le portefeuille français de Rio Tinto ne donne pas l'origine des titres. Une partie est certes de l'investissement direct lors des émissions ; encore que se pose le problème du choix de l'acquéreur : en acquérant du Rio Tinto cherche-t-il à investir en Espagne ou fait-il confiance à une entreprise britannique, en se désintéressant du point d'application de l'investissement ? Mais surtout quelle part du portefeuille représente un investissement effectif ? quelle part représente l'achat de titres sur la place de Londres, ce qui constitue un transfert d'avoirs mais en aucune façon un flux de capitaux intéressant l'Espagne ?

Ainsi donc l'analyse que nous qualifierons de comptable est-elle nécessaire si l'on veut rétablir les montants réellement investis et reconstituer les circuits financiers. Mais au-delà des calculs économiques et des techniques d'investissement que cette méthode permet de mieux cerner, les résultats détaillés autorisent une appréhension plus claire des structures de financement extérieur et des politiques d'entreprise. Ainsi peut-on dégager une réalité beaucoup plus diverse et nuancer ce qu'ont d'abrupt les analyses issues de calculs macro-économiques.

Ces derniers, en faisant ressortir les grandes vagues d'investissement, incitent à avancer l'hypothèse de politiques sinon concertées au moins parallèles de la part des grands groupes financiers. L'analyse détaillée montre qu'il n'en est souvent rien, à tout le moins dans le cas espagnol. Même un investissement conjoint peut relever de deux politiques totalement divergentes. Ainsi en est-il des chemins de fer du Nord de l'Espagne. Le financement de départ intéresse avant tout le groupe Péreire et la Société Générale de Belgique. Le premier y voit un maillon dans un véritable *omnium* industriel : mines, transports, usines à gaz, le tout coordonné par une banque, le Crédit mobilier espagnol ; la seconde a pour but unique de créer un marché pour ses usines métallurgiques et pour ses locomotives. Alors que les Péreire, malgré l'effondrement de la plupart de leurs espoirs (59), garde-

(59) L'Espagne reste, après la chute du Crédit mobilier français, le domaine le plus important de l'empire Péreire avec, outre le Crédit mobilier

ront le contrôle du chemin de fer jusqu'au-delà de la première guerre mondiale, une fois les commandes de premier équipement obtenues et devant l'absence de nouvelles affaires, la Société Générale de Belgique se défait rapidement de ses titres et élève cette politique au rang de principe d'action (60). De leur côté, les Britanniques, bons troisièmes, ne recherchent ni investissement à long terme, ni participation. Leur politique semble consister en la recherche de concessions ferroviaires courtes mais gênantes pour les grandes compagnies ; ainsi espèrent-ils les rétrocéder rapidement après réalisation. Il ne s'agit pas pour eux de gérer des réseaux mais de les livrer « clés en main » en récupérant le triple profit de la cession de concession, de la construction et de la vente du matériel fixe et roulant (61).

L'exploitation minière, autre grand domaine de l'intervention étrangère en Espagne, présente la même dualité : convergence apparente des actions, divergence des mobiles et des politiques. Les trois grands courants d'investissement ont la même origine que dans le cas précédent : Grande-Bretagne, France et dans une moindre mesure Belgique en association avec les intérêts français. La convergence est aisée à définir : la concentration des grandes actions dans les années 1855-1885 correspond à l'essor des besoins de l'industrie européenne alors même que le chemin de fer valorise les gisements espagnols proches des centres de consommation et que la loi minière de 1868 (62) ouvre largement la porte à une exploitation sans entraves. Mais là s'arrêtent les points communs. Les entreprises britanniques recherchent des garanties d'approvisionnement pour leur propre industrie : lorsque le groupe Tenant reprend aux Français la direction de Tharsis (1866), il a en vue les besoins croissants de ses usines d'acide sulfurique de Glasgow, mais il ne cherche pas à prendre le contrôle financier du capital proprement dit (63). De même, la reprise en 1873 des

espagnol, les Chemins de fer du Norte, les assurances de l'Union et du Phénix espagnol, les Compagnies de gaz regroupées dans le consortium du « Gaz de Madrid » et la Madrilène d'Electricité.

(60) Déclarations du gouverneur de la Société Générale aux actionnaires, A.G. de 1859, et reprise d'une façon régulière ensuite.

(61) Les contrats de cession de la concession comprennent souvent une clause réservant à l'ex-concessionnaire la construction. Cependant, il ne s'agit que de petites lignes (toujours inférieures à 180 km). Après quelques enquêtes et tentatives au cours des années 1845-50, faites le plus souvent à la demande d'intérêts espagnols et singulièrement basques, les Anglais se sont désintéressés des grands réseaux espagnols.

(62) Accordant des concessions à perpétuité.

(63) La majorité du capital action reste entre des mains françaises. Cependant, le conseil est fort libre car la loi anglaise lui permet de pallier



mines domaniales du Rio Tinto par le groupe Matheson relève certes de la spéculation financière, le gouvernement espagnol aux abois « bradant » littéralement un domaine cuprifère bien connu, très riche mais mal exploité. Mais là aussi, il existe un marché britannique qui avant l'opération assure à l'expansion des mines des débouchés confortables (64).

A l'inverse, les financiers français et belges sont beaucoup plus spéculateurs. Ils n'ont pas derrière eux de marché assuré. Le groupe Mirabaud, inventeur de Peñarroya incapable de trouver des débouchés, doit passer la main aux Rothschild mieux armés hors de France. L'Asturienne des mines, que le groupe Bischoffsheim maintiendra toujours totalement séparée de son autre fleuron Paribas, est une excellente affaire, mais ses profits sont d'un niveau inférieur aux précédentes, l'étroitesse du marché faisant que la société recherche le bénéfice non par l'extension de son domaine minier, mais par une valorisation industrielle du métal (65).

Ainsi donc, chaque investissement est un cas d'espèce et le rôle des intérêts politiques y est des plus limités, cependant le regroupement des flux n'est pas sans intérêt, il permet de déceler les grandes ondes d'investissement et de calculer l'effort réel de financement extérieur des Etats. Le poids de l'exportation des capitaux sur l'économie des pays exportateurs est ainsi mieux connu, mais c'est une vérité évidente. Plus important nous paraît être l'effet de ces totaux, pris en tant que tels, sur les agrégats économiques de l'Espagne : balances commerciale et des paiements, circulation monétaire et crédit, salaires et prix, rapports entre masse intervenant de l'extérieur et produit national, tel nous paraît être l'intérêt des regroupements dont nous présentons les résultats. Mais l'essentiel : le rôle direct sur l'économie, la participation à ses mutations — ou au blocage de celles-ci —, la ren-

---

un danger de contestation par une émission d'actions dont il est maître de la destination. D'où sa désinvolture envers les actionnaires français auxquels il refuse publiquement tout renseignement hormis le bilan fort maigre. Et cela même au moment où l'épuisement du gisement originel entraîne une chute du titre accrue par une campagne pessimiste nourrie d'études catastrophiques parues dans la presse française.

(64) Jusqu'à la mise en exploitation des mines du Montana (U.S.A.), les mines espagnoles assurent la quasi-totalité de la consommation européenne.

(65) D'où la construction accélérée d'usines de traitement et de métallurgie hors d'Espagne dont la première est construite à Auby, dans le nord de la France, en 1871. Cette politique fait suite à la rupture du contrat de la société de la « Vieille Montagne », laissant l'Asturienne avec un surplus de minerai sans débouché.

tabilité de l'investissement tant pour les groupes que pour les pays d'origine et d'application des capitaux, tout cela relève en fait de l'étude d'entreprises, de l'histoire micro-économique. Dans ce domaine, peuvent être associées avec profit méthodes quantitatives et techniques de gestion (66).

Dans ces limites, l'investissement privé en Espagne s'articule en quatre grandes phases.

1830-1855 : L'investissement est faible, tâtonnant, sans lignes de force. On y retrouve cependant les trois grands secteurs privilégiés de l'avenir : les mines (Tharsis dès 1847 en fait avec le groupe Decazes, l'Asturienne dès 1833 construit une exploitation pour le zinc et la houille), le chemin de fer avec une participation au modeste chemin de fer minier de Langro à Gijon et les premières concessions d'éclairage au gaz du groupe Lebon. Un total faible, contrôlé par quelques financiers français et belges mais, sauf pour le chemin de fer, des entreprises d'avenir.

1855-1870 : C'est l'époque des grands espoirs ferroviaires et l'affirmation de la prépondérance française. Sur 940 millions de francs effectivement investis en Espagne, 90,6 % proviennent de souscriptions effectuées en France (67), 7,7 % en Belgique, 1,3 % en Grande-Bretagne et 0,3 % en Suisse. Les entreprises connaissent un sort inégal mais rarement brillant. De l'aventure bancaire entreprise au même moment par les groupes Prost, Rothschild et Péreire en 1854, il ne subsiste, en 1866, que l'établissement des Péreire : le Crédit mobilier espagnol, qui mènera d'ailleurs une vie languissante jusqu'à sa disparition en 1903 pour laisser place au Banco Español de Credito dont il obtiendra le tiers du capital, un autre tiers étant souscrit par le syndicat de Paribas. La méfiance des Espagnols, les réseaux, déjà existant ou créés en même temps dans les régions disposant d'une certaine épargne (provinces basques, Catalogne), ôtèrent toute rentabilité à ces banques en les privant de l'accès aux affaires autochtones. Modestes aussi sont les résultats des sociétés d'assurances (l'Aigle et surtout le consortium Péreire de l'Union et Phénix espagnol) avec une branche vie qui ne prend de l'importance qu'à la fin du siècle et des

---

(66) En particulier, à partir des méthodes mises au point par l'Union européenne des experts-comptables.

(67) Mais qui comprennent, sans qu'elle puisse être isolée, une part allemande et quelques souscriptions helvétiques. L'instabilité du classement du titre ne permet pas de tirer de conclusion sérieuse des études postérieures sur le capital des chemins de fer espagnols et sa répartition tels qu'ils apparaissent dans diverses revues financières (en particulier *Deutsche Oekonomist*).

risques industriels élevés au point de forcer les compagnies à refuser de couvrir les chemins de fer du Norte. De même, la poursuite de l'équipement en gaz des grandes villes rapporte peu aux deux groupes qui s'y lancent : le groupe Lebon déjà cité et le Crédit mobilier, car la pauvreté de la clientèle limite souvent celle-ci aux municipalités endettées.

Reste le domaine principal : le chemin de fer, objet des espérances et de la lutte des trois groupes : Prost, le plus modeste (Lerida-Reus-Tarragone et Cordoue-Séville), qui disparaît dans la tourmente de 1866 ; Péreire (Norte) et Rothschild (Madrid-Saragosse-Alicante), bientôt laissés seuls, la crise de 1866 emportant avec Prost la finance catalane qui avait tenté une percée en cette direction. Ses dépouilles seront reprises par le Norte (Saragosse-Lerida-Barcelone) et le MZA (Saragosse-Barcelone direct et Tarragone-Barcelone-France). A côté de ces grandes entreprises, la mine fait figure de parent pauvre, les groupes Péreire et Rothschild s'intéressent à la houille dans la perspective de la consommation ferroviaire et gazière, la province d'Huelva attire les Français (cuivre) et les Anglais qui reprennent Tharsis. Le seul projet d'envergure, celui du groupe Prost-Guilhou, a disparu avec ses promoteurs.

1871-1890 : Le ralentissement de l'investissement ferroviaire n'est qu'apparent. Ses vicissitudes en France ont fait du groupe Péreire un groupe presque espagnol. De même, les Rothschild se lassent de financer un réseau à la rentabilité de plus en plus douteuse. Ces grands promoteurs cherchent avant tout à limiter les frais, les extensions se font par fusion, absorption. On ne crée de lignes nouvelles que pour protéger un trafic déjà bien insuffisant ; et ces investissements de défense sont le plus souvent désastreux sur le plan financier, mais le relais est assuré par de nouveaux venus tels Paribas en Andalousie, le CIC et la Banque Internationale de Paris pour les chemins de fer de l'Ouest (Ouest-Espagne et Madrid-Caceres-Portugal), enfin l'Union Générale qui crée la ligne la plus coûteuse et sans doute la moins rentable du pays : l'Asturies-Galice-Léon. Après sa faillite, la ligne inachevée sera reprise par le Norte et pèsera lourd dans les résultats du réseau.

La grande caractéristique du moment est la fièvre minière. Le procédé Bessemer pousse les Anglais à rechercher les minerais à forte teneur du Pays basque et du Levant. La réussite exceptionnelle de Tharsis et surtout de Rio Tinto provoque une véritable course à la concession minière en Andalousie (pyrites, cui-

vre, plomb, argent, houille) où l'on retrouve les Anglais et, à bonne distance, les Français, encore que certaines entreprises françaises se naturalisent britanniques en s'établissant à Londres afin de bénéficier du premier marché de métaux non ferreux (68). Au total, 1 170 millions de francs ont été effectivement investis en Espagne, dont 56 % de France, 35 % de Grande-Bretagne, 5 % de Belgique, 3 % d'Allemagne et 1 % du Portugal et des U.S.A.

1891-1913 : Malgré l'ouverture de nouveaux champs d'investissement, le rythme général baisse peu : 1 120 millions de francs effectifs, soit 51 millions par an contre 61,5 pour la période antérieure. Mais la répartition est profondément modifiée : avec 50 % la France perd 6 points, la Grande-Bretagne en perd 18 à 20 %. Au contraire, nous notons les gains de la Belgique 19 % (+ 14 points) et surtout ceux de l'Allemagne 10,8 %.

Nous avons d'ailleurs pris comme césure de la période le premier investissement autonome de ce pays en Espagne. Le reliquat se partage entre les U.S.A. et la Suisse en parts égales.

Cette répartition nouvelle traduit en fait la profonde mutation de l'investissement. Le ralentissement de la croissance industrielle mais aussi, et surtout, la mise en exploitation de gisements hors d'Europe, justifient la chute brutale de l'investissement minier britannique, alors que l'effort français continue dans les secteurs traditionnellement ouverts à nos capitaux (Banque avec le Banco Español de Credito, Chemins de fer : Sud-Espagne et Porto-Rico) et se développe avec prudence dans les domaines nouveaux (eau, électricité, transports urbains). Ce sont ces domaines, industrie électrique et tramways, qui sont les centres d'action des intérêts allemands et surtout belges (69). Ce sont eux aussi et tout particulièrement les secteurs électriques et chimiques, qui voient apparaître les premières créations d'entreprises à financement multinational. Les trois principaux modèles sont dans la chimie : l'Union Espagnole des Explosifs (monopole réunissant des intérêts espagnols, français, belges, allemands et suédois), dans le matériel électrique : la tentative partiellement avortée de la Thomson-Houston de la Méditerranée (siège à Bruxelles et intérêts franco-germano-américains) et dans une vision monopolistique de l'énergie électrique (de la centrale hydraulique aux réseaux de

(68) Cf. 1<sup>re</sup> partie, note 14.

(69) Ces derniers sont en fait fréquemment mixtes germano-belges de par la participation de groupes bancaires allemands à leur capital. Cependant, leur politique de commandes en matériel reste spécifiquement belge.

chemins de fer et tramways), la Barcelona Traction, société de droit canadien, gérée de Bruxelles et où l'on retrouve à côté des banques d'affaires françaises, anglaises et allemandes, la C.G.E., la General Electric et l'A.E.G.

Ainsi donc, à la veille de la première guerre mondiale, apparaît en Espagne une nouvelle répartition et de nouvelles formes de l'investissement étranger. La société multinationale, l'investissement industriel, l'exploitation de brevets vont de pair avec une redistribution des cartes. Ce ne sont pas seulement les moyens financiers des Etats qui entrent en compte, mais désormais aussi leur capacité technologique. Le déclin de la France, de la Grande-Bretagne et l'essor concomitant des germano-américains sur le sol espagnol ont valeur d'exemple. Le deuxième chapitre de l'investissement en Espagne commence en fait en 1959 (70), cet investissement, préfiguré par celui des années 1891/1913, se répartit ainsi : sur les 50,9 milliards de pesetas cumulés entre 1960 et 1970, les U.S.A. ont 35,5 %, la Suisse (71) : 24,2 %, l'Allemagne : 11,4 %, la France : 7,3 %, la Grande-Bretagne : 4,9 % et la Belgique : 1,4 %. Les 15,3 % restants se partagent entre les Pays-Bas, l'Italie, le Canada et la Suède (72).

\*\*

Ainsi donc, sur soixante ans, ce sont plus 3 230 millions de francs-or qui ont été effectivement transférés en Espagne. A cette somme s'ajoutent les 1 700 millions effectifs des emprunts d'Etat (73). Sans sortir du cadre de cette étude, au caractère général, nous devons noter l'importance et la persistance de l'investissement français qui, sur la longue période, représentent 64 % du total. Cette continuité et cette importance, qui justifient l'étude que nous poursuivons par ailleurs, créent un problème après 1880, dans la mesure où, cumulé aux autres exportations, le total paraît excéder les possibilités de financement extérieur de l'économie française (74). La réponse peut se résumer en deux

(70) M. VASQUEZ MONTALBAN, *La Penetracion Americana en España*, Madrid, 1974, pp. 223. Il existe une vague d'investissements privés et de création d'entreprises entre 1919 et 1931, mais elle est minime face aux deux autres. Son intérêt découle des entreprises intéressées : Michelin, Pirelli, Fiat (gros matériel), Babcock & Wilcox, Sulzer, etc...

(71) Composé pour une bonne part de capitaux américains et pour un montant non négligeable de capitaux espagnols sortis illégalement et rentrés comme « devises transférables ».

(72) Et un très faible montant de pays « indéterminés ».

(73) Emprunts ville de Madrid et ville de Carthagène inclus.

(74) M. LÉVY LÉBOYER, « La Balance des paiements et l'exportation des

points (75) : d'une part, l'investissement industriel est concomitant d'un désintéressement rapide au sein du poste des emprunts publics. Les Espagnols ont, au cours des années 1882-1898, racheté à un taux élevé la rente 4 % extérieure résultant de la conversion de 1881. Les flux réels de capitaux sont donc, sur ce point, la résultante de deux mouvements en sens opposé. D'autre part, une bonne partie des investissements français se font sous forme de livraison de biens d'équipement soit français (et la balance des comptes n'est concernée qu'au travers d'un rectificatif du solde monétaire du commerce), soit allemands, belges et britanniques. Seuls ces derniers peuvent être considérés comme entraînant une sortie de valeurs monétaires intéressant la balance des capitaux.

Reste à se poser la question des motivations de l'investissement en Espagne. Celles des Britanniques et des Belges sont aisées à saisir : mainmise sur des sources de matières premières pour les premiers, marchés pour l'industrie nationale pour les seconds. Plus complexes apparaissent les raisons qui ont poussé les Français à investir en Espagne. Ni les débouchés pour une industrie incapable souvent de faire face aux besoins nationaux, ni la « faim » de matières premières n'expliquent l'ampleur du mouvement. Il est difficile de l'attribuer uniquement aux motivations classiques, d'autant plus que la rentabilité des titres est modeste et la plus-value douteuse, hormis les entreprises minières. Les déceptions dépassent largement les réussites et les commissions de placement des banques ne suffisent pas à expliquer le succès répété des émissions. On ne peut, en quelques lignes, démontrer le complexe écheveau des mobiles des épargnants, mais l'ampleur du mouvement et sa durée malgré les déconvenues ne peuvent-ils pas en partie s'expliquer par le mirage d'une Espagne pauvre et ne sachant exploiter ses richesses ? L'épargnant et le financier français n'ont-ils pas vu l'Espagne avec les yeux d'un Emile Péreire pour qui l'Espagne était la « Californie de l'Europe, riche en terres et en mines et qui ne demandait pour s'épanouir que l'établissement d'un réseau de communications moderne et des entrepreneurs compétents », toutes choses que la France était en état de lui fournir ?

capitaux français », 2<sup>e</sup> Colloque des Historiens économistes français, 1973 (à paraître).

(75) Nous donnons, dans notre thèse, les éléments de calcul de ce rachat. Notons que le phénomène existe à une époque légèrement antérieure et porte sur la dette extérieure italienne placée en France. Nous ne connaissons pas le montant de ce courant.



## ANNEXES

## Flux de capitaux étrangers vers l'Espagne :

TABLEAU 2

Répartition nationale des totaux décennaux (en francs courants)

Période	France	Belgique	Grande-Bretagne	Allemagne	Divers
1851-1860	311,5 Millions F	11,3 MF	3,3 MF		2,8 MF
1861-1870	541,1	60,3	8,5		
1871-1880	217,2	43,5	213,4	(1) 14,0	
1881-1890	436,7	44,3	227,0		10,0
1891-1900	160,9	69,2	72,6	75,9	4,1
1901-1913	397,2	144,1	151,0	45,3	

(1) Cette part en révision sera légèrement accrue des participations allemandes aux entreprises minières britanniques. Le calcul de répartition des capitaux miniers est en cours de correction. Cette correction ne portant que sur la décennie 1871-80 et ne dépasse pas 5 % du montant total des sommes engagées.

TABLEAU 3

Répartition des investissements ferroviaires :

Période	France	Belgique	Grande-Bretagne	Allemagne	Divers
1851-1860	273,0	9,4	3,3		2,8 (2)
1861-1870	502,1	62,3			
1871-1880	117,9	20,5			
1881-1890	341,2	21,5	85,7		
1891-1900	83,9	25,8	17,7	11,7	1,8
1901-1913	24,0	28,3	27,3		

(2) Suisse.

Flux réel des capitaux étrangers vers l'Espagne 1850-1914  
en francs courants.  
(Acquisitions de matériel incluses)

