

## Les emprunts de Louis XIV ont-ils évincé les créances privées ? Réflexion à partir des rentes de l'Hôtel-Dieu

Pierre-Charles Pradier  
SAMM, Paris-1  
et ENAss, CNAM

Le règne de Louis XIV a considérablement endetté l'Etat pour mener des guerres européennes : à la fin de la guerre de succession d'Espagne le rapport entre dette et production annuelle atteint des niveaux critiques (environ 2 milliards de dettes diverses, voir par ex. Velde [2004], pour un produit physique brut inférieur à 1 milliard et demi, voir Marczewski [1961]). Le pays connaît alors une quinzaine d'années de crises financières mais la connaissance commune a surtout retenu la banqueroute de Law, fort utile à faire oublier tout le reste. Qu'en est-il des finances du grand Roy considérées en elles-mêmes ? Des travaux récents ont jeté un peu de lumière là où le seul soleil de la terre avait malencontreusement oublié de répandre sa clarté, si bien qu'on peut maintenant poser des questions qui semblaient devoir rester sans réponse, en particulier autour de la relation entre dette souveraine et dettes privées. Bien qu'il paraisse encore délicat de mesurer l'effet d'éviction des émissions de la monarchie sur les emprunts privés *en général*, les données collectées par Béguin [2012] sur les taux d'intérêt effectifs peuvent être comparées aux données tirées d'une enquête sur les rentes viagères de l'Hôtel-Dieu. Cette étude est d'autant plus remarquable qu'elle permet d'éclairer la conversion des émissions étatiques aux rentes viagères à partir des années 1690.

Notre étude procède en quatre points : nous rappellerons d'abord (1.) les résultats des recherches de Katia Béguin sur l'endettement souverain de la France, puis (2.) les méthodes de financement de l'Hôtel-Dieu de Paris avant de nous interroger (3.) sur l'effet d'éviction du premier sur le second. Il sera encore temps de considérer la nature particulière des prêteurs en viager (4.) pour éclairer le tournant des années 1690.

\*

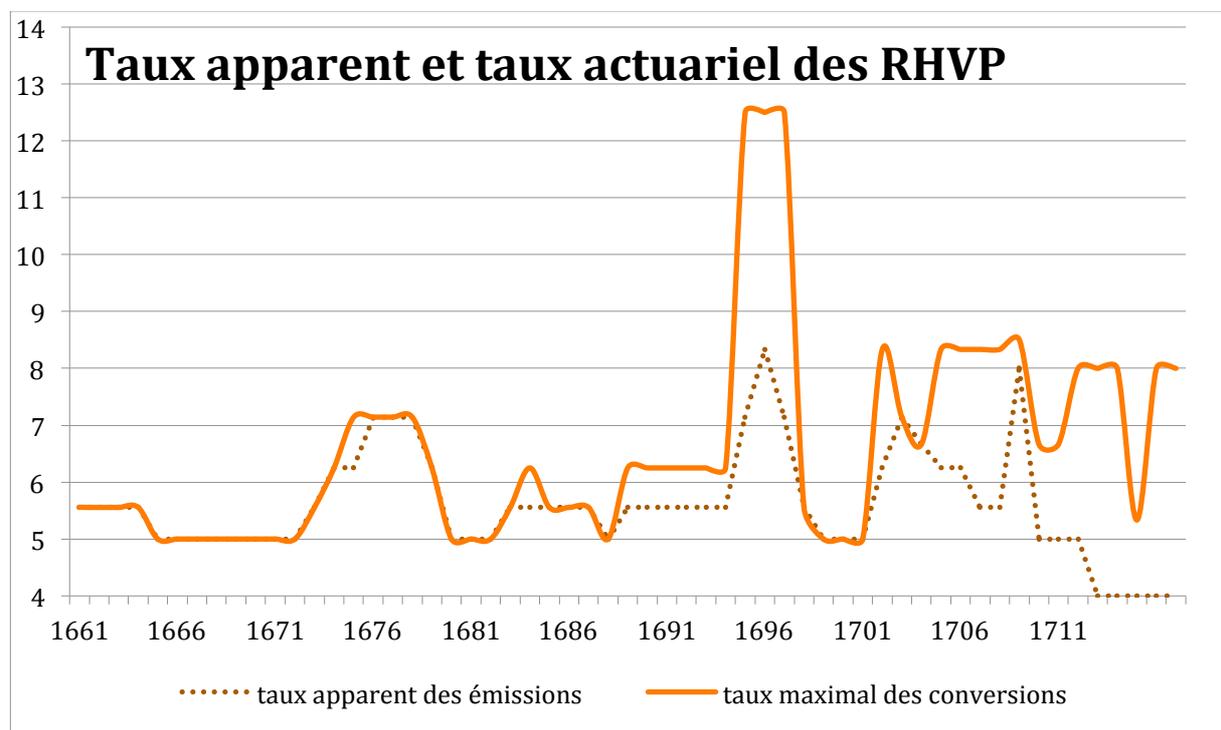
\*      \*

### 1. 350 ans avant les OAT : les rentes sur l'Hôtel de Ville de Paris

Il n'est pas dans notre objet de résumer ici l'ouvrage de Katia Béguin [2012] : on se contentera de faire observer qu'elle a permis de mesurer précisément la dette émise par la monarchie sous forme de rente sur l'hôtel de ville de Paris. Cette mesure précise s'exprime par des taux et des volumes.

En ce qui concerne les taux, l'historiographie a longtemps pris pour argent comptant les taux apparents mais Katia Béguin a montré comment divers instruments conduisaient à les dissimuler. Ces stratagèmes s'expliquent autant par

des raisons stratégiques — la tension sur le marché des capitaux révèle l'état de faiblesse d'un belligérant — que par des considérations de politique intérieure : la condamnation de l'usure<sup>1</sup> constitue non seulement une question de principe pour la fille aînée de l'Eglise, mais aussi une préoccupation des familles que la valeur de revente des rentes préoccupe quand le taux des émissions nouvelles vient *avilir* les anciennes rentes. Les taux actuariels des rentes perpétuelles (et les primes des financiers souscripteurs) sont donc dissimulés par les déclarations en blanc, les primes d'émission, les anti-conversions et, après 1689, les indéchiffrables manipulations sur les emprunts viagers (*cf.* annexe). Le graphique suivant permet de mesurer l'écart entre les taux apparents des rentes sur l'hôtel de ville et les taux actuariels mesurés en tenant compte en particulier des anti-conversions.

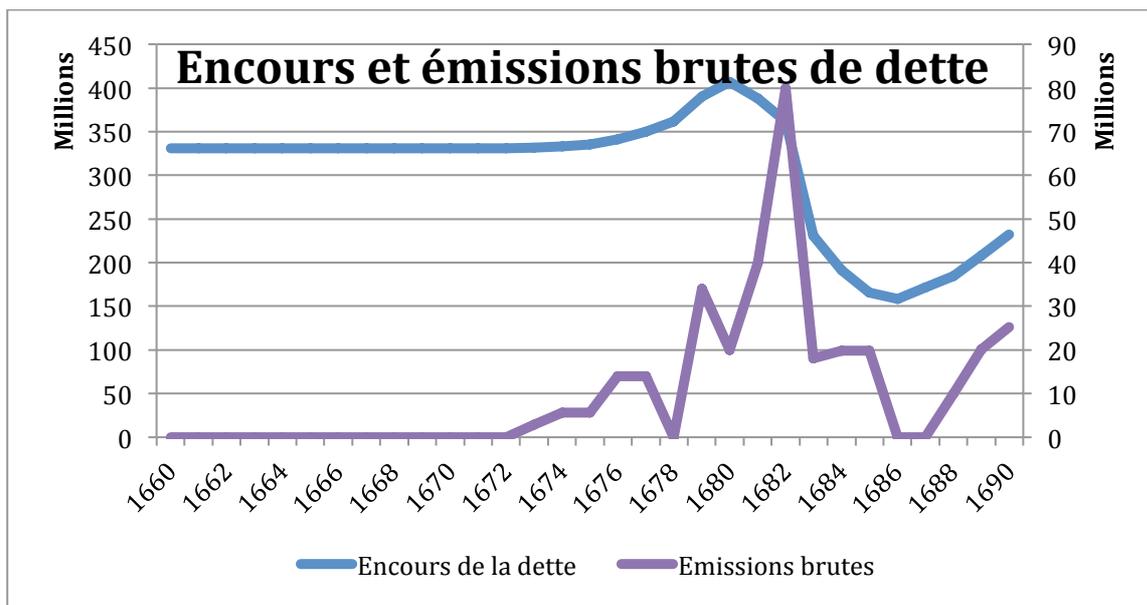


Comme on le voit, la prise en compte des primes d'émissions et des anti-conversions montre que l'Etat a dû, dès la guerre de Hollande (1674), s'affranchir de la limitation à 5% du taux d'intérêt (on disait que le *denier légal* était le denier 20 soit  $100/20 = 5\%$ ) décidée en 1665. Ce graphique laisse penser que la tension maximale est atteinte à l'occasion de la guerre de neuf ans, toutefois la prise en compte des rentes contingentes conduit à des taux plus élevés encore pendant la guerre de succession d'Espagne.

Le livre de Katia Béguin permet également de repérer la dynamique du stock de dette. Jusqu'ici le décompte des émissions (voir par ex. Moulin [1998]) butait sur

<sup>1</sup> L'interdiction de l'usure se traduit en particulier *a.* par l'interdiction de stipuler simultanément aux contrats de dette un terme et un taux d'intérêt (on a donc le choix entre des obligations à temps mais sans intérêt et des rentes perpétuelles payant des arrérages) et *b.* la limitation réglementaire du taux des arrérages (on parle de *denier légal* ou *taux du roy*).

deux obstacles : d'une part certaines émissions font l'objet d'un édit du Roy mais, pour des raisons diverses, ne sont pas remplies ou même initiées, d'autre part il faut distinguer les émissions nettes des opérations de consolidation (qui permettent, à la fin des conflits, de transformer la dette consentie à des taux élevés). Le graphique ci-dessous zoome sur les trente premières années du règne personnel : s'il semble curieux qu'une émission brute massive (consolidation des emprunts de la guerre de Hollande de 1679 à 1684) puisse se traduire par une baisse aussi massive de l'encours, c'est que la mort de Colbert se solde également par la conclusion du défaut initié en 1665 (à cette époque les coupons dits *arrérages* sont réduits, mais les principaux ne sont entamés qu'à partir de 1683).

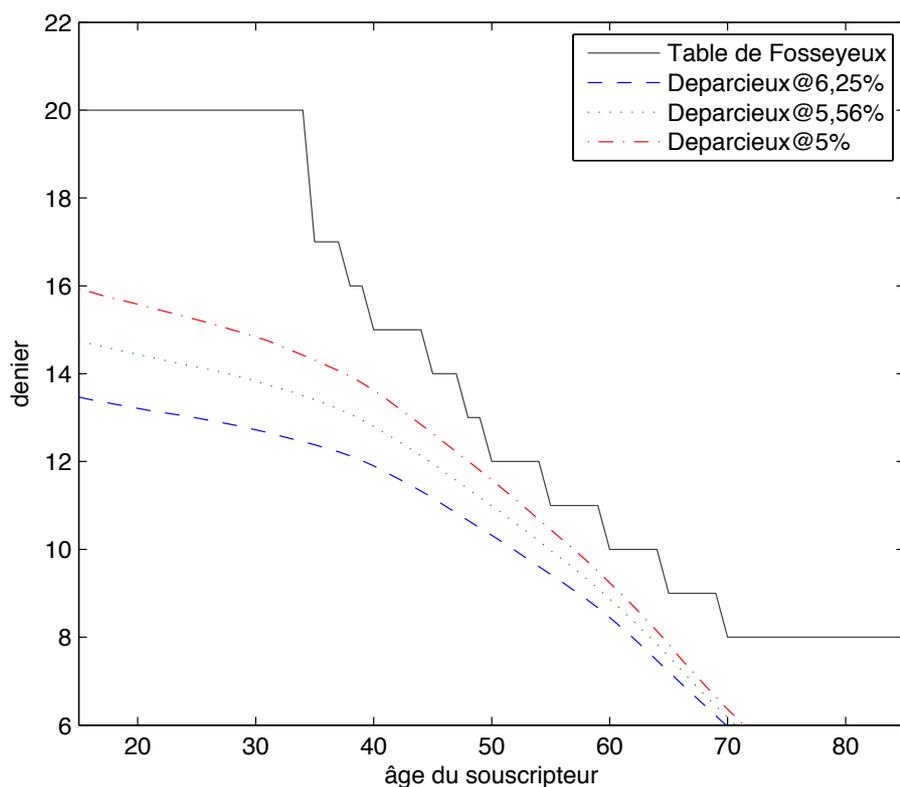


La fin du règne est beaucoup plus complexe, ces trente premières années correspondent en fait à la phase d'activité de l'Hôtel-Dieu comme acteur majeur du marché des capitaux.

## 2. 350 ans avant l'assurance-vie : les rentes de l'Hôtel-Dieu de Paris

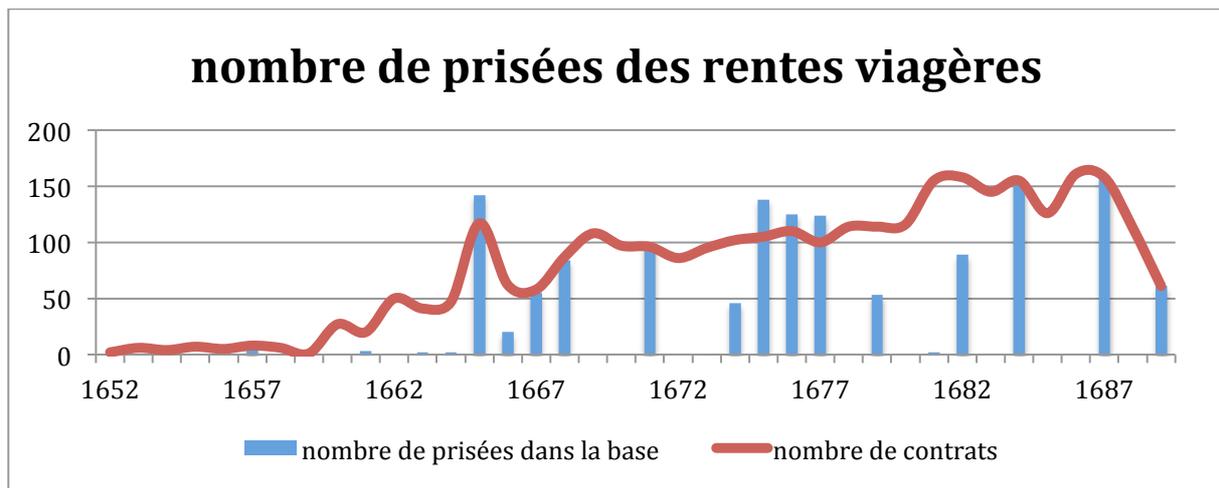
Dans un article récent (Pradier [2011]) nous avons montré que l'Hôtel-Dieu de Paris a levé des capitaux importants en vendant des rentes viagères dans la période 1661-1690. Bien que les bases du calcul actuariel n'existent pas encore<sup>2</sup>, les rentes sont néanmoins vendues après 1667 au prix qui découlerait de l'actualisation de la table de Deparcieux actualisée au denier légal, conformément à un document mentionné par Fosseyeux [1912] et jamais commenté jusque là.

<sup>2</sup> Rappelons que le premier calcul explicite de la valeur d'une rente viagère comme espérance des paiements futurs actualisés apparaît dans l'ouvrage de Johan de Witt [1671], qui repose encore sur une table de mortalité fictive. Edmond Halley [1693] propose un calcul fondé sur des données tirées des registres de la ville de Breslau. Deparcieux [1746] a travaillé pour sa part sur la population des rentiers de la première tontine de 1689, dont la démographie devait être proche de celle des rentiers de l'Hôtel-Dieu. Son étude a de plus le mérite de tenir compte du biais de sélection des rentiers et de distinguer la mortalité par sexe.



Pour des raisons de temps, il ne nous a pas été possible de dépouiller toute l'information sur les rentiers de l'Hôtel-Dieu. En effet, il faut collationner deux sources : les relevés de délibération du Bureau de l'Hôtel-Dieu aux archives de l'assistance publique mentionnent l'âge de l'acheteur et le prix de la rente (les textes parlent de *donateur* et du *denier* payé), les contrats de constitution de rente au minutier central témoignent de la réalité de la transaction (et de son montant). L'écart entre les deux constitue des *prisées* qui n'ont pas satisfait l'acheteur potentiel. Nous avons relevé autant que possible de ces *prisées* pour les années de la guerre de Hollande, afin de chercher les signes d'une éviction éventuelle.

A défaut d'être exhaustive, la base comporte le nombre de contrats de constitution de rente par année. Dans la mesure où le montant moyen des contrats demeure à peu près constant sur la période 1660-1690 (oscillant entre trois et quatre mil livres), on peut considérer ce nombre comme un proxy des sommes levées par l'Hôtel-Dieu. Le graphique suivant résume à la fois le nombre de contrats recensés pour chaque année (extrait du répertoire de l'étude xxxiii) et le nombre de *prisées* correspondant au dépouillement des deux sources déjà mentionnées.



La chute finale (en 1689) correspond à la banqueroute de l'institution émettrice dont l'article d'*Histoire et Mesure* tente d'élucider les causes. Jusqu'à cette date, on peut se demander si les émissions monarchiques ont entraîné une éviction de l'activité de l'Hôtel-Dieu.

### 3. L'Hôtel-Dieu de Paris évincé par les rentes sur l'Hôtel de Ville ?

Afin d'étudier la sensibilité à la conjoncture économique et financière du volume de contrats vendus par l'HD, on teste plusieurs spécifications d'un modèle de demande simple.

$$(1) \quad \text{nb\_contrats}_t = \beta_1 + \beta_2 t + \beta_3 \ln(\text{PPB}_t) + \beta_4 \ln(\text{taux}^{\text{RHVP}}_t) + \beta_5 \ln(\text{émissions}_t) + \varepsilon_t$$

Où PPB mesure le produit physique brut (cf. Marczewski [1961]). Les taux et les émissions sont repérés soit par le couple (taux apparent, émissions brutes) soit par le couple (taux actuariel, variation du stock de dette) tiré de Béguin [2012]. On envisage effectivement cinq modèles :

$$(2) \quad \text{nb\_contrats}_t = \beta_1 + \beta_2 t + \varepsilon_t$$

$$(3) \quad \text{nb\_contrats}_t = \beta_1 + \beta_2 t + \beta_4 \ln(\text{taux app}^{\text{RHVP}}_t) + \beta_5 \ln(\text{émissions\_brutes}_t) + \varepsilon_t$$

$$(4) \quad \text{nb\_contrats}_t = \beta_1 + \beta_2 t + \beta_3 \ln(\text{PPB}_t) + \beta_4 \ln(\text{taux\_app}_t) + \beta_5 \ln(\text{émissions\_brutes}_t) + \varepsilon_t$$

$$(5) \quad \text{nb\_contrats}_t = \beta_1 + \beta_2 t + \beta_3 \ln(\text{PPB}_t) + \beta_4 \ln(\text{taux\_actuariel}_t) + \beta_5 \ln(\text{émis}^\circ\text{\_nettes}_t) + \varepsilon_t$$

$$(6) \quad \text{nb\_contrats}_t = \beta_1 + \beta_2 t + \beta_3 \ln(\text{PPB}_t) + \beta_4 \ln(\text{tx\_contingent}_t) + \beta_5 \ln(\text{émis}^\circ\text{\_nettes}_t) + \varepsilon_t$$

Le tableau suivant résume les résultats des régressions.

<i>Modèle</i>	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Nombre d'obs.	30	30	30	30	30
F-Stat	39.94	12.79	31.44	27.23	31.50
R <sup>2</sup>	0.5879	0.5961	0.8342	0.8133	0.8345
R <sup>2</sup> ajusté	0.5732	0.5495	0.8077	0.7835	0.8080
$\beta_1$	45.61149**	93.52557	-56582.13**	-52213.45**	-36900.41**
$\beta_2$	3.474527**	3.632389**	-8.599357**	-8.155435**	-4.45011
$\beta_3$			2692.852**	2486.501**	1758.577**
$\beta_4$		-28.67978	-51.20243	-63.95889*	-55.37619**
$\beta_5$		-0.1711252	-1.071125	14.23441	7.703549

\* significatif à 5%    \*\* significatif à 1%

Les signes des coefficients sont satisfaisants : l'activité économique (PPB) a un effet positif sur le nombre de contrats, la tendance est positive quand elle est seule explicative (négative sinon), le taux et le volume des emprunts d'Etat ont un effet dépressif sur la demande des rentes de l'Hôtel-Dieu. Toutefois, **cet effet d'éviction n'est réellement significatif que lorsque l'on considère les taux actuariels (y compris les taux des emprunts contingents) plutôt que les taux apparents.** L'effet des émissions n'est jamais significatif, toutefois la complexité des évolutions liées au défaut perlé de 1665 à 1685 limite certainement l'effet taille de la dette.

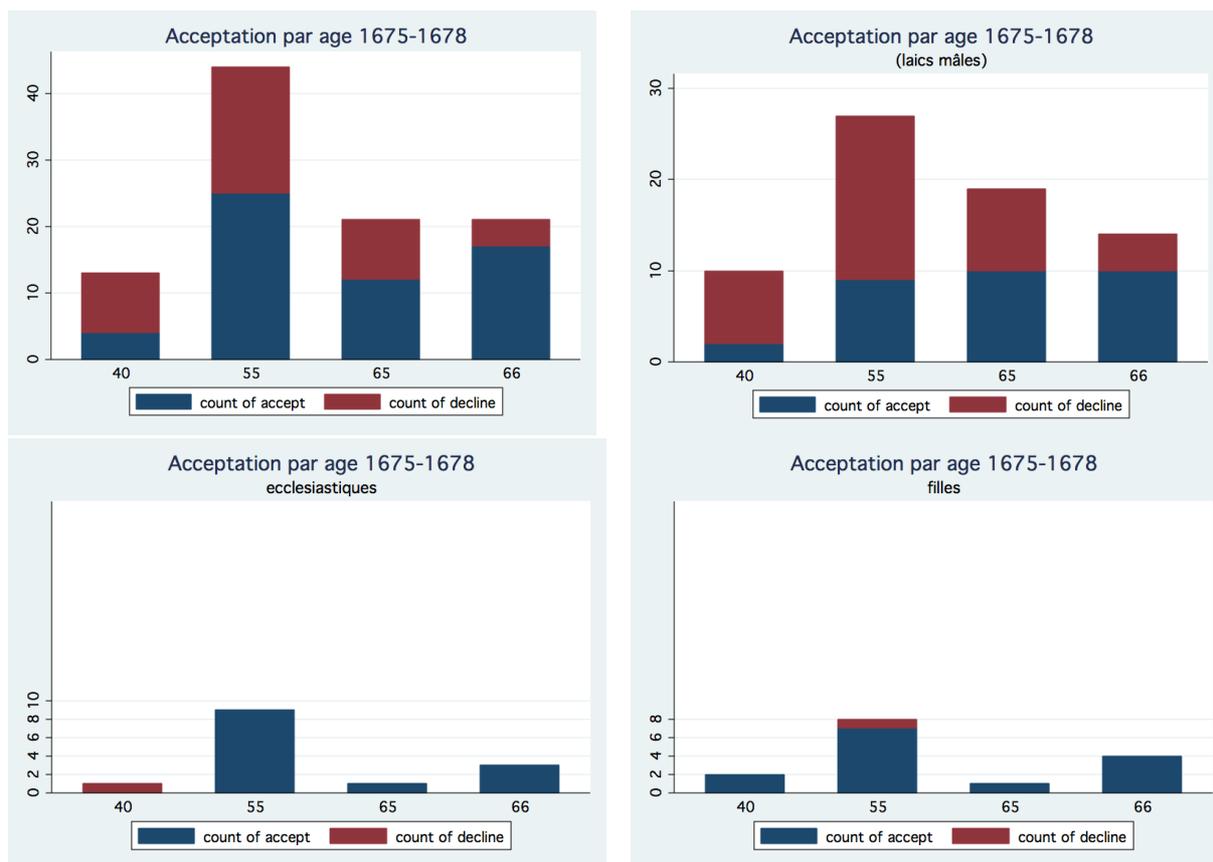
Il serait peut-être possible d'aller plus loin dans l'analyse de l'effet d'éviction en examinant les prisées qui ne donnent pas lieu à une transaction effective : deux populations apparaissent alors clairement.

#### 4. Les prêteurs en viager sont-ils une population particulière ?

On rappelle que le prix des rentes de l'Hôtel-Dieu n'est pas public : pour obtenir une rente, il faut faire une proposition. Si celle-ci est en dehors de la table, le bureau fait une contre-proposition que le candidat peut accepter ou non. Durant la guerre de Hollande, les refus se multiplient alors que les taux des RHVP s'élèvent. Toutefois, ces refus ne sont pas distribués de manière homogène dans la population des impétrants : en particulier les ecclésiastiques et les « filles » (c'est-à-dire les célibataires) continuent de souscrire régulièrement.

#### Graphique 5    souscriptions et refus de souscription par âge<sup>3</sup> à l'HD 1675-1678

<sup>3</sup> Les catégories d'âges correspondent en fait à moins de 40 ans (compris), 40+ jusqu'à 55 ans (compris), 55 à 65 ans, plus de 65 ans.



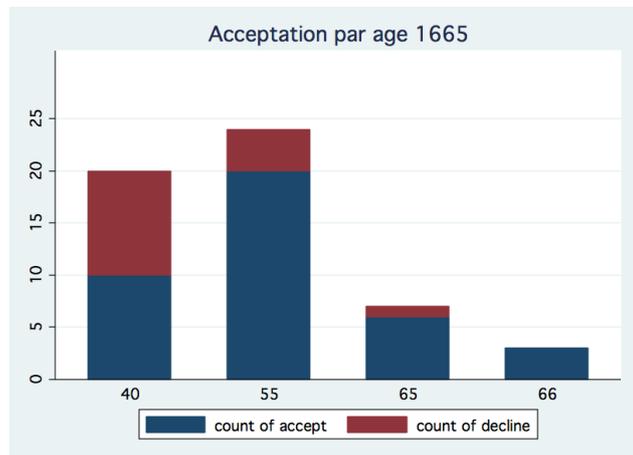
Pourquoi faut-il individualiser les prêtres et les filles célibataires ? Car ceux-ci, n'ayant pas à transmettre un patrimoine, peuvent renoncer au leur sans léser personne. Tel n'est pas le cas des chargés de famille, qu'un édit de 1661<sup>4</sup> fustige comme « s'étant dépouillés de tout sentiment d'affection pour leurs parens et familles, ne considérant que leur satisfaction particulière, et ne cherchant que les aises et les commodités de la vie, qu'ils se sont persuadés consister en la jouissance facile et assurée de ce que leurs biens pourroient produire, se sont mis en peine de trouver les moyens d'en augmenter le revenu aux dépens même de la perte et aliénation de leurs fonds et principal. » Au-delà du droit strict, on voit à cette époque se dessiner des usages qui distinguent clairement deux populations.

D'une part, ceux que leur état de célibataire prive de descendance donnent volontiers « à fonds perdu » en échange d'une rente viagère qui leur permet d'assurer leurs vieux jours. S'ils sont encore jeunes, les administrateurs ne manquent pas d'ajouter au contrat la clause suivante : « étant convenu que si ladite donatrice se marie cy après et qu'il survient des enfants de son mariage il sera loisible auxdits sieurs administrateurs de libérer l'Hostel Dieu de ladite pension en luy remboursant quinze cents livres avec l'intérêt d'icelle a raison du denier 30 à compter de ce jour dhu y en déduisant sur le tout les arrérages que ladite

<sup>4</sup> Edit « portant défenses de donner à fonds perdu [càd viagères] aux communautés, excepté à L'Hôtel-Dieu », août 1661.

demoiselle aura touchés<sup>5</sup>. » De fait, les administrateurs sont souvent gênés de la spoliation des héritiers légitimes : ils peuvent refuser une proposition « principalement parce qu'il a des enfants<sup>6</sup> » ou diligenter une enquête en cas de doute à ce sujet (15 mai 1665). Rien n'oblige l'Hôtel-Dieu à se soucier des ayants-droits<sup>7</sup> que la charité et la prudence. Charité (mais ce pourrait être prudence) : les ayants-droits spoliés peuvent se manifester bruyamment, comme la veuve Barois qui se présente au bureau avec ses deux enfants en janvier 1689<sup>8</sup>. Prudence : Colbert s'inquiète de la dévolution aux gens de mainmorte des richesses du pays, il conduit donc le roi à limiter les dons faits aux couvents<sup>9</sup> (dans l'attente de l'édit d'août 1749, « concernant les établissements et acquisitions des gens de main-morte »). L'Hôtel-Dieu évite de donner des arguments qui justifieraient la fin de son privilège (instauré par l'édit de 1661) et se borne donc à prêter aux célibataires : les ecclésiastiques représentent donc 21,3% des rentiers viagers, les filles, 18% (soit bien plus que leur part dans la population du royaume) et les religieuses autour d'1%.

D'autre part, l'Hôtel-Dieu compte une importante clientèle de « bourgeois de Paris » ou d'artisans, soucieux d'assurer leur ménage pour la retraite par une pension viagère. Comme le montre l'importance du nombre de refus dans les années de la guerre de Hollande, ces « investisseurs » n'hésitent pas à faire jouer la concurrence : même les plus de 55 ans préfèrent les 7,14% des rentes perpétuelles sur l'hôtel de ville



<sup>5</sup> Voir par ex. MC XXXIII, 122 constitution à Gabrielle de Flottes du 28 juin 1675, XXXIII 129 à Catherine Saint Fray du 22 avril 1682, MC XXXIII, 140, Jeanne Héron du 1er avril 1689, Charlotte Charles Laforest du 22 avril 1689, etc.

<sup>6</sup> Relevé de délibérations du bureau, 19 juin 1665.

<sup>7</sup> Cf. arrêt du parlement de paris du 26 août 1687 (« Si les Contrats à fonds perdu faits entre particuliers au denier dix sont permis. Ou s'ils sont compris dans la prohibition de l'Édit du mois d'Août 1661 qui les a défendus aux Communauté. »). Les parlementaires y rappellent qu'il est licite « de donner son bien à un de ses amis par une donation entre vifs, & de se réserver sur les biens donnez une pension plus forte que le revenu ordinaire & annuel. Au contraire, ces fortes de donations sont beaucoup plus en usage que les autres à cause qu'étant faites à titre onéreux, & n'ayant pas pour objet la libéralité du donateur, l'ingratitude des donataires, & la survenance des enfans ne sont pas capables de les révoquer. »

<sup>8</sup> Relevé de délibérations du bureau, 14 et 19 janvier 1689.

<sup>9</sup> Voir en particulier, outre l'édit d'août 1661 « portant défenses de donner à fonds perdu [càd viagères] aux communautés, excepté à L'Hôtel-Dieu » mentionné supra note 4, l'édit sur l'établissement des maisons religieuses et autres communautés (St-Germain en Laye décembre 1666) qui limite les nouvelles fondations, la *déclaration* qui fixe les « cas auxquels il est permis aux religieuses de prendre des dots et jusqu'à quelles sommes elles peuvent monter (28 avril 1691, Ferrières, Comment. sur la Cout. de Paris II, 203 Reg P.P. 7 mai), une autre *déclaration* « contenant règlement pour tes dots et pensions viagères des religieuses » (Versailles, 28 avril 1693), etc.

aux 9,09% à vie servis par l'Hôtel-Dieu. En 1665 (graphique), seuls les plus jeunes ne se satisfaisaient pas du rendement des viagères ; en 1675, la baisse du différentiel de taux fait hésiter les *seniors*. Est-ce à dire alors que les plus de 55 ans sont devenus en 1674 des *spéculateurs* ? Si Hup [2011] a pu prouver, dans le cas des Provinces Unies, une véritable antisélection des prêteurs en rentes viagères, c'est parce que ces produits y sont offerts au même taux pour tous les acheteurs : certains sont alors tentés de constituer de telles rentes sur la tête d'un enfant jeune. En France, cette situation ne se produit qu'à partir de 1702. Jusque là, toutes les viagères comportent des classes d'âge, même si les RHVP sont plus généreuses que l'HD (cf. annexe § 4). Il faut croire, étant donné le peu de succès des émissions de viagères par l'Hôtel de Ville en 1693 et au-delà, que la réticence du public est réelle pour ces produits qui n'intéressent sans regret que des publics particuliers.

\*  
\*       \*

Une éviction limitée mais réelle : c'est finalement le résultat de la hausse des taux emprunteurs liée à la guerre de Hollande (jusqu'ici dissimulée mais révélée par les travaux de Katia Béguin). Il apparaît toutefois, au vu des données de l'Hôtel-Dieu, que cette hausse n'intéresse que les non-célibataires de plus de 55 ans : les jeunes se détournent déjà des placements viagers (sauf exception, comme les filles entrant en religion) et les célibataires âgés continuent d'y investir leurs économies. Au-delà des quelques centaines de rentiers de l'Hôtel-Dieu (trois mille environ si on compte les rentiers sur deux têtes et les clauses de réversion partielle), cette étude est intéressante pour comprendre la réticence des contemporains à investir dans les rentes viagères : la transmission d'un héritage constitue un souci fort répandu dans le siècle. Même les conditions outrageusement favorables des années 1700 (cf. annexe § 4) ne changera pas les usages, et il faudra rien moins que des taux exorbitants pour attirer les Français, et quelques demoiselles genevoises (Cramer [1946]), aux spéculations sur la vie.

### Références

Béguin Katia [2012], *Financer la guerre au XVII<sup>e</sup> siècle. La dette publique et les rentiers de l'absolutisme*, Champ Vallon, 2012.

Berthon Jean, Gallais-Hamonno Georges [2008], *Les emprunts tontiniers de l'Ancien Régime, un exemple d'ingénierie financière au XVIII<sup>e</sup> siècle*, Paris, Publications de la Sorbonne.

BnF, Mss. Fr 7740, f° 296 sqq., Mémoire sur les rentes constituées par rachat de capitation, du 22 octobre 1715

Cramer, M. [1946], « Les trente Demoiselles de Genève et les billets solidaires », *Revue Suisse d'Economie Politique*, LXXXII, pp. 109-138.

Daston L. J. [1988], *Classical probability in the Enlightenment*, Princeton, Princeton University Press.

de Witt, J [1671], *Waerdye van Lyf-renten Naer Proportie van Los-renten*, trad. fr. in *Risques* n°81-82.

Deparcieux A. [1746], *Essai sur les probabilités de la durée de la vie humaine* ; rééd. Paris, INED, 2003.

Fosseyeux M. [1912], *L'Hôtel-Dieu de Paris au XVIIe et au XVIIIe siècle*. Paris, Berger-Levrault, 1912, 437 p.

Gilomen Hans-Jörg [2003], « La prise de décision en matière d'emprunts dans les villes suisses au 15<sup>e</sup> siècle », in Marc Boone, Karel Davids et Paul Janssens, *Urban public debts, urban government and the market for annuities in Western Europe (14th-18th centuries)*, Brepols.

Halley E. [1693], "An Estimate of the Degrees of the Mortality of Mankind", *Philosophical Transactions*, 196, p. 596-610.

Hebrard Pierre [2004] « La détresse des Pays-Bas : De Witt, Hudde et les rentes viagères d'Amsterdam (1671-1673) », *Mathématiques et sciences humaines*, 166. URL : <http://msh.revues.org/2891>.

Philip. T. Hoffman, Gilles Postel-Vinay, Jean-Laurent Rosenthal [2001], *Des marchés sans prix. Une économie politique du crédit à Paris, 1660-1870*, Paris, EHESS (traduction française de *Priceless Markets. The Political Economy of Credit in Paris, 1660-1870*, Chicago, University of Chicago Press, 2000).

Hup M. [2011], *Life annuities as a resource of public finance in Holland, 1648-1713 Demand- or supply-driven?*, BSc Thesis, Universiteit Utrecht.

Marczewski J. [1961], "Some Aspects of the Economic Growth in France, 1660-1958", *Economic Development and Cultural Change*, IX, 3, pp. 369-386.

Moulin M.[1998], « Les rentes sur l'Hôtel de Ville de Paris sous Louis XIV », *Histoire, économie & société*, XVII, 4, pp. 623-648.

Munro John H., "The Medieval Origins of the Financial Revolution : Usury, Rentes, and Negotiability", *The International History Review*, n° 25 (3), sept. 2003, p. 505-756.

Poitras Geoffrey [2000], *The Early History of Financial Economics, 1478-1776. From Commercial Arithmetic to Life Annuities and Joint Stocks*, Cheltenham-Northampton, Edward Elgar.

Pradier Pierre-Charles [2011], « Les bénéfices terrestres de la charité : Les rentes viagères des hôpitaux parisiens 1660-1690 », *Histoire & Mesure*, 2011, XXVI-2, p. 31-76.

van Schaik, Remi [2003], "The Sale of Annuities and Financial Policies in a Town of the Eastern Netherlands Zutphen, 1400-1600" in Marc Boone, Karel Davids et Paul Janssens, *Urban public debts, urban government and the market for annuities in Western Europe (14th-18th centuries)*, Brepols.

Velde, François R. [2004], « Government Equity and Money : John Law's System in 1720 France », WP, Federal Reserve Bank of Chicago, mai 2004, 84 p.

Velde, François R. [2008], « French Public Finance between 1683 and 1726 », in Piola Caselli, Fausto, *Government Debts and Financial Markets in Europe*, London, Pickering and Chatto, Cambridge, p. 135-195.

## Annexe I les techniques de manipulation des taux actuariels

### 1. la déclaration en blanc

Il s'agit de formulaires pré-remplis laissant seulement à renseigner les noms du bénéficiaire et de l'intermédiaire. Certes, ceux-ci donnèrent un cadre juridique au placement des rentes par des intermédiaires, offrant dans les années 1650 une alternative à la solution antérieure des *emprunts forcés* en organisant un marché primaire de souscripteurs. Reste que bien des abus semblent possibles : la déclaration en blanc créait *de facto* une rente au porteur libre de circuler de façon illimitée sans aucune formalité notariale ni contrôle institutionnel et elle pouvait masquer de ce fait des ventes successives. De plus, elles dissimulent les primes d'émission. Katia Béguin a entrepris une importante enquête pour éclairer l'usage de cet instrument.

### 2. les primes d'émission

Sous le couvert des déclarations, les primes d'émission s'épanouissent pendant les guerres et introduisent des distorsions variables entre les capitaux effectivement versés et l'encours notionnel de la dette. Les primes les plus anodines consistaient à offrir un trimestre ou un semestre supplémentaire d'arrérages (antérieur à la date du contrat de création de la rente), ce qui a été presque systématique pour les rentes viagères pures qui s'écoulaient très mal, pour des raisons sur lesquelles nous reviendrons. Les primes les plus discrètes et les plus significatives accordaient le versement d'un montant inférieur au capital requis pour l'achat d'une rente donnée. Ainsi, les premières émissions modestes de la guerre de Hollande, pour lesquelles le taux d'intérêt avait été relevé à 5,5% (denier 18), puis à 6,25% (denier 16) n'ont cependant pas été remplies à ces conditions. On a donc admis dès la fin de l'année 1674 les acquéreurs à payer un capital au denier 14 (7,14%), mais en le dissimulant dans l'acte de constitution des rentes, libellé au denier 16. Concrètement, une rente de 100 lt était donc acquise pour 1 400 lt, alors que la valeur nominale du principal remboursable était de 1 600 lt<sup>10</sup>. La prime pouvait aussi prendre la forme d'un paiement partiel en effets publics dévalués, ce qui réduisait d'autant le capital effectivement payé. Cette solution a été employée à maintes reprises pendant la guerre de Succession d'Espagne où les billets d'État se sont multipliés, ont subi de fortes de pertes de leur valeur faciale et ont été acceptés dans des proportions croissantes avec une fraction d'espèces sonnantes et

---

<sup>10</sup> BnF, F-23613 (846). Déclaration du roi du 17 mai 1679, portant validation des contrats passés en exécution de l'édit du mois de décembre 1674 d'un million de livres de rentes, quoi que les rentiers n'aient payé actuellement que le denier 14 pour l'acquisition desdites rentes au lieu du denier 16 porté par lesdits édits et contrats (« Par édit de décembre 1674 nous avons aliéné un million de livres de rentes aux Prévôt des Marchands et Échevins de Paris et réglé le prix des constitutions faites à ceux de nos sujets qui les voudraient acquérir à raison du denier 16, du paiement actuel desdites rentes sur le pied de deux quartiers. Et comme dans la suite nous avons bien voulu en faire l'aliénation sur le pied du denier 14 qui a actuellement été payé en deniers comptant par les acquéreurs en notre trésor royal, nous avons pour leur assurer une jouissance paisible ordonné par notre déclaration du 30 nov 1675 qu'en payant le principal au denier 14, les quittances du garde de notre trésor royal leur seraient délivrées remplies du denier 16 et que la différence en serait employée et passée dans les comptes par lui rendus. »)

trébuchantes pour les achats de rentes. C'était d'abord une incitation pour les détenteurs de papiers décriés à déboursier un peu d'argent pour s'en débarrasser (la prime dépendait alors de la proportion de billets acceptés, jusqu'aux trois quarts des capitaux), puis ce fut le moyen de retirer ces papiers de la circulation à la fin de la guerre de Succession d'Espagne (dans une opération de consolidation cette fois, avec la totalité payable en billets d'État).

Ces primes d'émission biaisent à la fois les taux actuariels et les encours dans une mesure qu'il est impossible de préciser en l'état actuel de la recherche et la dissimulation semble avoir été trop bien organisée (pas de comptabilité des sommes effectivement perçues par les gardes du trésor royal, déclarations en blanc, reconnaissance officielle des actes notariés biaisés) pour qu'on n'y voie jamais clair. En revanche, on peut percevoir l'effet d'autres astuces plus grossières.

### 3. les anti-conversions

Les anti-conversions mises en œuvre pendant la guerre de la Ligue d'Augsbourg (1689-1697) et réactivées pendant la guerre de Succession d'Espagne représentent la forme de prime d'émission la plus avantageuse qui ait été accordée pour « faire sortir l'argent », selon l'expression de l'un de leurs promoteurs du Contrôle Général des Finances. Cette spécificité française n'a pas, semble-t-il, d'équivalent connu dans un autre pays emprunteur. Elle inversait tout bonnement le principe des conversions pratiquées dans l'ensemble de l'Europe occidentale pour réduire l'intérêt des rentes, en proposant le relèvement du taux d'intérêt des titres existants en contrepartie d'un supplément de capital des rentiers. Elle avait été mise en œuvre de façon accidentelle et contrainte lors des larges émissions au denier 20 (5%) des années 1680-1683, lancées par Colbert pour éteindre les rentes au denier 14, les dettes de la Caisse des Emprunts créées pendant la guerre de Hollande et des rentes plus anciennes de la guerre de Trente Ans. L'impossibilité d'écouler la totalité d'une émission massive de 5 millions de rentes de 1682 au taux légal de 5% (soit 100 millions de capital) a conduit à réémettre le dernier million au denier 18 (5,56%) en 1684, puis à autoriser les propriétaires de rentes au denier 20 de les convertir à ce même taux en apportant un supplément de fonds. L'édit qui a officialisé cette remontée inusitée du taux d'intérêt en pleine paix l'a justifiée par la volonté de prévenir la perte de valeur marchande des rentes à 5% qu'elle n'aurait pas manqué d'entraîner. Le risque de dépréciation des titres existants était indéniable et le correctif proposé constituait plutôt une compensation (un *hedge* en finance contemporaine) qu'une solution directe. Mais l'échec du procédé usuel d'abaissement du taux d'intérêt et, par-dessus tout, la transformation de cet expédient de paix en mode d'emprunt de guerre ont été décisifs dans le façonnement de l'aversion française pour la rente remboursable. Nous reviendrons sur le premier point par la suite, après avoir exposé les modalités concrètes des anti-conversions et les rendements très élevés qu'elles offraient aux investisseurs.

Le principe consistait à proposer un doublement de la rente annuelle et à proportionner le supplément de fonds qui devait être fourni aux capitaux des rentes existantes, de sorte que les nouveaux « sorts principaux » des rentes doublées

pussent s'accorder avec le taux d'intérêt relevé par paliers successifs (au denier 18 jusqu'à la fin de l'année 1694, au denier 14 ensuite, jusqu'à la fin de la guerre). Chaque édit d'émission de rentes rappelait cette combinaison entre les capitaux déjà investis et les surplus pour doublement. Prenons un exemple concret : le propriétaire d'une rente de 100 livres au denier 20 devait ajouter 1 600 livres à son capital originel de 2 000 livres pour réunir un capital de 3 600 livres qui produirait, au denier 18, 200 livres de rente. Il avait donc constitué son supplément au denier 16 en achetant 100 livres de rentes pour 1 600 livres. Seuls les nouveaux rentiers acquéraient vraiment leur titre au denier 18. Au départ, la possibilité de verser des suppléments à ces conditions avait été réservée aux propriétaires des rentes nouvelles des années 1680, qui risquaient d'être dévalorisées par le relèvement du taux d'intérêt des émissions plus récentes. Mais dès le mois de décembre 1694, les émissions assorties d'anti-conversions ont été lancées au denier 14 (7,14%), taux en soi très attractif pour les nouveaux acquéreurs et franchement avantageux pour les propriétaires de rentes aux deniers 18 et 20 capables d'apporter un supplément de fonds pour doubler leurs rentes. Car le possesseur de 100 livres de rente au denier 18 (1 800 lt) payait alors ce supplément au denier 10 (1 000 lt) pour obtenir 200 livres de rentes au denier 14 (capital de 2 800 lt). Et celui qui avait 100 lt de rente au denier 20 (2 000 lt) payait le doublement au denier 8 (12,5%), par un apport de 800 lt. Cette différence entre le taux nominal des émissions et le taux maximal permis par les constitutions associées aux anti-conversions est mise en évidence dans le graphique qui suit (rentes contingentes exclues). Rappelons que ces taux d'intérêt maximaux ignorent en fait les primes d'émission cachées, en particulier par l'acceptation de monnaie de papier (pendant la guerre de Succession d'Espagne), qui augmentait encore considérablement la profitabilité des rentes (sous réserve qu'elles fussent ponctuellement payées, ce qui fut le cas de 1672 à 1710<sup>11</sup>). La prise en compte de ce phénomène difficilement mesurable contribuerait à amplifier encore les pics du graphique et le découplage des séries, confirmant l'idée générale que les taux d'intérêt apparents sous-estiment grandement le taux servi au prêteur et le coût pour l'emprunteur.

#### 4. Les rentes contingentes

La pratique usuelle, héritée du bas Moyen Âge germanique, était d'offrir les rentes viagères au demi-denier des rentes perpétuelles (*cf. e. g.* Daston [1988], Gilomen [2003], Hébrard [2004], Munro [2003], Poitras [2000], van Schaik [2003]). Un tel prix indépendant de l'âge entraîne évidemment un risque d'antisélection que de Witt [1671] décrit dès les premières lignes : l'acheteur de rente a tout intérêt à constituer celle-ci sur une tête la plus robuste possible, c'est-à-dire sur celle d'un enfant qui vient de prouver sa santé par sa résistance aux maladies infantiles. Hup [2011] a constitué une base de données d'environ un millier de contrats pour tester cette

---

<sup>11</sup> À partir de la guerre de Hollande, la monarchie a tiré les leçons des effets désastreux des défauts de paiement de la guerre de Trente Ans et a payé ponctuellement les arrérages des rentes sur la Ville jusqu'aux difficultés extrêmes de 1709-1710, où la détresse des finances, la crise démographique et économique ne lui ont plus permis de ne servir que la moitié des arrérages annuels jusqu'à la fin de la guerre, sous la promesse (tenue) d'une réintégration des arriérés aux capitaux des rentes à la paix.

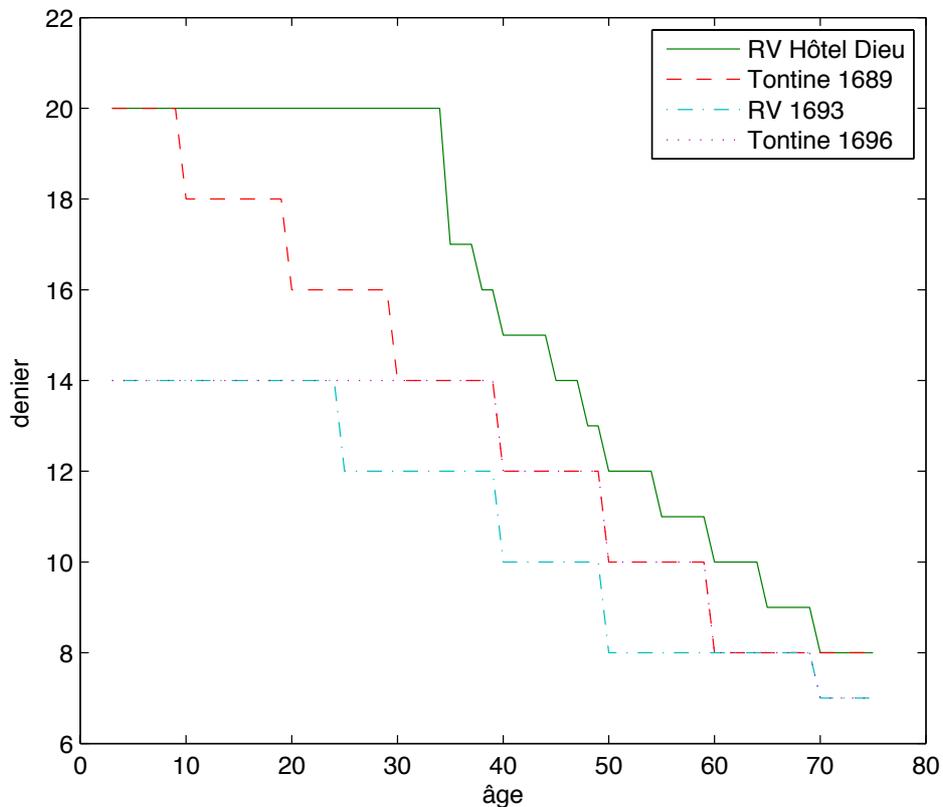
antisélection : il a montré que les acheteurs pour compte propre avaient en moyenne vingt ans de plus que ceux qui plaçaient leur rente sur une autre tête. Ceci signifie qu'il existe dès cette époque deux comportements assez différents : l'un utilise l'instrument pour se garantir un revenu sa vie durant (pour cela on le dira *égoïste*), l'autre voit un rendement anormalement élevé et parie sur la longévité de la tête qui le fonde (on parlera d'*opportunisme*). Dans l'échantillon de Hup, le premier comportement ne représente que 20% des volumes souscrits.

Peut-on étendre le raisonnement de Hup à la France ? Si on connaît parfaitement la structure par âge des rentiers de la première tontine (grâce à Deparcieux), et assez bien celle des rentiers de l'Hôtel-Dieu (grâce à un échantillonnage au tiers environ) on n'a, en l'état actuel des recherches, aucune information sur les viagères à taux unique émises par la monarchie française à partir de 1702. En revanche Ploussard [2007] nous donne un indice paradoxal : elle remarque qu'entre la décennie 1660 (où on applique un prix uniforme jusqu'en 1665) et la décennie 1680 (ou la table de prix est fermement appliquée), l'âge et le denier moyen augmentent concomitamment. C'est bien la preuve que l'usage d'une table de prix décroissant avec l'âge permet de contrôler efficacement une antisélection perceptible.

Si van Schaik [2003] observe que les prix décroissants permettent de contrôler l'antisélection depuis le XV<sup>e</sup> s. à Augsbourg et Nuremberg comme on vient de le voir à l'Hôtel-Dieu de Paris après 1667, cette pratique ne semble pas pour autant universelle. La motivation de Hup [2011] est justement de comprendre pourquoi les Pays-Bas émettent des rentes viagères à un taux dont de Witt a montré qu'il était à la fois supérieur en termes actuariels au taux des rentes perpétuelles et vecteur d'antisélection (qui accroît encore le coût espéré des rentes). Et manifestement, la France a pris le chemin à l'envers en substituant des rentes à prix unique (après 1702) aux premières rentes (1693) dont les prix décroissaient avec l'âge.

Par une coïncidence pour le moins troublante, la monarchie choisit de recourir aux emprunts viagers au moment précis où elle interdit aux hôpitaux parisiens de continuer à « prendre de l'argent à fonds perdu, pour constituer des rentes [viagères] à un denier plus fort qu'à l'ordinaire » au motif que cette pratique « pourroit les mettre entièrement hors d'état, non seulement de payer les arrérages desdites rentes, mais même de faire subsister & d'entretenir les malades & pauvres dont ils se trouvent chargés par leur établissement ». L'édit de janvier 1690 expliquait donc sans détours que le tarif des rentes viagères des hôpitaux parisiens était trop bas pour permettre de les soutenir sans entamer le budget courant qu'elles étaient pourtant censées abonder. En toute logique, les emprunts tontiniers (à partir de 1689) et viagers (à partir de 1693) sur l'Hôtel de Ville devraient coûter moins cher à l'émetteur pour *paraître* soutenables. Il n'en est rien, puisque le denier de ces emprunts est moins élevé, c'est-à-dire que les créanciers payent moins cher le droit à un revenu équivalent : l'emprunteur souverain doit donc payer plus que le fardeau qui risquait de « mettre entièrement hors d'état » les hôpitaux parisiens. Le graphique suivant présente une comparaison des deniers

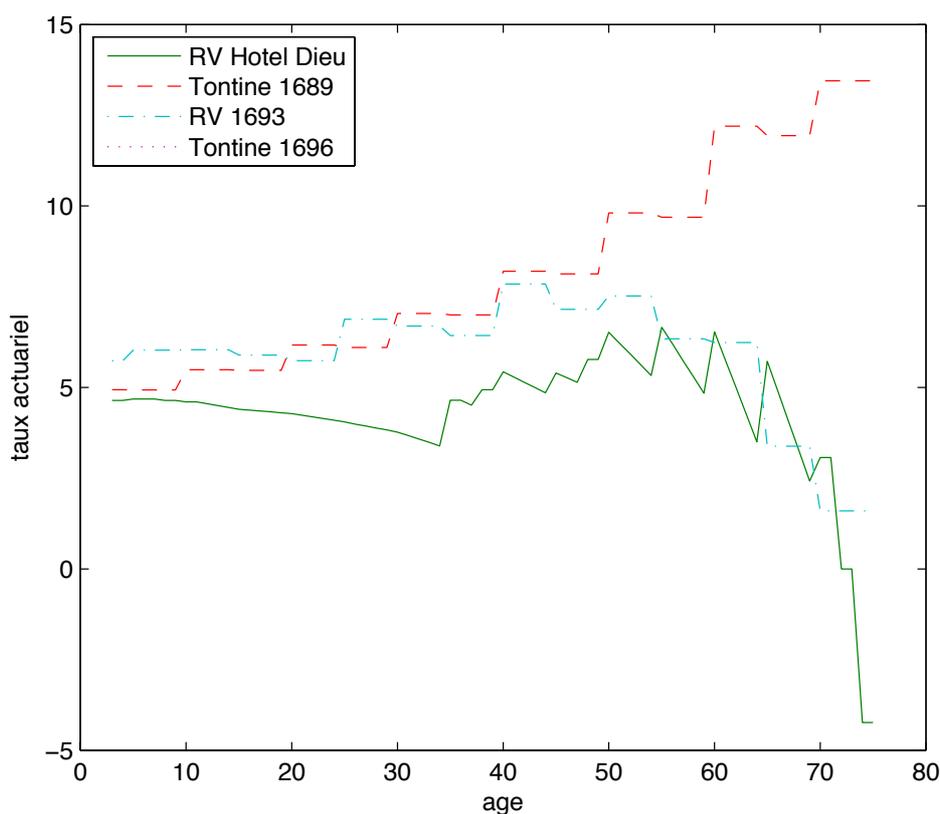
d'émission des emprunts<sup>12</sup>. Le denier étant l'inverse du taux intérêt apparent, il est à lire en gardant à l'esprit que le taux d'intérêt est donc d'autant plus élevé que le denier est faible<sup>13</sup>.



Toutefois, le denier à la souscription, c'est-à-dire l'inverse du taux d'intérêt apparent, ne reflète pas précisément le coût de l'emprunt pour l'emprunteur. En revanche, le calcul du taux actuariel de ces emprunts permet de comparer leur coût pour les finances de l'État. Le graphique suivant montre en particulier le coût extrêmement élevé des emprunts tontiniers.

<sup>12</sup> Pour l'analyse détaillée des conditions d'émission des rentes viagères de l'Hôtel-Dieu, voir Pradier [2011].

<sup>13</sup> Le denier est le rapport entre le capital de constitution et l'annuité versée : ainsi on acquiert une rente (annuelle) de 1000 livres au denier 20 par le versement de 20 000 livres. Pour les rentes perpétuelles, le denier représente l'inverse du taux actuariel, on peut donc employer l'un ou l'autre terme. Dans le cas des rentes viagères, le denier est l'inverse d'un taux apparent qui n'a souvent rien à voir avec le taux actuariel (espéré, qu'on pourrait calculer *a priori* à l'aide des statistiques démographiques pertinentes) ni avec le taux actuariel réalisé (à la mort du souscripteur de la rente).

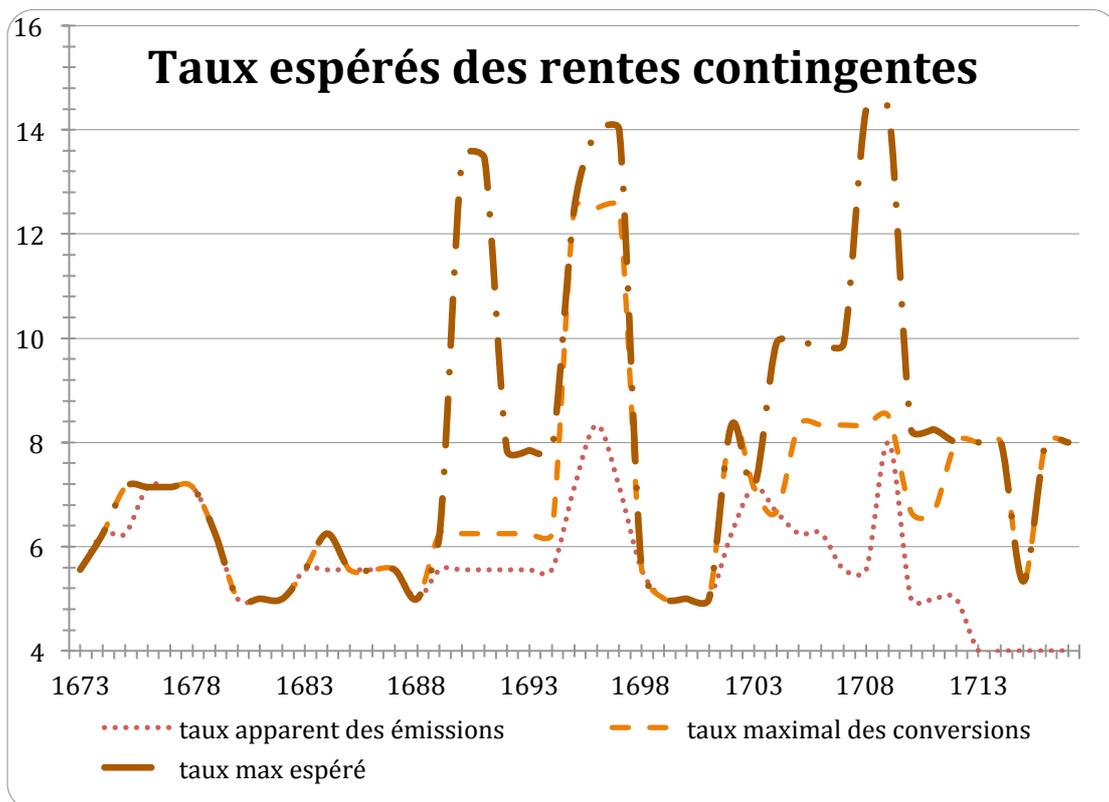


Aussi pertinent que soit le calcul d'un taux actuariel du point de vue de la théorie financière, il ne représente pas encore tous les aspects du coût véritable de l'emprunt. Il faut tenir compte également de la durée nécessaire à l'extinction de la dette, laquelle est plus élevée pour un emprunt tontinier que pour un emprunt viager dans des conditions équivalentes<sup>14</sup>, comme on l'a vu. Pour intégrer cette durée différente, on peut calculer le *coût du crédit*, mais il varie pour chaque classe de rentiers. On aura donc une idée du coût du crédit pour l'emprunteur en prenant la moyenne pondérée par le montant des constitutions de chaque classe. La comparaison entre les modes d'emprunt devient alors éloquent : pour emprunter 100 lt. au tarif de l'Hôtel-Dieu, il faut payer 143 lt 14 s., soit un coût du crédit de 43,7%. L'emprunt tontinier oblige à payer près de 412 lt. d'arrérages, soit un coût du crédit de 312% ! On peut objecter que ces paiements s'étalant sur 91 ans, il conviendrait de les actualiser. Si on choisit le denier 20 (5%), le coût du crédit ressort à 1,5% pour le schéma de l'Hôtel-Dieu et 62% pour la tontine.

Pourquoi se borner à calculer le coût de ces deux emprunts ? Parce qu'on peut faire l'hypothèse que la structure par âge des rentiers de la première émission viagère se trouve entre l'Hôtel-Dieu et la première tontine qu'on connaît par ailleurs. Pour les émissions suivantes, en particulier la viagère de 1701 à deux classes d'âge seulement et les viagères à prix unique à partir de 1702, il est impossible d'inférer les résultats de l'antisélection. Si on choisit l'âge qui maximise l'espérance de vie de la table de Deparcieux (tête de 5 ans, espérance de vie de 48

<sup>14</sup> Le cas des rentes viagères constituées sur des têtes choisies est différent.

ans  $\frac{1}{4}$ ), la viagère à prix unique (denier 10) offre un rendement actuariel de 9,9%, un coût du crédit de 380% et sa valeur actuelle nette à 5% est encore de 80% ce qui est pire que la tontine. Avec la structure par âge de l'Hôtel-Dieu, on aurait respectivement 6,7%, 70% et 12,74%. Une combinaison de rentiers opportunistes constituant sur des têtes jeunes et d'égoïstes (constituant sur leur propre tête) dans les proportions décrites par Hup [2011] (soit 80%/20%)<sup>15</sup> donnerait donc une vie moyenne de 41 ans et un résultat proche de la première hypothèse (taux actuariel = 9,8%, coût du crédit = 310%, valeur actuelle nette à 5% = 73%). Etant donné l'incertitude qui entoure la méthode, on se contentera de cet ordre de grandeur. Le graphique suivant intègre les taux actuariels des émissions contingentes<sup>16</sup> :



<sup>15</sup> La triade (taux actuariel, coût du crédit, valeur actuelle) n'est pas une combinaison convexe des deux cas polaires (comportement opportuniste = choix d'une tête à l'espérance de vie maximale *vs.* comportement égoïste = âge des prêteurs distribué comme celui des rentiers de l'Hôtel-Dieu), c'est l'âge moyen qui sert de base aux calculs actuariels qui est une telle combinaison. C'est pourquoi le résultat final est très proche du pôle opportuniste.

<sup>16</sup> A partir de 1708, on propose de petites émissions de rentes pour rachat de la capitation : le denier 20 apparent paraît misérable au regard du denier 16 des anti-conversions (rendement effectif : 8,5%) ou des rentes viagères au denier 10 (on a vu qu'il était possible d'obtenir un rendement espéré supérieur à 9,5% en choisissant une tête jeune). Pourtant, en payant 6 années de capitation, on est exonéré à vie de cet impôt créé en 1695 et réinstauré en 1701 pour la durée (inconnue) de la guerre. Un calcul simple montre que le rendement effectif pour le prêteur est de 25%. (BnF, Mss. Fr 7740, f° 296 sqq., Mémoire sur les rentes constituées par rachat de capitation, du 22 octobre 1715) anticipe la fin de la capitation après 6 années : le taux actuariel espéré est encore de 14,4%. Le clergé ne s'y trompe pas : il rachète en 1710 le don gratuit dans des conditions identiques.

Par rapport aux seuls taux des rentes perpétuelles, l'intégration des rentes contingentes montre les tensions très fortes sur le marché du crédit pendant la guerre de la ligue d'Augsbourg, puis le caractère désespéré des expédients de la guerre de succession d'Espagne.