

*Intégration des marchés financiers et signification de l'écart entre des cours du change à échéances différentes : l'enseignement de la documentation du banquier anversois La Bistrate (1654-1674)*

Daniel Velinov (post doctorant, Université Lyon 2)

## **Introduction**

Les écarts entre les cours du change à échéances différentes sont-ils déterminés par la situation sur le marché du crédit de la place d'émission ou de la place de réception des lettres de change ? Concrètement, l'écart entre le cours du change de deux lettres tirées au même moment d'Anvers sur Londres, l'une émise à 35 ½ sous flamands par livre sterling payable à vue, l'autre à 34 ¾ payable à deux mois, représentent-ils le coût de l'argent à Anvers ou à Londres ?

La question est d'importance étant donné qu'au-delà du fonctionnement du marché des changes, elle intéresse la construction de séries de cours du change ; démarche préalable à toute mise à contribution de cet indice macroéconomique de premier ordre que sont les cours du change. Le souci de comparer l'évolution des cours entre eux, d'une part, et de les suivre dans la longue durée, d'autre part, exige en effet d'uniformiser les échéances des cours dont la cotation affiche d'importantes variations. Ces variations se repèrent dans l'espace – au XVII<sup>e</sup> siècle, par exemple, Anvers cotait Londres à un mois, alors que Venise cotait la capitale anglaise à trois mois – et dans le temps : par exemple, jusqu'à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, New York cotait Londres à un mois, alors qu'après l'installation du câble transatlantique, les cours furent cotés à vue. De la sorte, l'homogénéisation des séries requiert l'homogénéisation des cours à une échéance commune. Ainsi, toute transaction de change étant le paiement différé sur la place de réception d'une somme d'argent reçue auparavant sur la place d'émission, la manipulation consiste à supprimer ou à inclure le taux d'intérêt implicite dans le cours du change. Il est alors évident que les séries obtenues après cette opération (qui serviront de base à toute analyse historique ultérieure) sont susceptibles de présenter de considérables divergences selon que les calculs sont fondés sur les taux d'intérêt en vigueur sur la place d'émission ou sur ceux de la place de réception.

L'existence d'un taux d'intérêt implicite intégré aux cours du change fait que la question de la signification de l'écart entre cours à échéances différentes concerne aussi la recherche et notre connaissance des taux d'intérêt, autre facteur macroéconomique de première importance. En effet, les écarts entre les cours ont été utilisés pour construire des séries de taux d'intérêt. Une telle méthode a été appliquée dans des études sur le XVIII<sup>e</sup> siècle<sup>1</sup>, époque où la double cotation aurait été introduite<sup>2</sup>. De fait, pour cette période, les données sur

---

<sup>1</sup> Robert V. Eagly et V. Kerry Smith, « Domestic and International Integration of the London Money Market, 1731-1789 », *Journal of Economic History* 36 (1976), p. 198-212 ; Eric S. Schubert, *The Ties that Bound : Market Behavior in Foreign Exchange in Western Europe during the Eighteenth Century*, thèse de doctorat non publiée, University of Illinois at Urbana-Champaign, 1986 ; Thomas M. Lockett, *Credit and Commercial Society in France, 1740-1789*, thèse de doctorat non publiée, Princeton University, 1992 ; Marc Flandreau, Christophe Galimard, Clemens Jobs et Pilar Nogués-Marco, « The Bell Jar : Commercial Interest Rates Between Two Revolutions, 1688-1789 », *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions: From Seventeenth Century to the Present*, Jeremy Atack et Larry Neal (éds.), Cambridge : Cambridge University Press, 2009, p. 161-208.

<sup>2</sup> Cette vision est pourtant erronée car la double cotation apparaît, au moins, à partir du milieu du XVII<sup>e</sup> siècle : Daniel Velinov, *Le marché des changes anversois, de l'espace régional aux flux européens : les affaires du banquier Jean-Baptiste de La Bistrate (1654-1674)*, thèse de doctorat non publiée, Université Paris 1 – FU Berlin, 2012, p. 135-142.

les taux d'intérêt en vigueur sur les différentes places financières ne sont pas disponibles de manière aussi continue et à des intervalles aussi soutenus (rythme hebdomadaire) que le sont les cours du change. La déduction des taux d'intérêt des écarts de cours à échéances différentes joue aussi dans l'historiographie du XIX<sup>e</sup> siècle un rôle important, une époque où les taux d'intérêt de différents types de papiers commerciaux sont pourtant aisément accessibles à partir de la presse financière. De fait, plusieurs auteurs privilégient dans leur analyse les taux déduits des cours du change : par rapport aux taux d'autres instruments de crédit, ceux-ci représenteraient des taux « purs », puisque affranchis de tout risque, dans la mesure où il s'agit de taux à court terme, considérés insensibles aux facteurs qui grèvent les taux du papier à plus long terme, tels que l'inflation, les mutations monétaires ou la faillite du débiteur<sup>3</sup>.

En l'histoire économique, les séries de cours de change et de taux d'intérêt ont été utilisées avant tout pour mesurer l'intégration des marchés en étudiant l'origine, le déroulement et l'impact de crises économiques ainsi que l'efficacité du marché (*market efficiency*) et de ses opérateurs à neutraliser des différentiels de cours et de taux par le moyen de l'arbitrage. Dès lors, on comprend l'enjeu de la question de savoir si les taux obtenus à partir des écarts de cours s'appliquent à la place d'émission ou à la place de réception : elle est capitale pour valider les résultats de ces études.

## 1. L'état de la question

Si, intuitivement, on pourrait penser que l'écart entre des cours à des termes de paiement différents représente le taux d'intérêt de la place d'émission, la majorité des auteurs qui s'est penchée sur la question pense que c'est l'inverse, c'est-à-dire qu'il s'agit du taux d'intérêt de la place de réception. C'est, par exemple, l'avis de Lockett, qui a calculé, à partir du *Course of the Exchange* de Castaing, les écarts entre les cours à vue et à deux usances de Londres sur Paris pour la période de 1740 à 1793 : « comme il était possible qu'après leur acceptation, on escomptait les lettres à terme à Paris, la différence entre les deux cours correspond au taux d'intérêt à court terme qui était à ce moment-là disponible à Paris (et non à celui disponible à Londres)<sup>4</sup> ». L'interprétation est partagée par Gillard, qui pense aussi que « le coût supplémentaire de l'éloignement des échéances se cale en principe sur le taux d'escompte appliqué aux papiers commerciaux par les banquiers *destinataires*<sup>5</sup> ». L'avis se retrouve enfin dans l'étude récente de Flandreau *et alii*, qui font état d'un article d'Edwin Perkins de 1978<sup>6</sup>, dont l'approche serait aujourd'hui « communément admise et, en effet, cohérente aussi bien avec la logique économique qu'avec les recommandations des contemporains<sup>7</sup> ». L'argument ne semble toutefois pas faire l'unanimité<sup>8</sup>. En outre, Flandreau

---

<sup>3</sup> Charles W. Calomiris et R. Glenn Hubbard, « International Adjustment under the Classical Gold Standard: Evidence for the United States and Britain, 1879-1914 », *Modern Perspectives on the Gold Standard*, T. Bayoumi, B. Eichengreen, et M. P. Taylor (éds.), Cambridge: Cambridge University Press, 1996, p. 189-217 ; Lawrence H. Officer, *Between the Dollar-Sterling Gold-Points: Exchange Rates, Parity and Market Behaviour*, Cambridge (*et al.*) : Cambridge University Press, 1996.

<sup>4</sup> « Since long bills might be discounted in Paris after they were accepted, the difference between the two rates corresponds to the short term rate of interest currently available in Paris (and not that available in London) » : Lockett, *Credit and Commercial Society in France...*, *op. cit.*, p. 35-36. Ce raisonnement se réfère à Schubert, *The Ties that Bound...*, *op. cit.*, p. 5-6, 36-38.

<sup>5</sup> Lucien Gillard, *La banque d'Amsterdam et le florin européen au temps de la République néerlandaise (1610-1820)*, Paris : Éditions de l'EHESS, 2004 (Recherches d'histoire et de sciences sociales ; 103), p. 251.

<sup>6</sup> Edwin J. Perkins, « Foreign Interest Rates in American Financial Markets : A Revised Series of Dollar-Sterling Exchange Rates, 1835-1900 », *Journal of Economic History* 38 (1978), p. 392-417.

<sup>7</sup> « Perkins' approach is now conventional and, in effect, consistent with both economic logic and contemporaries' recommendations » : Flandreau (*et al.*), « The Bell Jar... », *art. cit.*, p. 180.

<sup>8</sup> Si Officer suit Perkins, et Craighead, à son tour, Officer, Eagly et Smith et, plus récemment, Calomiris et Hubbard procèdent comme si l'écart des cours représentait le taux d'intérêt de la place d'émission : Officer,

et ses coauteurs ne donnent pas d'éléments pour montrer dans quelle mesure leur avis serait conforme à la logique économique ou aux jugements des contemporains. Reportons-nous donc au raisonnement de Perkins.

### ***1.1 La référence : Edwin Perkins et son analyse du marché des changes anglo-américain au XIX<sup>e</sup> siècle***

Quels arguments avance Perkins pour soutenir l'hypothèse que le taux d'intérêt que l'on peut déduire des cours du change ne représenterait pas celui de la place d'émission des lettres, mais de celui de la place où elles étaient payables ? Son point de départ est une critique de l'étude de Lance Davis et Jonathan Hughes, qui avaient publié une série de cours du change entre les États-Unis et l'Angleterre de 1835 à 1895 en 1960<sup>9</sup>. La série reprend les cours d'environ 3 000 lettres qu'avait achetées Nathan Trotter, un importateur en gros de métaux, installé à Philadelphie. Les lettres que Trotter achetait, furent d'abord surtout payables à terme (à 60 jours) jusqu'à ce que, à partir de 1882, il se mit à acquérir en majorité des lettres à vue. Afin d'obtenir une série homogène de cours, Davis et Hughes devaient donc rapporter les cours à échéances différentes à une échéance unique : ils décidèrent alors de convertir en cours à vue les cours qui étaient à terme. Pour faire cela, ils devaient tenir compte du taux d'intérêt qui était inclus dans les lettres à terme. Or, pour opérer ces conversions, ils utilisèrent les taux d'intérêt américains (tels qu'ils étaient publiés dans la presse financière), donc de la place d'émission des lettres, et non les taux qui avaient cours en Angleterre, où les lettres étaient payables. Ils considéraient en effet qu'en achetant des lettres de tireurs américains, Trotter leur aurait accordé du crédit, ce qui aurait été équivalent à investir dans du papier commercial américain de court terme. C'est pourquoi, concluaient-ils, on devrait s'appuyer sur les taux d'intérêt américains pour faire les conversions<sup>10</sup>.

La critique de Perkins aboutit à des conclusions diamétralement opposées<sup>11</sup>. Elle met d'abord en question la qualification de Trotter comme un prêteur de fonds aux États-Unis. Perkins rappelle en effet le contexte de ses affaires et les motifs qui le faisaient intervenir dans le marché des changes : afin de payer ses fournisseurs anglais, Trotter achetait des lettres de crédit de firmes bancaires anglo-américaines, qui étaient payables à court terme en Angleterre. Après avoir reçu ces dernières de Trotter par la poste, les fournisseurs anglais les présentaient aux représentants des firmes bancaires en Angleterre, qui en acquittaient la valeur et en débitaient le compte de Trotter dans leurs livres de compte. Trotter balançait ensuite ses comptes en remettant, depuis les États-Unis, des lettres payables à 60 jours au profit de ses banquiers anglais. Souvent, Trotter achetait les lettres de change à terme de la même firme bancaire dont il avait acheté les lettres de crédit. Dans le contexte de ces affaires, Perkins fait observer que ce n'était pas Trotter qui accordait du crédit à la firme bancaire anglo-

---

*Between the Dollar-Sterling Gold-Points...*, *op. cit.*, p. 68-72 ; William D. Craighead, *A Monthly Dollar-Sterling Exchange, 1791-1879* (29 mai 2007), p. 2 ; consulté sur :

<http://bcraighead.faculty.wesleyan.edu/files/2010/05/US-UK-Monthly-Exchange-5-29-07.pdf> ; Eagly et Smith, « Domestic and International Integration... », *art. cit.*, p. 200 ; Calomiris et Hubbard, « International Adjustment... », *art. cit.*, p. 194.

<sup>9</sup> Lance E. Davis et Jonathan R. T. Hughes, « A Dollar Sterling Exchange, 1803-1895 », *Economic History Review* 13 (1960), p. 52-78.

<sup>10</sup> *Ibid.*, p. 53 : « Had Trotter not purchased time-bills of exchange, he could have invested in American earning assets. Trotter was, in fact, granting credit to Americans, and thus the bill prices reflect an interest in payment. Moreover, since credit was being granted in the American market, the discount on the bills was the American rate ».

<sup>11</sup> Perkins se réfère à Ira B. Cross qui fut parmi les premiers à mettre en doute, par une réflexion théorique, la prééminence du taux d'intérêt de la place d'émission dans l'établissement des écarts de cours à échéances différentes : Ira B. Cross, *Domestic and Foreign Exchange: Theory and Practice*, Macmillan : New York, 1924, p. 347-369.

américaine lorsqu'il achetait une lettre à 60 jours, mais que c'était plutôt l'inverse : c'est le représentant anglais de la firme bancaire qui lui accordait du crédit lorsqu'il acquittait la valeur d'une lettre de crédit dont il ne serait remboursé que 60 jours plus tard, lorsqu'il pourrait bénéficier de la remise que Trotter lui avait faite. L'opération de crédit n'aurait donc pas eu lieu aux États-Unis, mais en Angleterre. C'est pourquoi les cours du change, auxquels la firme bancaire vendait ses lettres à terme à Trotter, intégreraient le taux d'intérêt qui était alors en vigueur en Angleterre, et non celui aux États-Unis<sup>12</sup>.

Eu égard au contexte général des affaires de Trotter, qui impliquait une combinaison d'opérations à court (lettres de crédit) et à long terme (lettres de change), on peut effectivement discuter le fait de considérer l'importateur de Philadelphie comme un prêteur américain de fonds. La démonstration n'est pourtant fondée que sur un exemple particulier, peut-être représentatif du mode de paiement des importateurs en gros de la côte Est des États-Unis au XIX<sup>e</sup> siècle, mais certainement pas des différents contextes dans lesquels les opérateurs pouvaient intervenir en change. En effet, les modes d'utilisation auxquels pouvaient se prêter cet instrument de crédit et de transfert de fonds qu'était la lettre de change peuvent être très variés.

Prenons le cas du banquier anversois Jean-Baptiste de La Bistrate, dont nous avons analysé les affaires de change entre 1654 et 1674 dans le cadre de notre thèse. À compte propre, La Bistrate utilisait la lettre de change *exclusivement* comme instrument de crédit : à la différence d'un certain nombre de ses correspondants, pour lesquels il opérait en commission, et aussi à la différence de Trotter, il achetait et remettait des lettres de change non pas dans le contexte « forcé » d'un commerce de marchandises, mais dans celui des spéculations sur les cours du change et des opérations d'arbitrage propres au « change par art ». Or, La Bistrate n'était ni un cas à part ni un précurseur, mais s'insérait dans une longue tradition d'opérateurs qui, dès le XIV<sup>e</sup> siècle, achetaient des lettres de change pour les remettre ou les faire remettre à des fins purement spéculatives à travers l'Europe<sup>13</sup>. Un type révélateur d'opérations était dans ce contexte les changes « secs », qui consistaient en des opérations aller-retour entre deux places, mais qui n'étaient en réalité rien d'autre que des prêts déguisés, accordés par les donneurs aux tireurs<sup>14</sup>. Or, ces prêts s'effectuaient sur la place d'émission de la lettre, et non sur la place où elle était payable. Comment nier que les cours dépendaient alors du taux d'intérêt de la place d'émission des lettres ?

Dans ce contexte des différentes utilisations de la lettre de change, retenons donc que les affaires de la firme Trotter ne constituent pas un exemple pertinent pour soutenir l'hypothèse que l'écart entre les cours à échéances différentes représente le taux d'intérêt de la place où la lettre est payable, et non de celle où elle était émise.

L'autre argument dont Perkins fait état concerne la comparaison entre, d'une part, les taux d'intérêt implicites, tels qu'on peut les calculer à partir de cours de transactions de change conclues aux États-Unis et, d'autre part, les taux d'intérêt américains (fondés sur les taux du papier commercial, c'est à dire *promissory notes*<sup>15</sup>) et anglais (fondés sur les taux

---

<sup>12</sup> Perkins, « Foreign Interest Rates in American Financial Markets... », *art. cit.*, p. 392, 405-406.

<sup>13</sup> Voir à ce sujet Reinhold C. Mueller, *The Venetian Money Market : Banks, Panics and the Public Debt, 1200-1500*, Baltimore : Johns Hopkins University Press, 1997 (Money and Banking in Medieval and Renaissance Venice ; 2) ; Giulio Mandich, *Le pacte de ritorsa et le marché italien des changes au XVII<sup>e</sup> siècle*, Paris : A. Colin, 1953 (Affaires et gens d'affaires ; 7).

<sup>14</sup> Sur ce type d'opérations plus en détail, voir Raymond de Roover, « What is Dry Exchange? A Contribution to the Study of English Mercantilism », *The Journal of Political Economy* 52 (1944), p. 250-266.

<sup>15</sup> Perkins tire les taux du papier commercial aux États-Unis de la publication de Frederick R. Macaulay, (*Some Theoretical Problems Suggested by*) *The Movements of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States since 1856*, New York : National Bureau of Economic Research, 1938 (Perkins, « Foreign Interest Rates in American Financial Markets... », *art. cit.*, p. 397, note 11). Le papier commercial est à identifier à des *promissory notes* ; il s'agit d'un effet de commerce qui peut se négocier avant d'arriver à échéance, qui est

d'escompte de lettres de change appliqués par la Banque d'Angleterre). L'opération montre qu'entre 1870 et 1900, les taux implicites américains correspondaient plutôt aux taux anglais, et qu'ils étaient en moyenne d'environ 2 % inférieurs aux taux américains<sup>16</sup>. Il serait donc permis d'en conclure que les cours du change américains se seraient établis en fonction du taux d'intérêt qui était en vigueur en Angleterre, plutôt que de celui qui avait cours aux États-Unis.

À la lumière de l'analyse des cours du change anversois au XVII<sup>e</sup> siècle que nous avons effectuée dans notre thèse, notons pourtant que la discordance entre les taux d'intérêt américains, tels qu'ils ont été publiés dans la presse, et les taux implicites, tels qu'ils ont été déduits de transactions de change conclues aux États-Unis, ne doit pas nous surprendre : la comparaison des cours courants anversois avec les cours auxquels La Bistrate négociait a en effet montré que les deux étaient rarement identiques et qu'il pouvaient y avoir d'écarts importants, surtout si on avait affaire à des transactions que La Bistrate opérait à compte propre. L'écart moyen de 2 % entre les taux d'intérêt américains et les taux implicites n'est ainsi pas un indice suffisant pour démontrer que les cours de change américains ne se seraient pas orientés en conformité avec les taux d'intérêt américains.

Notons ensuite le caractère disparate des séries comparées : cela va du taux d'intérêt du papier commercial aux États-Unis, aux écarts entre des cours du change à vue et à terme à New York, ou encore au taux d'escompte des lettres de change à Londres. Ainsi, les trois séries renvoient à des effets de commerce différents dont les taux d'intérêt étaient sans doute l'expression de primes de risque eux aussi différentes. A l'époque du *gold standard* aux États-Unis, le papier commercial présentait le soi-disant *silver risk*, c'est-à-dire le risque d'une perte en cas d'un retour à un régime bimétallique avant son terme de paiement<sup>17</sup>. Ce risque était d'une acuité moindre concernant des lettres de change, dont l'échéance n'était qu'à 60 jours au maximum. L'opération la moins risquée était sans doute l'escompte de lettres de change à Londres puisque, d'une part, elles n'étaient plus qu'à quelques semaines voire quelques jours de l'arrivée à échéance et, d'autre part, elles étaient munies de l'acceptation des tirés (d'où leur désignation d'*acceptances*). Eu regard de ces risques différents, il peut paraître normal que le taux du papier commercial aux États-Unis était supérieur à celui de l'intérêt implicite des lettres de change à New York ; ce dernier étant, à son tour, supérieur au taux d'escompte à Londres. Dans cette perspective, on ne peut pas conclure que l'intérêt implicite des lettres de change tirées de New York sur Londres était déterminé par les taux en vigueur en Angleterre et non par ceux aux États-Unis.

Soulignons, enfin, que le raisonnement de Perkins ne serait concluant que si le phénomène n'était établi aussi en direction inverse : les taux implicites des lettres de change tirées de l'Angleterre sur les États-Unis correspondaient-ils aux taux d'intérêt américains élevés ? Or, faute de disposer de séries de cours Londres-New York<sup>18</sup>, il est impossible de réaliser un tel test. La carence de cours pour cette ligne serait due à l'absence d'un marché de lettres de change libellées en dollar à Londres<sup>19</sup>. Ainsi, curieusement, le marché des changes entre les États-Unis et Londres aurait fonctionné en sens unique au XIX<sup>e</sup> siècle, phénomène dont les raisons sont encore à élucider.

---

normalement de six mois : Lawrence H. Officer, *What Was the Interest Rate Then? A Data Study*, p. 29 ; consulté sur : <http://www.economics.utoronto.ca/munro5/intereststudy.pdf>.

<sup>16</sup> Perkins, « Foreign Interest Rates in American Financial Markets... », *art. cit.*, p. 399.

<sup>17</sup> Calomiris et Hubbard, « International Adjustment... », *art. cit.*, p. 194.

<sup>18</sup> Cette carence de cours est constatée par Markus A. Denzel, *Handbook of World Exchange Rates, 1590-1914*, Farnham : Ashgate, 2010, p. 12-13.

<sup>19</sup> Officer, *Between the Dollar-Sterling Gold-Points...*, *op. cit.*, p. 61 : « Fundamental to the dollar-sterling market was the practice of drawing sterling bills in the American port cities on London and the absence of drawing dollar bills in England on American port cities. This led to flourishing American markets for sterling bills of exchange but no corresponding London market for dollar bills ».

Un dernier ensemble d'arguments évoqués par Perkins concerne des éléments qu'il tire d'une documentation de type qualitatif qu'il sollicite pour interpréter et expliquer les phénomènes qu'il a observés au niveau quantitatif. Il fait ainsi état de la correspondance commerciale de l'une des plus importantes firmes de banque anglo-américaine au XIX<sup>e</sup> siècle, la maison Brown<sup>20</sup>. Le dépouillement de ses livres de copie aurait fourni, selon Perkins, nombre d'éléments indiquant « que le taux d'intérêt qui était inclus dans les prix des lettres de change que la firme émettait en livre sterling (aux États-Unis), correspondaient en fait plutôt aux taux en vigueur sur le marché financier anglais que sur celui aux États-Unis<sup>21</sup> ». À y regarder de plus près, on peut pourtant penser que les éléments que Perkins évoque sont moins susceptibles de rendre compte de la convergence alléguée entre les taux implicites américains et les taux d'escompte anglais, que d'expliquer le niveau inférieur des taux implicites américains par rapport aux taux du papier commercial américain. Il en va ainsi, par exemple, de la pratique de Brown de vendre aux États-Unis des lettres à terme, payables par ses représentants en Angleterre à 60 jours, à des cours dont l'intérêt implicite était inférieur au taux du papier commercial, tel qu'il était publié dans la presse américaine. Perkins, qui s'étend longuement sur cet usage, en fait un élément de la stratégie plus générale que déployait la firme pour s'attirer une clientèle d'importateurs en gros, tel Trotter, à qui elle pouvait vendre aussi des lettres de crédit : les lettres à terme à des cours intéressants auraient fait partie d'une offre de promotion que proposait Brown à des clients qui voulaient bien acheter, et donc en payer les frais, aussi ses lettres de crédit<sup>22</sup>. Pourquoi ne pas envisager alors que le différentiel – environ 2 % de moins – entre les taux d'intérêt implicites des transactions et les taux du papier commercial aux États-Unis tenait au contexte des affaires des firmes dont on a relevé les cours, comme nous l'avons montré à partir des cours anversoises au XVII<sup>e</sup> siècle ?

## ***1.2 L'application des hypothèses de Perkins au marché des changes de l'époque moderne***

Eu égard aux différences fondamentales entre le marché des changes anglo-américain au XIX<sup>e</sup> siècle et celui d'Anvers au XVII<sup>e</sup> siècle – pensons seulement à la mise en place du câble transatlantique en 1866 – il est sans doute prudent de s'en tenir à ces questions et de ne pas pousser plus loin les analogies. Il est en revanche permis, voire nécessaire, dans le contexte de notre problématique, de discuter les résultats d'études qui appliquent les hypothèses de Perkins à leur analyse de marchés de change modernes, en particulier ceux du XVIII<sup>e</sup> siècle.

Notons d'abord que ces études semblent conférer au modèle de Perkins une validité intemporelle, puisqu'elles ne contiennent aucune réflexion sur son applicabilité aux conditions différentes du marché des changes à l'époque moderne. Quoi qu'il en soit, observons que Luckett, dans son étude sur les taux d'intérêt à Paris de 1740 à 1793, constate, là où il est possible de comparer les deux, un décalage entre l'évolution du taux à Paris tel que l'on peut le reconstruire, d'une part, à partir de témoignages parisiens directs et, de l'autre part, suivant la méthode de Perkins, à partir de l'écart entre les cours courants *londoniens* à échéances différentes sur Paris. L'évolution des deux était décalée, par exemple, en 1783

---

<sup>20</sup> Sur cette firme, voir plus en détail Edwin J. Perkins, *Financing Anglo-American Trade : The House of Brown, 1800-1880*, Cambridge, Mass. ; Londres : Harvard University Press, 1975 (Harvard Studies in Business History ; 28).

<sup>21</sup> Perkins, « Foreign Interest Rates in American Financial Markets... », *art. cit.*, p. 393 : « in the process of my own research on one of the era's most important Anglo-American merchant banking firms, the House of Brown, I came across mounting evidence in the partners' correspondence and in daily reports of multiple transactions at a range of maturities which indicated that the interest rates reflected in the prices of the firm's sterling bills actually corresponded more closely with prevailing rates in the English than the American money market ».

<sup>22</sup> *Ibid.*, p. 403 : « the extension of credit to Americans for the traditional 60-day period at these still generally favorable interest rates was a part of the overall package of financial benefits which customers expected to enjoy once they agreed to pay the firm's fees for opening a letter of credit ».

lorsque, le 30 septembre, la Caisse d'escompte arrêta ses paiements : à Paris, la conséquence logique en était une hausse immédiate des taux d'intérêt ; or, dans l'écart entre les cours à échéances différentes de Londres sur Paris, cette hausse ne se reflétait que trois semaines plus tard. Lockett explique ce décalage par les contraintes du transport du courrier entre la France et l'Angleterre : « parce qu'il pouvait prendre plusieurs semaines avant que les nouvelles de Paris n'arrivent chez les cambistes sur la bourse londonienne<sup>23</sup> ». L'explication n'est pourtant pas convaincante, dans la mesure où elle repose sur une estimation erronée du délai d'acheminement du courrier de Paris à Londres : au XVII<sup>e</sup> siècle le courrier de Paris ne mettait en effet que trois à quatre jours pour arriver à Anvers ; pour arriver à Londres, le délai ne devait donc pas excéder une semaine au XVIII<sup>e</sup> siècle. Cette correction à la baisse des délais du courrier signifie donc que ces derniers ne peuvent pas être évoqués pour rendre compte du décalage important entre l'évolution des taux d'intérêt à Paris et des cours du change sur Paris à Londres.

L'hypothèse que les écarts entre les cours à échéances différentes de Londres sur Paris seraient déterminés non pas par le taux d'intérêt à Londres, mais par celui de Paris, est pourtant non seulement infirmée par l'analyse quantitative de Lockett – qui constate un décalage entre les deux séries – mais aussi par un argument de type qualitatif qu'implique son exposé : dans l'hypothèse où les cours de Londres se seraient alignés sur les taux d'intérêt à Paris, l'évolution des taux parisiens aurait dû constituer un sujet central dans les correspondances des cambistes. Or, ni Lockett ni les autres auteurs qui soutiennent l'hypothèse (Flandreau *et alii*, Gillard, voir ci-dessous) ne font état de lettres commerciales du XVIII<sup>e</sup> siècle où, dans le contexte de l'établissement des cours sur leur place de résidence, les opérateurs se seraient préoccupés des taux d'intérêt des autres places. Le soupçon qu'il s'agissait là d'une question moins pertinente pour les opérateurs qu'elle ne l'est pour certains historiens de l'économie moderne est confirmé par nos dépouillements de la correspondance active et passive de La Bistratte : si les opérateurs montraient un grand intérêt pour le niveau des cours sur les places avec lesquelles ils correspondaient, ils ne s'enquerraient *jamaï*s du taux d'intérêt ou de l'écart entre les cours à échéances différentes qui y étaient en vigueur.

Un moyen topique pour tester la pertinence de l'hypothèse de Perkins est bien-sûr de vérifier si les taux d'intérêt implicites des cours d'une place B sur une place A sont les mêmes que ceux des cours de C sur A. Cela devrait en effet être le cas si les taux d'intérêt de A contribuaient à déterminer, en B comme en C, l'écart entre les cours à court et à long terme sur A. Curieusement, rares sont les auteurs qui ont fait ce test. Les seuls à l'avoir effectué sont, à notre connaissance, Flandreau et ses coauteurs, qui ont comparé le cours de Londres sur Paris avec celui d'Amsterdam sur Paris. Or le test, constatent-ils, « révèle peu de connexions entre les deux séries<sup>24</sup> », ce qui contredit l'hypothèse que l'écart entre les cours à vue et à terme de Londres sur Paris et d'Amsterdam sur Paris serait déterminé par le taux d'intérêt parisien. Le résultat négatif de leur test ne les conduisit pourtant pas à mettre en question l'hypothèse qu'ils ont reprise de Perkins, mais à déclarer une des deux séries qu'ils ont analysées, à savoir celle des cours d'Amsterdam sur Paris, d'« anormale<sup>25</sup> ». Ils fondent ce jugement sur des « éléments anecdotiques<sup>26</sup> » (dont l'interprétation proposée est, de plus,

---

<sup>23</sup> Lockett, *Credit and Commercial Society in France...*, *op. cit.*, p. 36f : « I have been able to reconstruct time series of the discount rate in Paris on the basis of all issues of the *Course of the Exchange* from 1740 to 1793. [...] As one would expect, it shows a certain lag over [the] developments (in the Parisian financial market), since the news from Paris could take several weeks to reach the cambists of the London stock exchange. To cite but one example, we know from literary sources that the discount rate in Paris soared when the Caisse d'escompte suspended payments on 30 September 1783, but this rise did not appear in the *Course of the Exchange* until three weeks later ».

<sup>24</sup> Flandreau (*et al.*), « The Bell Jar... », *art. cit.*, p. 194 : « the result from our exercise (...) reveals little connection between the two series ».

<sup>25</sup> *Ibid.*, « it must be that the “abnormal” series is that constructed from the Amsterdam course of exchange ».

<sup>26</sup> *Ibid.*, p. 193 : « anecdotal evidence ».

douteuse) qui relèveraient de la « microstructure des marchés financiers » dont l'examen devrait, concluent-ils, « figurer au premier rang du programme de recherches des historiens de la finance<sup>27</sup> ».

Si notre approche micro-analytique, en étudiant les opérations de change d'un seul cambiste anversois, coïncide avec ce programme de recherche, elle ne confirme pas pour autant les hypothèses de Flandreau et de ses coauteurs. Nous en avons déjà fait la démonstration à partir de la correspondance de La Bistrate. Ce sont pourtant aussi les indices d'ordre macroéconomiques, auxquels a abouti notre analyse des cours anversois, qui contredisent l'hypothèse. L'étude a en effet montré une grande concordance entre les écarts moyens par usance des cours anversois sur Lille, Amsterdam et Londres, de quoi suggérer avec force que c'étaient les taux d'intérêt anversois qui les déterminaient : si cela avaient été les taux de Lille, Amsterdam et Londres, on aurait pu s'attendre à des écarts moyens plus volatiles et moins homogènes à Anvers.

## 2. Les enseignements de la documentation anversoise : l'exemple de 1667

### 2.1 Méthode et problématique

Des moyennes peuvent pourtant tromper. C'est pourquoi nous avons procédé à la mise en courbe des écarts par usance là où nous disposons de séries à la fois continues et homogènes. C'est le cas sur les lignes Anvers-Lille et Anvers-Amsterdam, pour lesquelles les cours courants anversois nous fournissent des données à deux échéances différentes à un rythme hebdomadaire, entre octobre 1665 et novembre 1674 : à usance et à deux usances sur la ligne Anvers-Lille ; à vue et à usance sur la ligne Anvers-Amsterdam. À partir de ces deux cotations, il était possible de déduire, pour chaque semaine, l'écart par usance, dont nous avons ensuite calculé des moyennes mensuelles (afin d'assurer la lisibilité d'un graphique qui porte sur presque une décennie, il convenait en effet de représenter les évolutions à une échelle d'observation plus grande que celle de la semaine). Soulignons que cette série peut être considérée comme homogène dans la mesure où elle repose sur des cours d'un même type (les cours courants), et non pas sur une combinaison de cours de types différents (cours de transaction, La Bistrate agissant à compte propre ou en commission). Que montre la confrontation de la courbe des écarts mensuels par usance sur la ligne Anvers-Lille à celle des écarts sur la ligne Anvers-Amsterdam entre 1665 et 1674 (annexe n°1) ?

Notons d'abord la grande homogénéité des deux séries, dont les valeurs se situent en majorité entre 0,4 et 0,6 % par usance. Dans cette mesure, les deux moyennes générales, qui atteignent sur les deux lignes environ 0,5 %, ne masquent rien (ce qui aurait été le cas si les valeurs avaient affiché une plus grande volatilité). Le caractère en général régulier et uniforme des deux courbes n'exclut pas pour autant l'existence de deux à trois hausses et baisses spectaculaires, qui concernent notamment la ligne Anvers-Lille. Or, le fait que la courbe de la ligne Anvers-Amsterdam ne suit pas ces mouvements et évolue même parfois (comme en avril 1670) en direction inverse, semble suggérer que ce n'était pas le taux anversois qui déterminait l'évolution des deux courbes (qui auraient dû alors évoluer de manière parallèle) mais ceux de Lille et d'Amsterdam.

L'hypothèse semble être confirmée si l'on compare l'évolution de l'écart par usance à celle du cours du change, qui sont souvent parallèles (annexes n°s 2 et 3). Pourquoi ce phénomène confirmerait-il l'hypothèse ? Rappelons d'abord comment on cotait le cours sur les lignes Anvers-Lille et Anvers-Amsterdam : la monnaie de change étant la même sur les

---

<sup>27</sup> « Exploring international money market microstructures should therefore feature prominently on the financial historian to-do-list » : Flandreau (*et al.*), « The Bell Jar... », Final draft, August 27, 2007, p. 32, consulté sur <http://economix.fr/pdf/seminaires/H2S/Flandreau.pdf>. La phrase ne se retrouve plus dans la version imprimée de l'article (publié dans *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions...*, *op. cit.*).

trois places (la livre de gros), les cours s'exprimaient par un pourcentage qui indiquait combien il fallait donner en plus ou en moins à Anvers par rapport à la somme qui était payable à Lille ou à Amsterdam. Une hausse du cours à Anvers sur Lille, par exemple, signifiait que pour avoir une somme donnée à Lille, il fallait donner plus de livres de gros à Anvers qu'auparavant. Cette hausse correspondait donc à un renchérissement de la livre de gros à Lille par rapport à celle à Anvers. On pourrait donc interpréter cette évolution du cours comme la conséquence d'une hausse du taux de l'intérêt à Lille. L'accompagnement de cette hausse du cours par une hausse de l'écart entre les cours courants anversoïses à vue et à usance sur Lille pourrait donc donner crédit à l'hypothèse selon laquelle les écarts par usance représenteraient les taux d'intérêt des places où les lettres étaient payables, et non de celles où elles étaient émises.

Examinons la validité de ce raisonnement à partir d'un exemple concret, en mettant à contribution aussi des témoignages de type qualitatif, à savoir la correspondance commerciale de La Bistrate. L'analyse de la hausse, puis de la baisse à la fois du cours et de l'écart par usance sur la ligne Anvers-Lille en 1667 nous paraissent particulièrement pertinentes à ce sujet, parce qu'elles représentent les mouvements les plus spectaculaires de ce genre pendant notre période d'investigation.

## **2.2 Le contexte lillois de 1667 (1) : la guerre de Dévolution et la suspension des activités commerciales**

Ces évolutions se situent dans le contexte de la guerre dite de « Dévolution » entre la France et l'Espagne, dont la zone de combat était localisée avant tout aux Pays-Bas espagnols. Après la déclaration de Louis XIV du 20 mai 1667 qu'il était, sous prétexte du non-respect du traité des Pyrénées de 1659 par les Espagnols, « dans la nécessité d'entrer avec ses armées (dans les territoires espagnols) pour se mettre en possession des terres qui lui appartiennent », l'avancée rapide des troupes françaises en Flandre fut suivie de près par les opérateurs. Le 30 juin 1667, La Bistrate écrit ainsi à ses correspondants bâlois Brunschweiler & C<sup>ie</sup> : « je ne doute où aurés avant cette entendu la perte de Tournay ; ces poltrons ont rendu la place sans se deffendre ». La suite de succès militaires provoque l'étonnement de la firme bâloise qui commente, le 23 juillet : « il parroît bien estrange que le roy de Frances ne trouve nulle resistances, se qu'il lui fera tantto rendre maistre de tout ce pays ». Le point culminant de l'avancée française est sans doute la conquête de Lille qui, après avoir été assiégée, est prise dans la nuit du 27 au 28 août 1667.

La campagne militaire a des conséquences importantes pour le commerce en Flandre, car les armées coupent les voies de communication et rendent l'envoi de marchandises dangereux. C'est ce que Brunschweiler & C<sup>ie</sup> prévoient le 28 juin : « ce trouble de guerre causeront grand desordre au negoce ; si Tournay sera emporté par les François, ne scavons remede d'en avoir marchandise de là ». Le pronostic s'avérera pertinent, étant donné qu'en juillet, la firme bâloise rencontrait de sérieuses difficultés à recevoir des marchandises de ses correspondants flamands : « nous avons beaucub (*sic*) de marchandise au Pays-Bas et somes fort en paine come(nt) les sortir<sup>28</sup> ». Ce n'est qu'à la mi-septembre que s'annonce une reprise des échanges commerciaux : si La Bistrate constate toujours, le 15, la suspension des activités commerciales due à la campagne militaire (« à cause du merche des armés de part et d'autre tout les passages sont ancors serré, de sorte que la negoce e[s]t icy en suspence »), il espère en effet que « comme la saison avance, (...) les armés se retireront bientost en garnison ; ce que estant, l'envoie des merchandises se pourat remettre<sup>29</sup> ». La prévision se révèle exacte, puisque seulement une semaine plus tard, le 22 septembre, l'Anversoïse peut enfin aviser la

---

<sup>28</sup> Brunschweiler & C<sup>ie</sup> à LB 5-7-1667.

<sup>29</sup> LB à Brunschweiler & C<sup>ie</sup> 15-9-1667.

firme bâloise que « les chartiers de Lille, Tournay et autre lie(u)x commencent à voïager. Et pour ce subject, ils prennent passeport de part et d'autre, ainsy que la negoce se commencerat à se remettre. À cause de la pluye continuelle et que la saison vat avancer, les armés se comencent à se mettre en garnisons, dieu en soit loué ». La fin de la campagne militaire est, pour Brunschweiler & C<sup>ie</sup>, le signal pour reprendre leurs achats de produits textiles flamands : « puisque les charettes comenceront derechef à rouller, dont envoyons par cette des nouvelles comissions à nos amys<sup>30</sup> », témoignage d'où ressort le lien entre la viabilité des routes et la reprise commerciale en Flandre.

### **2.3 Le contexte lillois de 1667 (2) : la perturbation des paiements extérieurs et intérieurs**

La guerre ne cause pourtant pas seulement une suspension du négoce, mais interrompt aussi les relations cambiaires. La Bistrate avise ainsi ses commissionnaires middelbourgeois Hoste & C<sup>ie</sup> qu'ils ne doivent pas lui remettre son avance en lettres payables à Lille, « parce que cette place reste assiégée par l'armée française<sup>31</sup> ». À Anvers, leur explique-t-il le 24 août, quatre jours avant la prise de la ville par les Français, « on tient les lettres sur Lille, qui sont arrivées à l'échéance, comme une banque fermée, à cause du siège<sup>32</sup> ». L'arrêt du change sur Lille, la principale place en Flandre, se reflète aussi sur les cours courants anversois, dont les éditions des 19 et 26 août n'enregistrent pas de cotations sur Lille.

L'interruption des paiements sur le plan extérieur trouve sa contrepartie au niveau intérieur dans la perturbation des paiements de la place. La Bistrate rapporte ainsi que « faute de credit sont en Lille fally divorce persones<sup>33</sup> ». Manque de crédit qui indique un défaut de confiance sur la place, ce qui fait entrer un élément de psychologie dans l'analyse. L'état mental des opérateurs est souligné aussi par Brunschweiler & C<sup>ie</sup> qui, dès le début de la guerre, remarquent : « puisque la guerre se veut allumer en Flandre, tous nos amys ont grand peur et sont fort timide. Pendant la guerre par si-devent (qui se termina par le traité des Pyrénées en 1659) ils n'estoyent si espouventé<sup>34</sup> » ; « le pays est en allarme à cause des François<sup>35</sup> », constatent-ils encore en juin. L'inquiétude de La Bistrate reflète bien les impressions des Bâlois : « en cet tamps troublé il fait fort dangereux à negocier », avertit le banquier anversois Brunschweiler & C<sup>ie</sup> le 4 août. Face à cette augmentation du risque, La Bistrate affiche un comportement qui est sans aucun doute représentatif de celui de ses collègues lillois : ne pas effectuer d'investissements importants, garder ses deniers dans son portemonnaie et faire doublement attention à qui l'on prête de l'argent. C'est pourquoi il demande à ses commettants bâlois « speciale ordere pour furnir à quy desirés avoir furny de la provision (en Flandres) (...) pour n'y commettre faute ; avecq ces gerres, on ne sait coment que le tout irat<sup>36</sup> ». L'hésitation et l'anxiété qui règnent sur la place lilloise se saisit le mieux par les projets qu'embrassent un certain nombre d'opérateurs de quitter la ville, comme il ressort de la lettre de la firme lilloise Pellerin & C<sup>ie</sup> à La Bistrate du 12 septembre :

Les marchans d'icy ne scavent point ce qu'il douibt faire dans cette occurrences de tamps, scavoïr de sortyr de la ville ou bien d'y rester jusqu'à aultres changement. L'on dit icy que ceulx d'Anvers croyent d'estre assiegés par les Fransois la campagne prochain, et que leurs

<sup>30</sup> Brunschweiler & C<sup>ie</sup> à LB 1-10-1667.

<sup>31</sup> LB à Hoste & C<sup>ie</sup> 17-8-1667 : « Ul (...) sult gelieven (...), aen my retour daer van doen in goede briven. Het is my al eens, op wat plaetse dat het is, als het maer a conto entornert, (...) dan par Lilla en maech het niet geschieden, vermits ditto plaetse van de Fransche belegert blyft ».

<sup>32</sup> LB à Hoste & C<sup>ie</sup> 24-8-1667 : « al hier hout men de vervallen brive op Reyssel, om redens van het belech, als een gesloten banco ».

<sup>33</sup> LB à Brunschweiler & C<sup>ie</sup> 21-7-1667.

<sup>34</sup> Brunschweiler & C<sup>ie</sup> à LB 21-5-1667.

<sup>35</sup> *Id.* à *id.* 11-6-1667.

<sup>36</sup> LB à Brunschweiler & C<sup>ie</sup> 21-7-1667.

armée marche à present vers Bruxelles, mais l'on ne scait pas à quel d'effect, d'aultant qu'ils ont fait sortir toute leur artillerie qu'il avions amené icy. Le tamps nous ferat cognoistre le succès de leurs intension. Vos graces nous ferriés ung singulier plaisir de nous advyser en response de ceste sy le bruyct que courre icy de vostre ville est veritable, d'aultant que sy cella n'estoit pas, aucuns marchand d'icy se poldroient resouldre à y venir demeurer.

#### **2.4 Le contexte lillois de 1667 (3) : l'assèchement de la place en argent comptant**

Un autre facteur qui faisait renchérir la livre de gros à Lille et qui peut être tenu pour responsable de la montée du cours du change sur Lille à Anvers, était l'interruption de l'approvisionnement de la place lilloise en argent comptant. Nous ne disposons pas de références explicites à ce sujet pour la guerre de 1667/68, mais nous pouvons supposer que les mêmes mécanismes étaient alors à l'œuvre que lors de la guerre précédente entre l'Espagne et la France. Le scénario était en effet le même : un haut niveau du cours du change d'Anvers sur Lille (jusqu'en 1659, année de la conclusion du traité des Pyrénées, voir annexe n°4), en raison des campagnes militaires en Hainaut et en Flandre, qui avaient rendu l'utilisation des voies de communication dangereuse, sinon impossible. Or, les correspondances commerciales de la deuxième moitié des années 1650 montrent que les entraves à la communication concernaient non seulement le transport des marchandises, mais aussi celui de numéraire. C'est ce qui ressort des commentaires des opérateurs qui lient le niveau du cours du change à la viabilité des routes. Au sujet du cours défavorable pour le donneur anversoise, qui ne peut remettre qu'à perte sur Lille, La Bistrate avise ainsi Brunschweiler & C<sup>ie</sup>, le 25 juin 1655, qu'« à cause du siege de Landersien (*sic* ; Landrecien), tout l'armé merche presentement vers Hannaut, de sorte que le chemin de Tournay et Lille serat plu libre, *ce que ferat tomber le change* ». Le lien entre les opérations militaires et l'évolution du cours du change sur Lille est souligné par La Bistrate aussi dans sa lettre aux Bâlois du 13 octobre 1656 : « le change de Lille at esté à 1  $\frac{1}{8}$  pour cent perte à veu par casse, et d'icy on at remis vers là à  $\frac{1}{2}$  et  $\frac{3}{4}$  perte, et à 2 uso al pary. Maintenant, on fait icy à  $\frac{1}{3}$  et  $\frac{1}{2}$  pour cent perte, et uso al pary. Cela change, suivant que la soldaterie marche ». Le passage le plus révélateur concerne pourtant un épisode qui date de l'année 1658. Voici l'explication que donne La Bistrate à Brunschweiler & C<sup>ie</sup>, le 30 août, du niveau du cours du change d'Anvers sur Lille, et pourquoi il ne veut pas remettre à leurs correspondants lillois, Pellerin & C<sup>ie</sup> :

N'ay remis à Pellerin à cause que la perte est trop grande. Mais cela changerat, car cet change est monté à cause de un disgrace survenu à un charet de Lille, quy avoit bien 5 000 livres de gros en contant, laquel charet e(s)t pillié par les volleurs et le tout e(s)t perdu ; et alors tout ceux quy avoient à furnir sur Lille ont fallu remettre leur partie à pris courant. Ainsy j'ay escript auxdits amis de Lille, Tournay et Mons que ils auroient à me tirer leur besoin, paiable à veu et par casse.

Sans doute à cause du cours défavorable, un certain nombre d'opérateurs anversoise, qui avaient des paiements à faire à Lille, s'étaient à l'évidence décidés à risquer un envoi d'argent comptant à Lille, afin de ne pas souffrir les pertes qu'aurait signifié un paiement par lettres de change. L'interception de l'envoi les force pourtant de recourir finalement au marché des changes anversoise pour effectuer leurs paiements. Or, la forte demande de remise sur Lille rend le cours encore plus défavorable aux donneurs qu'il ne l'était auparavant. C'est pourquoi La Bistrate juge plus profitable pour la firme bâloise que ses correspondants lui tirent des traites depuis Lille, au lieu de leur faire des remises depuis Anvers, appréciation qu'il répète dans sa lettre qu'il envoie aux Bâlois une semaine plus tard, le 6 septembre : « on remet (sur Lille) à veu à 1  $\frac{3}{4}$  pour cent perte, laquelle perte e(s)t trop grande, car ils peuvent tirer audit pris et à moins. La disgrace survenu au charet e(s)t cause de cet changement, quy continue ancors, et ce avecq aparence de continuer, à cause des volleurs et de la soldaterie, quy sont sur

les passagies ».

À l'interruption de l'approvisionnement en argent comptant des places flamandes s'ajoutait, comme dans la guerre suivante de 1667/68, une crise de confiance entre les opérateurs, qui doit y accentuer la pénurie d'argent. Cette conjoncture, marquée par un assèchement des places à la fois par des facteurs extérieurs (arrêt de l'afflux d'argent comptant), qu'intérieurs (manque de « crédit »), réduit la solvabilité des opérateurs et conduit à une vague de déconfitures. Au sujet d'une remise de 200 livres 10 sols de gros que La Bistrate venait de faire à  $\frac{1}{4}$  % de perte au profit de la firme lilloise Pellerin & C<sup>ie</sup> pour le compte de Brunschweiler & C<sup>ie</sup>, le banquier anversois explique ainsi à ses commettants bâlois le 26 avril 1658 : « à cause de tant de fallicements depuis peu survenu à Lille (...), je n'ay osé remettre votre avance que en double bonne lettre ».

Tous les facteurs que nous avons évoqués pour rendre compte du renchérissement de la livre de gros à Lille sont pourtant dus, en définitive, à l'état de guerre, ce que remarquent aussi les Bâlois : « nous voyons à regret que le change pour ledit lieu (Lille) vat si disavantageus. Ces trouble de guaire seront la cause de ceste augmentattion<sup>37</sup> ». Logiquement, la perspective de la fin des hostilités nourrit les espoirs d'un rétablissement des cours au niveau normal : « nous esperons qu'avecq la pais, que on tient pour assureé, le chanche pour Lille, Tournay et ces androits ravalleront et yront come du passé », écrivent Brunschweiler & C<sup>ie</sup> à La Bistrate le 12 mai 1668. Après la conclusion du traité d'Aix-la-Chapelle le 2 mai 1668, l'évolution du cours d'Anvers sur Lille ne devait pourtant pas correspondre dans l'immédiat aux attentes de la firme bâloise, car tout en baissant de plus de 0,5 % dans les deux mois qui suivirent la conclusion de la paix, il devait rester à un niveau toujours élevé jusqu'en février 1669, avant d'entamer une baisse significative. Avec le traité de paix des Pyrénées, qui fut signé le 7 novembre 1659, le marché des changes anversois se montra en revanche plus réactif. Entre octobre et décembre 1659, le cours connut une baisse de pas moins de 1,25 %, et gagna ainsi un niveau autour duquel il devait osciller pendant les cinq années de paix à venir (annexe n°4). Les places flamandes pouvaient alors de nouveau être approvisionnées en argent comptant, qui jouait un rôle primordial dans leur système des paiements.

Un moyen plus indirect pour montrer combien l'évolution du cours du change d'Anvers sur Lille de 1667 était déterminée par la disponibilité d'espèces à Lille, est de la comparer à l'évolution du cours sur la ligne Anvers-Amsterdam en 1672. Cette comparaison portera alors sur les mouvements les plus spectaculaires des deux cours pendant notre période d'investigation, qui coïncident avec deux crises majeures aux Pays-Bas entre 1665 et 1674 : sur la ligne Anvers-Lille, c'est le cas, nous l'avons vu, en été 1667, au début de la guerre de Dévolution et de la campagne militaire en Flandre ; sur la ligne Anvers-Amsterdam, la perturbation majeure du cours se produit en été 1672, dans le contexte de la guerre entre la France et les Provinces-Unies. Dans les deux cas, les deux villes dont on peut suivre l'évolution du cours depuis Anvers, sont investies par l'armée française : Lille est assiégée, puis prise fin août 1667 ; Amsterdam y échappe *in extremis* en juillet 1672. Or, bien qu'à Anvers le mode de cotation sur les deux places soit le même, l'évolution du cours y était alors opposée : alors que la crise lilloise de 1667 se traduisait par une hausse, en 1672 celle d'Amsterdam engendrait une baisse (annexe n° 3). Divergence dont il faut chercher l'explication dans le rôle différent que joua l'argent comptant dans les deux crises.

Examinons d'abord la situation à Amsterdam à l'été 1672. On sait qu'à l'approche des armées de Louis XIV, il y eut une ruée sur la *Wisselbank*. Grâce aux liquidités dont elle disposait (le 1<sup>er</sup> janvier 1672, son bilan donnait une situation passive de 7 201 433 florins, contre une réserve métallique de 6 654 277 florins), elle résista à cet assaut et fut en mesure de satisfaire tous les clients qui demandaient à être remboursés en espèces des crédits dont ils

---

<sup>37</sup> Brunschweiler & C<sup>ie</sup> à LB 5-7-1667.

disposaient en monnaie de banque. Ces conversions correspondaient donc à des ventes de monnaie de banque et à des achats de monnaie courante. Avec une conséquence immédiate, la monnaie de banque se déprécia : l'agio qui, en temps normal, se situait de 3 à 4 % en dessus de la monnaie courante, chuta pour s'établir à un niveau de 4 à 5 % en dessous de cette dernière<sup>38</sup>. Si la baisse de l'agio était le signe de la dépréciation de la monnaie de banque sur la place amstellodamoise, la baisse des cours du change d'Anvers sur Amsterdam en fut la conséquence pour les relations avec l'extérieur (les lettres tirées sur Amsterdam étant payables, on le rappelle, en monnaie de banque) : alors que depuis octobre 1665, le niveau le plus bas auquel les cours courants anversoises avaient coté Amsterdam à vue était de 2,5 % d'avance pour le donneur, ils cotaient Amsterdam à pas moins de 7 % le 22 juillet 1672. Une évolution que l'on ne peut expliquer que par la conversion massive de la monnaie de banque en monnaie courante.

## 2.5 Les enseignements de l'échelle d'observation hebdomadaire

Au terme de cette longue, mais nécessaire mise en contexte de l'évolution du cours d'Anvers sur Lille en 1667, reprenons maintenant la question de l'augmentation de l'écart entre les cours courants anversoises sur Lille à usance et à deux usances, que nous avons observée en été 1667. La coïncidence entre cette hausse de l'écart par usance et la hausse du cours du change sur la ligne Anvers-Lille permet-elle de conclure que l'écart par usance à Anvers était déterminé par le taux d'intérêt à Lille, et non par celui à Anvers ? L'influence de la pénurie d'espèces et du manque de crédit à Lille – nous venons de le montrer – sur la hausse du cours d'Anvers sur Lille suggère en effet que c'est une augmentation du taux d'intérêt à Lille qui aurait déterminé la hausse de l'écart par usance à Anvers. Analysons pourtant l'évolution des cours anversoises sur Lille en été 1667 de plus près, en passant de l'échelle d'observation mensuelle à l'échelle hebdomadaire :

*Cours courants d'Anvers sur Lille août-septembre 1667  
(en pourcentage de perte pour le donneur)*

	<i>Usance</i>	<i>Deux usances</i>	<i>Écart par usance</i>
<b>Août</b>			
5	2 ¼	1 ¾	+0,5
12	2 ½	1 ¾	+0,75
19	sans indication	sans indication	--
26	sans indication	sans indication	--
<b>Septembre</b>			
2	1 ½	pair	+1,5
9	1	pair	+1
16	1	pair	+1
23	1 ¼	sans indication	--
30	1 ¾	sans indication	--
<b>Octobre</b>			
7	1 ½	1	+0,5
14	1 ½	1	+0,5
21	1 ½	1	+0,5

Notons d'abord qu'au moment de l'apogée de la crise lilloise – pendant le siège de la place par les troupes françaises – les cours courants anversoises du 19 et 26 août ne cotent plus la ville : à l'évidence, les opérateurs anversoises avaient cessé de changer sur Lille (le même

<sup>38</sup> Johannes G. van Dillen, « The Bank of Amsterdam », *id.* (éd.), *History of the Principal Public Banks*, La Haye : M. Nijhoff, 1934, p. 91-92.

phénomène se produit lors de la crise amstellodamoise de 1672 : l'interruption des cotations sur Amsterdam dans les cours courants anversoises des 23 juin et 1<sup>er</sup> juillet doit alors refléter la suspension des activités de change sur Amsterdam à Anvers<sup>39</sup>). Après la prise de Lille par les Français (le 28 août) nous observons, en septembre, une baisse du cours du change, mais une hausse de l'écart par usance : examinée de plus près, la concordance entre l'évolution du cours du change et de l'écart par usance à Anvers est ainsi loin d'être parfaite. En outre, il ne nous est pas possible de suivre l'évolution de l'écart par usance pendant tout le mois de septembre, qui est justement le mois où il atteint son maximum pendant notre période d'investigation : des cinq éditions du cours courants anversoises en septembre, seulement trois enregistrent la double cotation sur Lille, à usance et à deux usances ; les deux autres éditions, celles du 23 et 30 septembre, ne fournissent que des cotations à usance. À l'évidence, il n'y avait alors pas de marché à deux usances sur Lille à Anvers. Or, la situation de la place lilloise fin septembre suggère que l'absence de cotations à deux usances n'était pas due à un manque de tireurs, mais à un manque de remettants prêts à donner de l'argent à terme sur Lille.

L'attitude des donneurs anversoises devient en effet compréhensible dès que l'on évoque la situation de la place lilloise : elle venait d'être prise par l'armée française ; ses voies de communications étaient occupées par des soldats ; l'envoi de marchandises et de numéraire était risqué, sinon impossible ; son négoce était donc comme mort, avec des vagues de faillites, une absence de crédit, et des opérateurs qui envisageaient de quitter la ville (que l'on se rappelle la lettre de Pellerin & C<sup>ie</sup> du 12 septembre). Dans une telle conjoncture, on comprend la réticence des opérateurs anversoises à acheter des lettres à terme payables sur une place dont l'avenir était terriblement incertain. Ceux qui y consentent, demandent alors une indemnité en prime (une prime de risque), qui accroît l'écart par usance : au lieu du taux normal, soit environ 0,5 % de moins pour une lettre dont l'échéance était retardée d'un mois, ils bénéficient alors d'une remise plus importante, qui atteint le triple – 1,5 % – le 2 septembre. Il paraît ainsi que l'importance de l'écart entre les cours courants à usance et à deux usances sur la ligne Anvers-Lille en 1667 n'était pas déterminé par les taux d'intérêt lillois, mais par des logiques propres au marché des changes anversoises.

## Conclusion

Retenons donc, pour conclure, que l'évolution de l'écart par usance sur la ligne Anvers-Lille en 1667 ne peut pas servir d'exemple pour soutenir l'hypothèse que l'écart entre des cours à échéances différentes représenterait le taux d'intérêt de la place où la lettre était payable, et non de celle où elle était émise. L'exemple choisi a montré, en outre, que cette conclusion tient, même lorsqu'il y a concordance entre l'évolution de l'écart par usance et du cours du change.

Soulignons pourtant le caractère provisoire de ces observations, tant que nous ne disposons pas d'un échantillon représentatif de cours du change lillois à différentes échéances, qui nous permettrait de mettre l'évolution de l'écart par usance à Lille en relation avec celle qui existait à Anvers. Seul ce test permettrait d'arriver, en dernier ressort, à des conclusions définitives. À notre connaissance, cette opération, qui tiendrait compte des cotations *reciproques* de deux places, n'a pas encore été tentée à ce sujet, ni pour l'époque moderne, ni pour le XIX<sup>e</sup> siècle.

Pour l'instant, tenons-nous en à constater que les arguments qui ont été avancés jusqu'ici à l'appui de l'hypothèse que l'écart par usance était déterminé par le taux d'intérêt

---

<sup>39</sup> Les cours courants anversoises recommencèrent à coter Amsterdam à vue et à usance à partir de leur édition du 15 juillet. Tout au long de l'été, les cours sur Amsterdam semblent pourtant garder une certaine volatilité à Anvers : dans sa lettre à Brunschweiler & C<sup>ie</sup> du 15 septembre, La Bistrate explique ainsi que le 12 août, lorsqu'il retira pour le compte des Bâlois au cours de 4 % de perte pour le tireur une lettre payable à Amsterdam, « il n'y avoit pris ferme sur laditte place ».

de la place où les lettres étaient payables, et non par celui de la place où elles étaient émises, ne sont pas convaincants. L'analyse des cours anversois et de la documentation de La Bistratte suggère plutôt que l'on ne peut pas faire abstraction, dans l'interprétation du niveau des écarts, de facteurs qui étaient à l'œuvre sur la place d'émission.

### Bibliographie

CALOMIRIS, Charles W. et R. Glenn Hubbard, « International Adjustment under the Classical Gold Standard: Evidence for the United States and Britain, 1879-1914 », *Modern Perspectives on the Gold Standard*, T. Bayoumi, B. Eichengreen, et M. P. Taylor (éds.), Cambridge: Cambridge University Press, 1996, p. 189-217.

CRAIGHEAD, William D., *A Monthly Dollar-Sterling Exchange, 1791-1879* (29 mai 2007) : <http://bcraighead.faculty.wesleyan.edu/files/2010/05/US-UK-Monthly-Exchange-5-29-07.pdf>

CROSS, Ira B., *Domestic and Foreign Exchange: Theory and Practice*, Macmillan : New York, 1924, p. 364-365.

DAVIS, Lance E. et Jonathan R. T. HUGHES, « A Dollar Sterling Exchange, 1803-1895 », *Economic History Review* 13 (1960), p. 52-78.

DENZEL, Markus A., *Handbook of World Exchange Rates, 1590-1914*, Farnham : Ashgate, 2010.

DILLEN, Johannes G. van, « The Bank of Amsterdam », *id.* (éd.), *History of the Principal Public Banks*, La Haye : M. Nijhoff, 1934, p. 79-123.

EAGLY, Robert V. et V. Kerry Smith, « Domestic and International Integration of the London Money Market, 1731-1789 », *Journal of Economic History* 36 (1976), p. 198-212.

FLANDREAU, Marc, Christophe GALIMARD, Clemens JOBTS et Pilar NOGUÉS-MARCO, « The Bell Jar : Commercial Interest Rates Between Two Revolutions, 1688-1789 », *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions: From Seventeenth Century to the Present*, Jeremy Atack et Larry Neal (éds.), Cambridge : Cambridge University Press, 2009, p. 161-208.

GILLARD, Lucien, *La banque d'Amsterdam et le florin européen au temps de la République néerlandaise (1610-1820)*, Paris : Éditions de l'EHESS, 2004 (Recherches d'histoire et de sciences sociales ; 103).

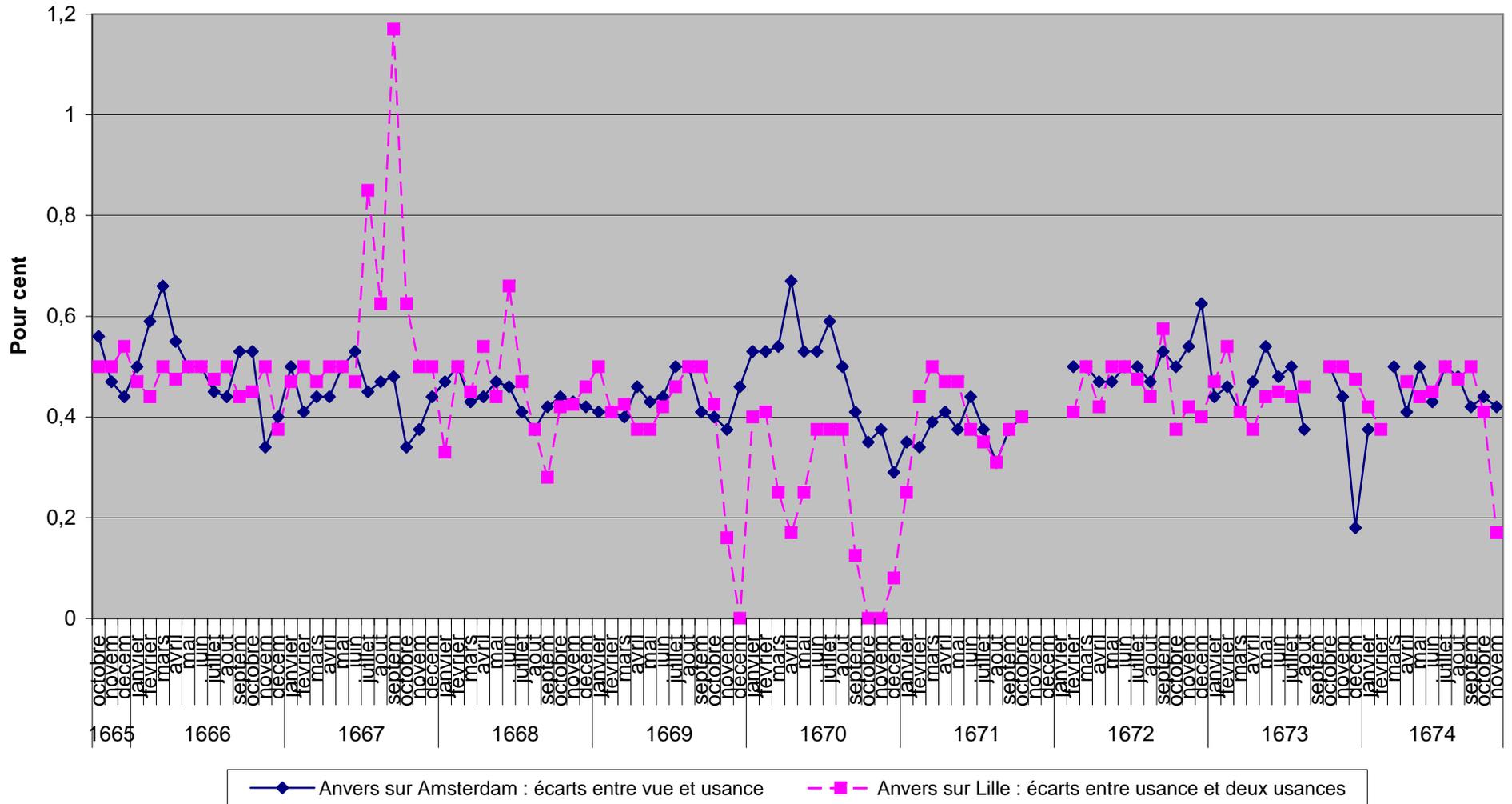
LUCKETT, Thomas M., *Credit and Commercial Society in France, 1740-1789*, thèse de doctorat non publiée, Princeton University, 1992.

MACAULAY, Frederick R., *(Some Theoretical Problems Suggested by) The Movements of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States since 1856*, New York : National Bureau of Economic Research, 1938.

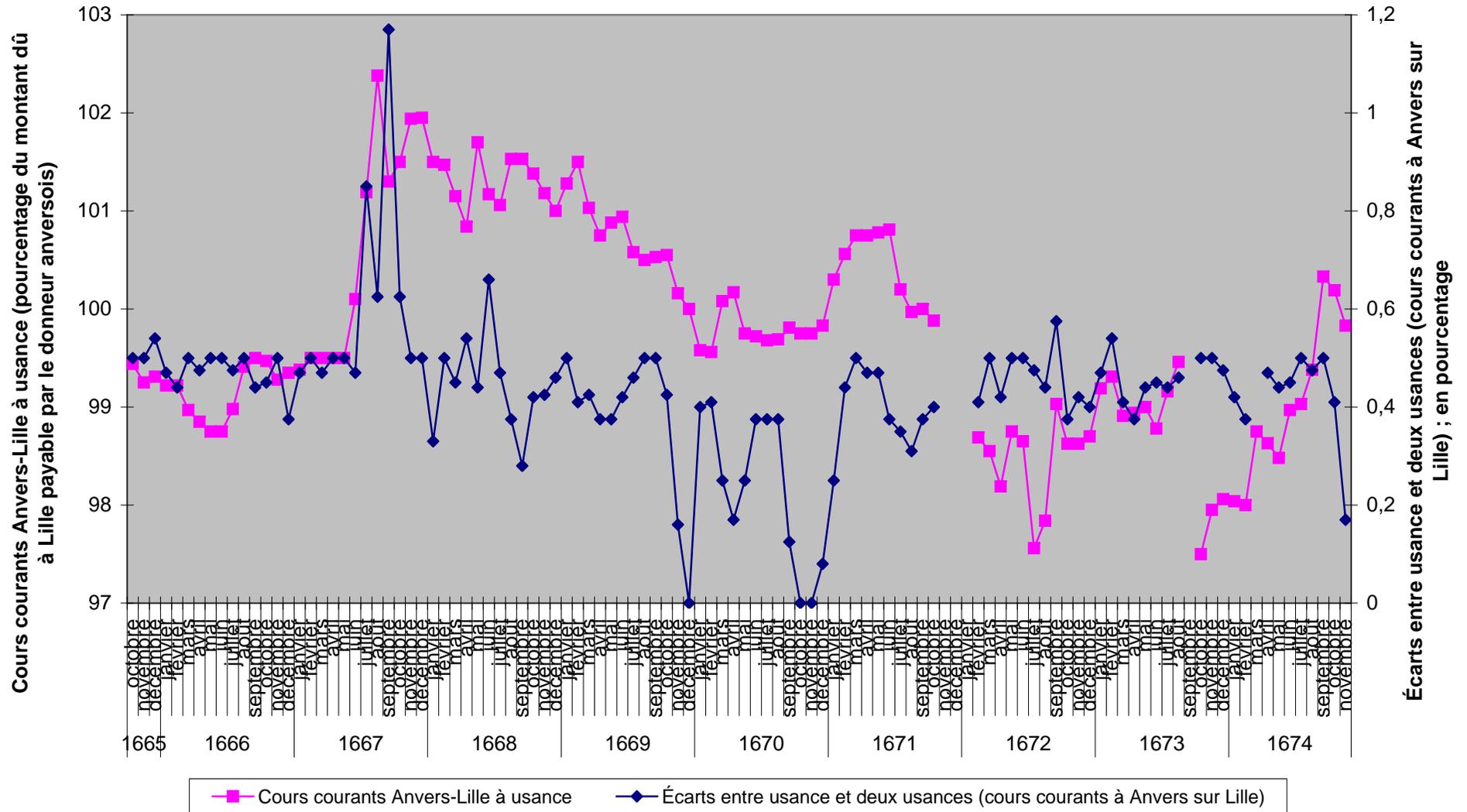
MANDICH, Giulio, *Le pacte de ricorso et le marché italien des changes au XVII<sup>e</sup> siècle*, Paris : A. Colin, 1953 (Affaires et gens d'affaires ; 7).

- MUELLER, Reinhold C., *The Venetian Money Market : Banks, Panics and the Public Debt, 1200-1500*, Baltimore : Johns Hopkins University Press, 1997 (Money and Banking in Medieval and Renaissance Venice ; 2).
- OFFICER, Lawrence H., *Between the Dollar-Sterling Gold-Points: Exchange Rates, Parity and Market Behaviour*, Cambridge (et al.) : Cambridge University Press, 1996.
- OFFICER, Lawrence H., *What Was the Interest Rate Then? A Data Study* ; consulté sur : <http://www.economics.utoronto.ca/munro5/intereststudy.pdf>
- PERKINS, Edwin J., *Financing Anglo-American Trade : The House of Brown, 1800-1880*, Cambridge, Mass. ; Londres : Harvard University Press, 1975 (Harvard Studies in Business History ; 28).
- PERKINS, Edwin J., « Foreign Interest Rates in American Financial Markets : A Revised Series of Dollar-Sterling Exchange Rates, 1835-1900 », *Journal of Economic History* 38 (1978), p. 392-417.
- ROOVER, Raymond de, « What is Dry Exchange? A Contribution to the Study of English Mercantilism », *The Journal of Political Economy* 52 (1944), p. 250-266.
- SCHUBERT, Eric S., *The Ties that Bound : Market Behavior in Foreign Exchange in Western Europe during the Eighteenth Century*, thèse de doctorat non publiée, University of Illinois at Urbana-Champaign, 1986.

**Annexe n°1 : écarts (en pourcentage) par usance entre les cours courants d'Anvers sur Amsterdam  
et d'Anvers sur Lille**



Annexe n°2 : Anvers sur Lille cours et écarts par usance



Annexe n°3 : Anvers sur Amsterdam cours et écarts par usage

