



GREThA

Groupe de Recherche en
Économie Théorique et Appliquée

**L'épargne française exposée aux risques russes dans les années
1900/1920 : la réalité d'actifs tangibles et mobiles**

Hubert BONIN

Université de Bordeaux

GREThA UMR CNRS 5113

Institut de Sciences Politique de Bordeaux

Cahiers du GREThA

n° 2010-05

GREThA UMR CNRS 5113

Université Montesquieu Bordeaux IV

Avenue Léon Duguit - 33608 PESSAC - FRANCE

Tel : +33 (0)5.56.84.25.75 - Fax : +33 (0)5.56.84.86.47 - www.gretha.fr

L'épargne française exposée aux risques russes dans les années 1900/1920 : la réalité d'actifs tangibles et mobiles

Résumé

Beaucoup de pamphlétaires des années 1900-1920 et de raccourcis pseudo historiques ont dénigré les investissements français en Russie en accusant sur le moment ou rétrospectivement les banquiers et financiers d'avoir engagé l'argent des épargnants (ceux de "la France des petits" et des "classes moyennes") dans l'"aventure" des « emprunts russes ». Notre texte souhaite débattre de la réalité du portefeuille d'analyse des risques dont se sont doté les banques à partir des années 1890 pour se constituer un capital de savoir-faire et se munir d'une « courbe d'expérience », afin de les appliquer à la gestion des risques encourus par les actifs orientés vers l'Europe orientale.

Mots-clés : Banque; gestion d'actifs; investissements en Russie; emprunts russes; confiance des marchés; risques d'épargne

**French savings communities exposed to Russian risks on assets in the 1900s-1920s.
A few issues about the actual risks on financial pledges**

Abstract

Many pamphleteers in the 1900s-1920s and of short-sighted histories criticised French investments in Russia. They accused on the moment or retrospectively bankers and financiers of having involved savers' cash (that of "France des petits" and middle classes) in the "adventure" of "emprunts russes". Our paper intends to argue about the reality of the portfolio of risk analysis of which banks equipped themselves in order to set up a capital of skills and to draw a "curb of experience", to apply them to risks management fostered by assets committed to eastern Europe.

Keywords: Bank; Risk analysis; Risk management; Investments in Russia; Emprunts russes; Market confidence; Risk saving

JEL : N2; N24; F36

Reference to this paper: Hubert BONIN, "L'épargne française exposée aux risques russes dans les années 1900/1920 : la réalité d'actifs tangibles et mobile", Working Papers of GREThA, n°2010-05, <http://ideas.repec.org/p/grt/wpegrt/2010-05.html>.

Le scandale des « emprunts russes » ou « la perte des avoirs russes » constitue l'un des grands chocs de l'épargne française (« nationale ») au XX^e siècle, avec le choc de la nationalisation du canal de Suez en 1956 et le reflux des rapatriés d'Afrique septentrionale (Égypte, Maroc, Algérie) en 1956-1963. En effet, l'histoire des représentations, qui joue un rôle certain en histoire économique et financière, veut que la « perception » de ces événements soit profondément différente : en Afrique septentrionale, en Indochine, à Suez, ce sont des « riches » qui auraient perdu leurs biens, grandes entreprises (plantations, mines, négoce, industrie, etc.) ou « colons » – même si l'on néglige que « les petits » étaient fort nombreux parmi les rapatriés ; par ailleurs, ces acteurs du « déclin » français auraient bénéficié d'indemnisations, celles versées aux rapatriés ou à la Compagnie de Suez, ou, pour les groupes et leurs actionnaires, de nombreuses opportunités de « reconversion » quand les sociétés coloniales, reconverties en sociétés de portefeuille et en « sociétés coquilles », sont devenues le levier de la recomposition du capitalisme français, par exemple dans la nébuleuse de la Banque de l'Indochine, de Paribas ou de la Compagnie financière de Suez. En revanche, les malheureux détenteurs d'avoirs russes auraient tout perdu d'un coup, sans réel soutien des pouvoirs publics à l'époque, et leurs lointains descendants auraient dû patienter jusqu'aux années Gorbatchev pour accéder à une maigre indemnisation par l'échange de leurs titres contre une maigre manne compensatrice – alors que, parfois, la valeur patrimoniale ou artistique marchande de ces titres l'emportait sur ces indemnités...

Ce qui est devenu rétrospectivement « l'aventure russe » aurait prouvé la réalité du scandale, bien plus important que celui de Panama – sans parler de la banqueroute ottomane et égyptienne de 1875 : une nouvelle fois, « l'épargne nationale » aurait été « spoliée » *ex post*, et, surtout, *ex ante*, elle aurait été abusée, trompée, par les banques, vecteurs de placements considérés dès lors comme spéculatifs car trop risqués – et nous renvoyons à la fameuse controverse entre les journalistes et écrivains Lysis et Testis en 1907-1912 : ce fut « la débâcle des placements russes »¹. Les risques des investissements en valeurs russes auraient été sous-estimés, la fragilité de ce « pays émergent » (comme on dit aujourd'hui) aurait été négligée, la capacité de discernement des banquiers aurait été perturbée par les lacunes de leur capital d'information (ce qu'on tendrait à appeler de nos jours « l'intelligence économique »). Bref, une gigantesque « arnaque » aurait été (sciemment) déployée par les banques dans le cadre de leur activité de banque d'affaires ou de banque financière (émission de titres) et de banque de courtage et de gestion de patrimoine (placement de titres dans leur réseau de relations et/ou de guichets). Notre propos vise à présenter quelques points sur l'analyse des risques par les banques à propos de leur métier de banque conseil et sur l'évolution des portefeuilles des investisseurs pour débattre de leur stratégie de « prudence » dans la conduite de leurs risques d'épargne.

¹ Cf. J. Bonzon, *La débâcle des placements russes, les responsables*, Paris, 1921. J. B. Favre, *Le capital français au service de l'étranger : un cas, Paribas et son œuvre antinationale*, Paris, 1917. J. B. Favre, *L'évasion économique, comment la BUP y a collaboré*, Paris, 1918.

1. La maturation de la capacité d'analyse des risques russes au début du xxe siècle

Considérer les banquiers comme des agents « légers » est fallacieux. Au tournant du siècle, en effet, les grands établissements peuvent s'appuyer sur des services robustes, constitués pour lutter contre l'asymétrie d'information et sortir indemne des soubresauts conjoncturels des années 1867-1895 (récessions, grande dépression, krachs). Certes, ils sont tournés vers le marché intérieur afin de contourner les lacunes des données fournies par les clients potentiels² ; mais le capital d'expérience qu'ils accumulent – comme le prouvent nombre de dossiers concernant l'évolution de ces départements, que nous ne pouvons citer ici – est peu à peu mis au service de la stratégie de déploiement international et en particulier à l'essaimage du portefeuille d'activités en Russie.

Là aussi, le « crédit personnel » et la « banque relationnelle » qui ont présidé aux premiers contacts dans la seconde moitié du XIX^e siècle, au coup par coup, laissent de plus en plus place à des pratiques de « crédit réel » et de « banque transactionnelle », surtout quand des banques subissent des déboires dans leurs premières opérations de soutien des investissements directs, comme c'est le cas pour la Société générale³ dans les années 1990. Afin de contenir le franchissement excessif de seuils de dangerosité par une surexposition aux risques bancaires et financiers, une stratégie de construction de processus de collecte d'information plus systématiques, plus structurés, plus « scientifiques », a pris corps pendant le dernier quart du XIX^e siècle, pour coordonner⁴ les flux d'information par secteur, par région, par pays, pour rationaliser le renouvellement des données, pour construire un véritable système d'information. Cette politique constitue elle aussi l'un des leviers de la structuration de « l'organisation de firme » qui caractérise la deuxième révolution bancaire. À propos de la Russie, en particulier, l'enjeu est de rassembler des données précises, fiables, comptables, matérielles sur la faisabilité des grands projets dans l'industrie, les mines et les transports. Dès 1871, le président du Crédit lyonnais crée le « service des études financières » destiné à jauger les affaires industrielles des clients et la qualité des opérations financières envisagées à l'international ; érigé en direction sous l'égide d'un responsable hors pair, Eugène Lefèvre : entré au service en 1894, il voit sa réussite consacrée par l'accès à la direction générale en 1924-1926.

Des missions d'étude sont enrichies par des analyses comparatives sur plusieurs années, approfondies grâce à l'établissement de statistiques au fur et à mesure que la pratique statistique⁵. L'on « centralise toutes les informations d'ordre financier recueillies dans tous les journaux, revues, publications et documents de toute nature, ou qui lui parviennent par les rapports de ses missions ; celles-ci visitent les usines, les mines, etc. »⁶ Des dossiers

² Cf. Béatrice Touchelay, « La diffusion et l'application des normes comptables standardisées en France des années 1920 aux années 1960. L'utopie de la transparence ? », in Gérard Béaur, Hubert Bonin & Claire Lemercier (dir.), *Contrebande, fraude et contrefaçon, de l'Antiquité à nos jours*, Genève, Droz, 2007, pp. 385-409. H. Bonin, « Les banques et la fraude : un risque permanent (1850-1950) », in Gérard Béaur, Hubert Bonin & Claire Lemercier, *ibidem*, 2007, pp. 345-362.

³ Hubert Bonin, *La Société générale en Russie*, Paris, La collection historique de la Société générale, 1994 et 2003.

⁴ Cf. Naomi Lamoreux, *Coordination and information*, Chicago, University of Chicago, 1995.

⁵ Michel Vollé, *Histoire de la statistique industrielle*, Paris, Economica, 1982.

⁶ Note « Organisation du Crédit lyonnais », dossier *Notes & presse*, décembre 1930, DEEF, archives du Crédit lyonnais.

s'épaississent ainsi sur la solvabilité des États à propos des emprunts souverains⁷ qui se développent dans les pays émergents, sur l'évolution des places financières, sur la vie de la *City*, sur le destin des grandes opérations d'émission de titres, sur les fluctuations des cours boursiers. Si ce service ne regroupe que deux à trois douzaines de salariés, il constitue un embryon d'ingénierie de l'information ; puis ses effectifs bondissent à une centaine de personnes au tournant du siècle ; dans un premier temps, Germain exige un renforcement des études pour alléger à l'avenir le choc des krachs subis alors (krach financier argentin en 1890, krach des compagnies des mines d'or d'Afrique australe, etc.) ; dans un second temps, il s'agit de faire face aux boums, quand les opérations de banque financière se développent fortement au sortir de la Grande Dépression des années 1880-1890 et donc pendant la Belle Époque.

Au-delà même des emprunts russes, les opérations latino-américaines, new yorkaises, japonaises, etc. constituent autant de raisons d'élargir le champ d'analyse. De véritables systèmes d'analyse statistique des comptes des pays émetteurs sont mis sur pied, avec des critères et des ratios permettant d'apprécier de façon comparative l'évolution de la santé financière des émetteurs de titres, en une véritable préhistoire des systèmes de « notation » par les agences d'évaluation actuelles. Ce service des études financières est dupliqué par le « service des études industrielles », plus tourné vers l'analyse des risques de crédit lourds et le lancement du « financement de projet », l'ancêtre des financements structurés. Les missions d'étude montées par des ingénieurs pour le compte des banques ou des futurs investisseurs se multiplient, par exemple en Russie, quand l'Ukraine séduit les financiers occidentaux, mais aussi dans le Yunnan chinois, en Indochine ou au Maghreb. La richesse du sous-sol, les perspectives de débouchés, de mise en oeuvre et de rentabilité, la disponibilité en moyens de transport, etc. sont banalement les thèmes récurrents ; mais c'est l'ampleur et la simultanéité de ces recherches qui changent "la nature" du métier bancaire, désormais plus "scientifique" (c'est-à-dire : géologique, géographique, géopolitique, financier) et nourri de publications, sous la forme de rapports, de livres – d'où la création d'une vaste bibliothèque⁸, conservée jusqu'aux années 1980 –, voire d'atlas miniers. Le Crédit lyonnais devient une sorte d'institut de recherche appliquée à une époque où l'envergure de l'université reste modeste et où les sociétés savantes ou les sociétés d'ingénieurs sont les plus actives. La Société générale⁹ édifie elle aussi une robuste plate-forme d'analyse des risques, mais éclatée en plusieurs points d'appui¹⁰, d'abord autour d'un service de la Bourse (évolution des marchés financiers) et autour d'un service des études financières. La dilatation des activités de la Société générale explique le foisonnement des services d'ingénierie de l'information au sein de plusieurs directions.

Ces deux grandes banques de dépôts et les banques d'affaires recrutent des ingénieurs conseils, aptes à conduire des études approfondies et à définir les pistes de financement des grands ou moyens projets. Ces spécialistes ainsi que les techniciens des divers départements d'études deviennent des experts aptes à accompagner les clients dans leur croissance. Ainsi, les dossiers de la Banque de l'union parisienne, la deuxième banque d'affaires française, créée

⁷ Marc Flandreau, « Caveat emptor: coping with sovereign risk without the multilaterals, 1870-1914 », in Marc Flandreau, Harold James & Carl-Ludwig Holtfrerich (dir.), *International Finance History in the Twentieth Century. System and Anarchy*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003.

⁸ Nous-même l'avons fréquentée dans les années 1970-1980, rue du Coq, à Paris.

⁹ Hubert Bonin, *Histoire de la Société générale. I. 1864-1890. Naissance d'une banque*, Genève, Droz, 2006.

¹⁰ Pour une comparaison d'ensemble entre les grandes banques un peu plus tard, nous renvoyons à H. Bonin, « Chapitre 5. Analyse du risque et force du savoir », in H. Bonin, *Les banques & les entreprises en France dans l'entre-deux-guerres (1919-1935)*, Paris, PLAGÉ, 2000, pp.185-247.

en 1904 par plusieurs maisons de Haute Banque pour participer plus activement aux grandes opérations financières, notamment en Russie, sont fort riches en informations, avec le compte rendu de nombreux entretiens et réunions avec les représentants des firmes clientes et avec une mise à jour régulière des données concernant ces dernières, en un historique actualisé et approfondi. Chaque analyste revient sur l'évolution passée (capital circulant, capital fixe, capitaux propres, trésorerie, résultats, réserves, bilans comptables complets, etc.) et le calcul de certains ratios, comme l'indice du fonds de roulement – disponibilités + réalisable (avec stocks)/capitaux extérieurs – ou l'indice de situation financière – disponibilités + réalisable (moins le stock)/capitaux extérieurs à court terme¹¹. Des experts de chaque banque conduisent des enquêtes approfondies – qui constituent aujourd'hui des points d'appui solides pour les recherches des historiens, au point qu'une collection publiée par le Crédit lyonnais en rassemble des extraits, par branche d'activité.

Quand les banquiers oeuvrent hors des frontières, comme en Russie, ils doivent s'appuyer sur la « banque relationnelle » car ils n'y disposent guère d'un maillage dense de bureaux. Or, en Russie, ils peuvent s'appuyer sur des filiales ou des succursales et commencent à « s'enraciner »¹² de plus en plus profondément dans certaines régions. Le Crédit lyonnais est implanté à Saint-Pétersbourg et Moscou¹³ ; la Société générale crée une filiale de banque commerciale en 1901, la Banque du Nord, qui, fusionnée avec la Banque russo-chinoise en 1910, devient la première banque de dépôts russe jusqu'en 1918, la Banque russo-asiatique. Or son principal dirigeant à Saint-Pétersbourg, Maurice Verstraete, écrit presque chaque jour à son frère, secrétaire du directeur général de la Société générale, la maison mère parisienne, ou à Nicolas Raffalovitch, le directeur de la succursale parisienne de la BRA : ces lettres, conservées aux Archives d'État de Saint-Pétersbourg, révèlent l'étendue, la pertinence, de l'information sur l'évolution des affaires russes, des cercles de la Cour et des ministères, etc. Par surcroît, les dirigeants de banque parisiens effectuent plusieurs voyages en Russie : ils prennent le temps d'aller se rendre compte sur place (autant que possible) de la situation et surtout de la qualité des interlocuteurs, car la banque relationnelle et la banque institutionnelle vont de pair. Ainsi, Dorizon, le patron de la Société générale, se rend à plusieurs reprises à Saint-Pétersbourg, autant qu'à Londres.

De son côté, un temps co-partenaire de la Banque du Nord, la Banque de l'union parisienne parraine ensuite une autre banque commerciale, la Banque de l'Union de Moscou¹⁴. Paribas¹⁵ elle-même, d'abord compagne de route de la Banque russo-chinoise, peut profiter de son alliance stratégique avec la Société générale (entre 1905 et 1920) pour partager des informations sur la Russie, et elle dispose de ses propres réseaux de relations sur le marché russe. La BUP est ainsi liée aux frères Darcy (fils du président du Comité des forges) Frédéric et surtout Pierre Darcy, des intimes du monde de la métallurgie ; par ses relations étroites avec le groupe de la Société générale de Belgique¹⁶, sa partenaire originelle puis économique, elle

¹¹ Cf. ces dossiers aux archives historiques de la BUP (archives historiques de la Société générale) ; et Hubert Bonin, *La Banque de l'union parisienne. Histoire de la deuxième banque d'affaires française (1874/1904-1974)*, Paris, PLAGE, 2001.

¹² Cf. Mark Granovetter, « Economic action and social structure: The problem of embeddedness », *American Journal of Sociology*, 91 (3), novembre 1985, pp. 418-510.

¹³ Roger Nougaret, *Le Crédit lyonnais en Russie, 1878-1920*, Paris, 1992.

¹⁴ Hubert Bonin, *La Banque de l'union parisienne, op.cit.*, pp.53-57.

¹⁵ Éric Bussière, *Paribas, l'Europe et le monde, 1872-1992*, Anvers, Fonds Mercator, 1992.

¹⁶ Cf. René Brion & Jean-Louis Moreau, *La Société générale de Belgique, 1822-1997*, Anvers, Fonds Mercator, 1998.

peut mobiliser des informations sur l'évolution de l'industrie lourde belgo-franco-russe – où les investissements sont estimés¹⁷ à quelque 475 millions de francs belges-or en 1913.

Par ailleurs, les établissements français d'envergure peuvent capter des informations sur le marché de Londres¹⁸, qui est la plate-forme mondiale des émissions financières et où se traitent nombre d'opérations de banque commerciale impliquant des échanges entre l'Ouest et la Russie (ne serait-ce que par le biais de la compensation des lettres de change ou des courriers échangés avec des correspondants bancaires sur les places russes). Les liens partenariaux entre la Société générale et la *merchant bank* Schröder donnent accès à des informations de premières mains sur « le risque de réputation », c'est-à-dire la perception des risques russes sur la place londonienne, sur les chances de placement de tel ou tel titre, sur « le crédit » de telle ou telle valeur, sur l'ambiance qui règne telle ou telle année à propos de tel ou tel secteur d'activités ou telle région industrielle russe.

Enfin, il faut insérer dans le jeu informel de la collecte d'informations les petites maisons de banque et de Bourse, les intermédiaires en tout genre, qui se sont spécialisés (notamment) dans les affaires russes, telle les maisons Spitzer, Bardac ou Gunzburg, en cour auprès des autorités tsaristes, généralement bien au fait en amont des projets d'émission, de l'état réel des emprunteurs ou émetteurs potentiels, sur les risques de liquidité voire de solvabilité – R. Girault les évoque souvent dans sa thèse, et les archives les citent sans cesse, sans qu'une étude de synthèse ait encore précisé la réalité de leur nébuleuse et de leur capacité d'action. Sur Paris, des maisons de Coulisse sont également partie prenante dans ces affaires russes, telle Sauerbach-Thalmann (pour qui travaille F. Darcy), et leur fine connaissance des réactions réelles ou potentielles du monde des investisseurs (en particulier à l'égard des valeurs russes) peut aider les banquiers à méditer sur l'état du marché secondaire – comment se portent les valeurs russes en Bourse – et sur l'état présumé du marché primaire – quelles sont les chances de réussite d'une opération de placement de titres russes.

2. Loin d'un dessein spéculatif : une osmose entre ingénierie bancaire et financière et ingénierie industrielle

Les affaires russes secrètent par conséquent une organisation informelle de maîtrise des risques de sous-information – et cela contribue ainsi peu ou prou à diminuer l'aversion au risque chez les banquiers, chez les investisseurs et en bout de chaîne chez les épargnants souscripteurs de titres. De véritables « spécialistes » s'affirment ; la BUP¹⁹ dispose ainsi de l'ingénieur Louis Lion, véritable expert d'ingénierie industrielle et financière – ce que l'on appelle aujourd'hui le financement de grands projets (*project financing*) ; et aussi de Théodore Lombardo, une sorte d'ambassadeur de la banque d'affaires (et un temps aussi de la Société générale, quand les deux banques collaborent par le biais de la Banque du Nord) en Russie, en tête chercheuse d'affaires sur place, au cœur de la communauté des ingénieurs

¹⁷ Wim Peeters et Jérôme Wilson, *L'industrie belge dans la Russie des tsars*, Bruxelles, Éditions du Perron, 1999, pp. 93-95.

¹⁸ Cf. Ranald Michie, "Banks and securities markets, 1870-1914", in Douglas J. Forsyth & Daniel Verdier (dir.), *The Origins of National Financial Systems*, London & New York, Routledge, 2002, pp. 43-63. Ranald Michie, *The London Stock Exchange*, Oxford, Oxford University Press, 1999. Youssef Cassis, *Capitals of Capital. A History of International Financial Centers, 1780-2005*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006. Youssef Cassis, *City Bankers, 1890-1914*, Cambridge, Cambridge University Press, 1994. Youssef Cassis, *La City de Londres, 1870-1914*, Paris, Belin, 1987. Youssef Cassis, *Les banquiers de la City à l'époque édouardienne, 1890-1914*, Genève, Droz, 1984.

¹⁹ Hubert Bonin, *La Banque de l'union parisienne*, op.cit., pp. 53-57.

russes qui tentent de convaincre des investisseurs occidentaux de la faisabilité de tel ou tel projet ; c'est le rôle des fameuses « sociétés d'études » de brasser tous ces experts afin de défricher le terrain, qu'il y ait dans un premier temps ou durablement des sociétés d'études concurrentes ou que les groupes finissent par s'unir en « syndicats » communs. Des ingénieurs belges, français et aussi russes nourrissent les cercles bancaires : ainsi, deux ingénieurs des mines russes figurent au conseil d'administration de la Banque du Nord en 1901. Bref, une vision purement bancaire, financière, voire « spéculative », de ces affaires russes doit être sérieusement corrigée. Certes, chaque banque ou groupe industrialo-bancaire subit des déconvenues graves au fil de cette histoire des affaires russes, soit lors de la première vague dans les années 1880-1890 (Paribas, Société générale), soit lors de la seconde vague, au début du XX^e siècle : au début, parce que les projets sont mal ficelés et dimensionnés et s'avèrent des gouffres à liquidités ; ensuite, parce que la grave crise de 1905-1906 brise le processus de montée en puissance des nouveaux projets et en retarde donc l'amortissement financier – et il faut remettre à chaque fois de l'argent au pot. Mais ces erreurs même servent de « leçon », notamment dans la maîtrise des risques de dérive. L'on sent (empiriquement) une « maturation » de la capacité d'analyse des risques à la fin de la première décennie du siècle.

L'on peut dire qu'un « modèle économique » (*business model*) prend corps au tournant des années 1910 chez les banquiers et les industriels à propos des affaires russes – en parallèle aux affaires latino-américaines ou à ce qui émerge petit à petit à propos des affaires chinoises – à l'apogée d'un véritable « système » de coopération industrielle et financière²⁰ – donc bien au-delà des fameux et seuls « emprunts russes » émis par l'État tsariste. Le non moins fameux triptyque « diplomatie-banque-industrie » (dont le concept a été défini par Jacques Thobie à propos des affaires ottomanes) joue bien entendu, mais c'est surtout un modèle de partenariat entre industrie et banque qui sert de levier à l'accélération des investissements ouest-européens dans les régions industrielles russes (dans les frontières russes de l'époque, donc aussi en Ukraine).

Un cas d'étude permet d'indiquer la montée en puissance de ce modèle économique partenarial, celui du chemin de fer du Nord-Donetz²¹. Des groupes rivaux s'affrontent en 1907, car Paribas ne souhaite pas jouer les seconds rôles alors que la BUP, la SGB et la Société générale ont conduit la société d'études avec quelque hégémonie ; les études, précisément, sont conduites fort avant ; des ingénieurs français se rendent sur place (Lion), la faisabilité du projet est bien cernée (marché ferroviaire potentiel, usines métallurgiques et mines en cours de développement, amortissement financier, etc.). Grâce à ces efforts et à l'intégration de Paribas au « consortium » (le 21 décembre 1907)²², le Nord-Donetz est créé en juin 1908 et le réseau fonctionne en 1911 (avec plusieurs lignes passant par Kharkov et se déployant au nord, vers Lvov, et à l'est de cette ville). Une communauté d'intérêts bancaire (Société générale, BUP, SGB²³, Paribas, CNEP, Crédit lyonnais, Spitzer – avec aussi en Russie la Banque internationale de Saint-Petersbourg et la Banque du Nord) et industrielle (Régie générale des chemins de fer) structure le syndicat d'émission des actions et des obligations (234 millions de francs).

²⁰ Cf. bien sûr René Girault, *Emprunts russes et investissements français en Russie (1887-1914)*, Paris, Publications de la Sorbonne-Colin, 1973 ; réédition : Publications du CHEFF, 1995.

²¹ Hubert Bonin, *La Banque de l'union parisienne*, *op.cit.*, p. 54.

²² Cf. René Girault, *op.cit.*, pp.484-487.

²³ René Brion & Jean-Louis Moreau, *La Société générale de Belgique*, *op.cit.*, p. 189.

Un deuxième cas d'étude, lui aussi bien cerné par Girault et par diverses analyses, est celui du partenariat scellé entre la BUP, le groupe Schneider et le groupe Putilov pour développer plusieurs affaires d'industrie lourde, en particulier le long de l'axe de la Neva, dans les années 1910-1916 : la convergence des capacités d'analyse des risques permet une progression relativement rapide des projets, jusqu'à un certain point de rupture d'ailleurs, quand la banque d'affaires prend soudain conscience d'une trop forte accélération de ces programmes, de la mise en jeu d'encours de crédits qui lui paraissent alors en porte-à-faux par rapport à ses propres capacités de banque d'entreprise – et elle suspend peu ou prou ses nouveaux engagements. Le banquier est donc conscient du « risque crédit », quand il pressent que la consolidation des prêts devient délicate quand l'état fragile du marché financier (en 1913-1914, à cause d'une mini-crise de défiance) rend incertaine la capacité d'absorption de nouvelles émissions de titres obligataires. Il est donc fallacieux de parler de « fuite en avant » : à tout moment, le banquier-financier reste soucieux de la liquidité du marché.

L'on peut donc parler d'un phénomène d'osmose, entre industriels et banquiers, entre spécialistes d'ingénierie financière et ingénieurs, entre monteurs de projets et banquiers, etc. Le potentiel de développement de l'économie russe est évidemment substantiel (par rapport à la future « mise en valeur » de l'empire colonial), que ce soit dans le secteur minier, dans l'industrie lourde ou dans les industries d'armement. Une « conviction » partagée, voire une « croyance », s'impose ainsi à la communauté d'intérêts des parties prenantes des affaires franco-belgo-russes²⁴. Cette croyance s'appuie sur une « certitude », celle que des « actifs » industriels constituent indéniablement des « gages » pouvant servir de garantie durable à des prises de risques bancaires et surtout financières : ces « immobilisations » en réseaux de transport et en usines expliquent la sérénité croissante de ces parties prenantes.

3. La mise en marché des actifs : la stratégie de liquidité

Cependant, ces actifs immobilisés nourrissent des risques bancaires (encours de prêts trop durables) et financiers (détention de blocs de titres non cotés par les consortiums ou syndicats bancaires et industriels). La stratégie des parties prenantes vise donc à rendre « liquides » ces actifs, à transformer peu à peu le passif de ces firmes immobilisé en créances ou en capital non transmissible en passif « en marché », donc en actions et obligations. Un pan de ces firmes « parrainées » constitue l'héritage de certaines initiatives pionnières des années 1880-1900 : ainsi, la Société générale porte « le boulet » de sa Société générale de l'industrie minière et métallurgique en Russie, ou « Omnium », montée en 1897 pour servir de holding à diverses firmes d'industrie lourde dont le sort incertain bloque l'orientation vers le marché financier (Makeevka, Routchenko, Goloubovka), car la crise économique russe de 1901-1905 et la crise politico-financière de 1905-1907 ont empêché de diffuser ses titres sur le marché ; la banque est ainsi « collée » et assure le portage de ces titres. En profitant de la reprise conjoncturelle des années 1906-1913 et de la cartellisation des prix industriels ukrainiens, un remodelage structurel conçu à partir de 1908 permet de transférer des actifs industriels à la Société des usines de Briansk (Routchenko), aux Forges & aciéries du Donetz et à l'Union minière et métallurgique de Russie en 1910-1914 – et les actions récupérées de ces sociétés absorbantes peuvent ensuite être vendues sur le marché²⁵ tandis que l'Omnium rembourse ses dettes bancaires et amortit ses propres obligations, avant de cesser ses activités en 1912. La Société générale a ainsi rendu « liquides » ces actifs, au bout d'une bonne quinzaine d'années – et transféré le risque à sa clientèle de banque de courtage et de gestion de patrimoine. De

²⁴ Ibidem, pp. 195-197.

²⁵ Cf. Hubert Bonin, *La Société générale en Russie, op.cit.*, pp. 24-27.

même, quand la grande firme familiale franco-russe de soieries Giraud se transforme en société anonyme en janvier 1912, la BUP parraine l'opération et en devient actionnaire (5 %), avec comme objectif là encore un placement rapide en Bourse. La tactique du groupe constitué par Putilov, Schneider et la BUP consiste en 1912-1914 dans le transfert ou la création d'usines au sein de firmes « cotables », notamment la Société russo-baltique de constructions navales. Les entreprises nouvelles elles aussi sont orientées au plus vite vers le marché : « En ce qui concerne le Nord-Donetz, le Crédit lyonnais et nous avons déjà tout placé dans notre clientèle »²⁶, indique la Société générale dès le 23 juin 1908, alors que l'émission a été lancée au début du même mois !

La prise de risque financière des banques s'allège ainsi peu à peu au fil des années 1908-1914, et cela explique que, *in fine*, les spoliations de 1918 ne débouche pas sur une perte massive : l'on peut suggérer (de façon empirique, en attendant des études statistiques précises) que leurs bilans ont été d'ores et déjà allégés de la plupart de leurs lignes d'immobilisations financières, au nom du principe de liquidité, dans la « transformation » en actifs liquides des actifs précédemment immobilisés ou des actifs tout récemment constitués dans la vague d'expansion rapide du capitalisme industriel russe en 1908-1916.

Cette mue liquide des actifs industriels et ferroviaires concerne d'autant plus le marché français que, souvent, des tranches réservées aux groupes belges partenaires sont elles aussi placées sur Paris parce que le marché belge ne peut tout absorber ; mais Girault, les historiens russes (Valeri Bovykine, Boris Ananich²⁷, Serguei Lebedev, etc.) et André Straus (*passim*) ont insisté sur l'ouverture progressive d'un mini-marché en Russie même où une strate d'investisseurs en valeurs mobilières se constitue au tournant des années 1910, dans le cadre d'un courant de « patriotisme économique » (dirait-on aujourd'hui) ou de « nationalisme économique » (écrivait Girault) à une époque de réel (mais circonscrit à certains territoires et groupes sociaux) décollage d'un capitalisme mobilier et d'une « bourgeoisie nationale » russe – mais, souligne un banquier, « le marché russe n'est pas [encore] un marché de placement »²⁸ substantiel.

Quelle que soit leur nature, les banques n'ont pas comme vocation de nourrir des portefeuilles de participations financières en « groupes financiers » ; elles portent des lignes de titres en compagnons de route des firmes partenaires et clientes de la banque d'entreprise et de la banque d'affaires ; mais leur mission est ensuite de vendre ces titres, dans le cadre d'une économie de marché mobilière banale. Certes, les polémistes (Arthur Raffalovitch) et les historiens²⁹ ont décrit les modes opératoires des services boursiers des banques qui nourrissaient des « plumes d'affaires », des journalistes rémunérés en espèces ou en titres, ou qui affermaient des rubriques dites d'information financière. La Banque russo-asiatique³⁰ « arrose » ainsi des intermédiaires (Émile Laffon, l'agence Fournier) qui à leur tour financent les journaux « positifs ». Pourtant, ce serait insulter les épargnants français que de les considérer *a posteriori* comme des « gogos ». En effet, les économistes, experts et publicistes

²⁶ Lettre de Georges Verstraete à Maurice Verstraete, 23 juin 1908, dossiers Banque du Nord, Archives d'État de Saint-Petersbourg.

²⁷ Cf. V.I. Bovikin & B. Ananich, « The role of international factors in the formation of the banking system in Russia » (pp. 130-158) et « Foreign banks and foreign investment in Russia » (pp. 253-290), in Rondo Cameron & Valeri Bovikin, *International Banking, 1870-1914*, Oxford, Oxford University Press, 1991.

²⁸ Lettre de Georges Verstraete à Maurice Verstraete, 9 juin 1914, dossiers Banque du Nord, Archives d'État de Saint-Petersbourg.

²⁹ Patrick Éveno, *L'argent de la presse française de 1820 à nos jours*, Paris, Éditions du CTHS, 2003.

³⁰ Note d'archive en décembre 1913.

(les journaux *L'Économiste français*, *Le Rentier*) de l'époque et de cette Belle Époque mobilière (André Neymarck, Paul Leroy-Beaulieu : *L'art de gérer sa fortune*) insistent sur la stratégie de diversification du portefeuille d'investissements des « épargnants », les bourgeois moyens et supérieurs, les femmes ayant un actif à gérer, les associations culturelles, etc., sans parler des esquisses d'investisseurs institutionnels échappant à l'emprise des obligations d'État ou ferroviaires. C'est en toute connaissance de cause, sans tromperie fallacieuse, sauf exception, que ces investisseurs individuels (ou parfois collectifs) diversifient leurs actifs au profit des valeurs russes – comme l'avait jadis analysé le programme de recherche reconstituant la répartition des portefeuilles d'épargne sur diverses places parisiennes et provinciales (Adeline Daumard, Pierre Léon, etc.) ; certes, ils sont plus risqués que les valeurs publiques ou ferroviaires, que les actions de la Compagnie de Suez, etc., mais moins que les valeurs coloniales (pourtant promises à une belle rentabilité plus tard). Au-delà des « valeurs de fonds de portefeuille », des « valeurs de père de famille », les titres russes deviennent des « valeurs d'appoint » essentielles dans le cadre des techniques d'optimisation des placements patrimoniaux, et chaque groupe social impliqué insère ces valeurs russes dans une stratégie plus ou moins décidée et audacieuse. Rappelons que Girault³¹ a démontré la bonne rentabilité des sociétés par actions françaises en Russie en 1904-1913 (taux moyen des dividendes), avec des bonds significatifs même pour plusieurs branches, en particulier à partir de la reprise conjoncturelle de 1908, tandis que ces sociétés³², au nombre de 100 en 1904 et de 109 en 1913, sont 60 à verser des dividendes en 1904 et 89 en 1913.

Si l'on considère les « gages » évoqués plus haut, « les cheminées qui fument » (qui apparaissent sur les dessins des actions elles-mêmes) ou les voies ferrées, l'enracinement du régime tsariste – encore que l'empire chinois se soit écroulé en 1911-1913 – et la solidité de l'alliance franco-russe scellée dans les années 1890, « la perception » des valeurs russes, le corpus positif de « représentation » collective vis-à-vis de ce type de placements³³ suffit à alimenter des « habitus » neufs, orientés vers des positions d'attente de revenus réguliers, voire de hausse des capitalisations. La « conscience » collective de ces investisseurs, de « l'épargne française », n'est pas seulement forgée et cimentée par les illusions géopolitiques franco-russes, mais bel et bien par un désir commun de faire fructifier des actifs mobiliers grâce aux gages des actifs productifs russes.

La « mesure du risque » n'est pas faussée, nous semble-t-il, par la « propagande » financière et politique ; les portefeuilles sont divisés, diversifiés, et quelques pourcents sont consacrés aux valeurs russes, parfois jusqu'à dix ou quinze pour cent ; mais il semble évident que peu d'épargnants ont investi l'ensemble de leurs avoirs en valeurs russes – alors que les jérémiades des années 1920 pourraient le laisser accroire (notamment au sein des associations de défense des épargnants). D'ailleurs, précisément au début des années 1920, rappelons que des banquiers, des financiers et des industriels esquissent, comme le prouvent les dossiers d'archives, des projets de négociation soit avec les Russes blancs, soit même après 1921-1922, pendant la NEP, avec les Bolcheviks, pour transformer les créances mobilières en parts de sociétés mixtes que les Russes auraient créées sur la base des firmes nationalisées, en ouvrant leur capital aux créanciers, bercés d'un ultime espoir de normalisation, mais surtout de transformation de leurs actifs immobilisés en actifs mobiles, donc une nouvelle fois dans le

³¹ Tableau « Les revenus des sociétés par actions françaises en Russie de 1904 à 1913 », in René Girault, *op.cit.*, p. 458.

³² *Ibidem*, p. 459

³³ Cf. Antoine Parent & Christophe Rault, « The influence affecting French assets abroad prior to 1914 », *The Journal of Economic History*, 2004, volume 64, n°2, pp. 328-362.

cadre d'une stratégie de « liquidité » – et certains négociateurs russes pensent alors ainsi pouvoir intensifier des transferts de technologie pour accélérer le processus (fordien et taylorien) de modernisation des moyens de production au sein de l'économie socialisée, avant que la stalinisation ne vienne mettre un terme à ces ultimes illusions...

Conclusion

Notre essai n'aura évidemment pas renouvelé l'histoire des affaires russes, mais il aura débattu des accusations de spéculation et de tromperie lancées contre les initiateurs des investissements en Russie, soit à la Belle Époque, soit bien sûr au lendemain de la nationalisation brutale des actifs étrangers par les Soviétiques. Malgré des rêves d'entente avec ceux-ci dans des sociétés mixtes et une coopération technique renouvelée, pendant la NEP, les actifs russes doivent être déclarés par pertes et profits au milieu des années 1920. Les sociétés occidentales deviennent alors des sociétés coquilles, et sont peu à peu liquidées. Toutefois, notre démarche a mobilisé les éléments destinés à démontrer que, après les « coups » initiaux qui ont souvent débouché sur des prises de risques excessives et des déboires, un « modèle économique » s'est structuré, et l'une de ses bases était un capital d'information et d'expertise qui a permis de beaucoup mieux maîtriser les risques, tant chez les banquiers que chez les industriels. Par ailleurs, plusieurs mini-pôles d'expertise spécialisée – ingénieurs, intermédiaires bancaires et financiers, correspondants, etc. – ont complété ces flux d'information. Enfin, un processus d'osmose a pris corps entre le monde de la banque et de l'industrie, et de véritables « nébuleuses d'affaires » ont déployé les portefeuilles de compétences dans de « grands projets » au service de « communautés d'intérêts » parfois internationales (franco-belges, notamment). L'aventure russe est devenue de moins en moins « aventureuse » et de plus en plus « professionnelle » – mais les parties prenantes ne pouvaient anticiper sur le corpus de mentalités et d'idéologies nationalistes et anticapitalistes qui s'est cristallisé soudainement en 1918-1929, faute de références dans l'histoire proche. Après tout, les velléités nationalistes d'Urabi en Égypte, des révoltes chinoises en 1860 et en 1898, ou même de Pancho Villa et Zapata au Mexique ont été réprimées par la force, et nul ne pouvait envisager que les contre-offensives des Russes blancs, financées en partie par les milieux d'affaires d'Europe de l'Ouest, ne pourraient pas réduire les forces des Rouges... Il faut attendre plus tard les accords de partenariat noués dans les années 1960-1970 pour que l'URSS et la France collaborent à nouveau dans des grands projets d'investissement sous le parrainage de banques³⁴ ayant passé l'éponge sur les pertes de 1918.

³⁴ Hubert Bonin, « L'émergence de la coopération industrielle, bancaire et commerciale franco-soviétique dans les années 1960 », in Maurice Vaisse (dir.), *De Gaulle et la Russie*, Paris, CNRS Éditions, 2006, pp. 229-252.
Hubert Bonin, « Business interests versus geopolitics: The case of the Siberian pipeline in the 1980s », *Business History*, volume 49, n°2, mars 2007, pp. 235-254.

Cahiers du GREThA
Working papers of GREThA

GREThA UMR CNRS 5113

Université Montesquieu Bordeaux IV
Avenue Léon Duguit
33608 PESSAC - FRANCE
Tel : +33 (0)5.56.84.25.75
Fax : +33 (0)5.56.84.86.47

www.gretha.fr

Cahiers du GREThA (derniers numéros)

- 2009-12 : DOUAI Ali, MONTALBAN Matthieu, *Institutions and the environment: the case for a historical political economy*
- 2009-13 : NICET-CHENAF Dalila, ROUGIER Eric, *FDI and growth: A new look at a still puzzling issue*
- 2009-14 : NICET-CHENAF Dalila, ROUGIER Eric, *Human capital and structural change: how do they interact with each other in growth?*
- 2009-15 : DOYEN Luc, PERREAU Jean-Christophe, *Sustainable coalitions in the commons*
- 2009-16 : YILDIZOGLU Murat, *Approche évolutionniste de la dynamique économique*
- 2009-17 : JULLIEN Bernard, *Approche institutionnaliste de la dynamique industrielle*
- 2009-18 : BELIS-BERGOUIGNAN Marie-Claude, *Analyse évolutionniste de la dynamique sectorielle*
- 2009-19 : JULLIEN Bernard, *L'analyse sectorielle institutionnaliste : projet et méthodes*
- 2009-20 : CORIS Marie, FRIGANT Vincent, LAYAN Jean-Bernard, TALBOT Damien, *Les dynamiques spatiales des activités productives*
- 2009-21 : CARRINCAZEAUX Christophe, *Les dynamiques spatiales de l'innovation*
- 2009-22 : OLTRA Vanessa, SAINT JEAN Mäider, *Innovations environnementales et dynamique industrielle*
- 2009-23 : CORIS Marie, FRIGANT Vincent, LUNG Yannick, *Changements organisationnels et diversité des formes institutionnelles*
- 2009-24 : DUPUY Claude, MONTALBAN Matthieu, MOURA Sylvain, *Finance et dynamiques des industries*
- 2009-25 : CLEMENT Matthieu, *Amartya Sen et l'analyse socioéconomique des famines : portée, limites et prolongements de l'approche par les entitlements*
- 2010-01 : ZUMPE Martin, *Règles de politique monétaire, apprentissage et stabilité: une revue de la littérature récente*
- 2010-02 : SARACCO Jérôme, CHAVENT Marie, KUENTZ Vanessa, *Clustering of categorical variables around latent variables*
- 2010-03 : CLEMENT Matthieu, *Disponibilité alimentaire et droits d'accès durant la famine chinoise du Grand Bond en Avant : une analyse économétrique sur données de panel*
- 2010-04 : SARRACO Jérôme, CHAVENT Marie, KUENTZ Vanessa, *Rotation in Multiple Correspondence Analysis: a planar rotation iterative procedure*
- 2010-05 : BONIN Hubert, *L'épargne française exposée aux risques russes dans les années 1900/1920 : la réalité d'actifs tangibles et mobiles*

La coordination scientifique des Cahiers du GREThA est assurée par Sylvie FERRARI et Vincent FRIGANT. La mise en page est assurée par Dominique REBOLLO.
