



# Le cycle britannique des déséquilibres financiers internationaux (XVI<sup>e</sup> siècle - 1944)

Jean-Baptiste Gossé

## ► To cite this version:

Jean-Baptiste Gossé. Le cycle britannique des déséquilibres financiers internationaux (XVI<sup>e</sup> siècle - 1944). 2008. halshs-00377453v2

**HAL Id: halshs-00377453**

**<https://shs.hal.science/halshs-00377453v2>**

Preprint submitted on 30 Mar 2011

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Le cycle britannique des déséquilibres financiers internationaux (XVI<sup>e</sup> siècle - 1944)

Jean-Baptiste Gossé\*

1 juin 2008

**Résumé:** L'estimation de l'intensité du déséquilibre courant mondial de 1850 à 2002 permet de distinguer un cycle britannique et un cycle américain. Ce papier identifie les étapes du cycle britannique des déséquilibres financiers internationaux depuis l'afflux d'or américain en Europe jusqu'à la signature des accords de Bretton Woods. Après l'émergence des *déséquilibres courants modernes* au XIX<sup>e</sup> siècle, c'est la mise en place d'une boucle *balance courante - investissements à l'étranger - revenus* en Grande-Bretagne et dans plusieurs grands pays qui explique la croissance du déséquilibre courant mondial durant la première mondialisation financière. Les deux guerres mondiales ont ensuite précipité la montée des États-Unis au détriment du Royaume-Uni et le désordre de l'entre-deux-guerres a réduit le déséquilibre courant mondial.

Classification JEL : F21 ; F32 ; N10

Mots-clefs : déséquilibres financiers internationaux, balance des paiements, finance internationale, histoire économique

---

\*Centre d'Économie de Paris-Nord, 99 avenue J.-B. Clément 93430 Villetaneuse, Tél : 01.49.40.35.40 E-mail : gosse@univ-paris13.fr ,

# Contents

<b>1</b>	<b>Introduction</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>L'émergence des <i>déséquilibres courants modernes</i> : XVI<sup>e</sup> siècle-1870</b>	<b>6</b>
2.1	L'augmentation du stock d'or par les excédents commerciaux	6
2.1.1	Le mercantilisme : l'augmentation du stock d'or par l'excédent commercial . . . . .	7
2.1.2	Critique et réhabilitation partielle du mercantilisme .	7
2.2	L'investissement à l'étranger des excédents courants et la perception de revenus . . . . .	8
2.2.1	La stabilisation des excédents courants : le rôle des invisibles . . . . .	9
2.2.2	Les mécanismes de compensation des déséquilibres courants	10
2.3	Conclusion : l'émergence des déséquilibres courants modernes et la mise en place de <i>la boucle balance courante - investissements à l'étranger - revenus</i> . . . . .	12
<b>3</b>	<b>La croissance du déséquilibre courant mondial : 1870-1913</b>	<b>13</b>
3.1	La croissance des investissements à l'étranger . . . . .	13
3.1.1	La réduction du risque de change par l'adoption de l'étalon-or . . . . .	14
3.2	Les motifs de ces investissements à l'étranger . . . . .	14
3.3	Les caractéristiques des DFI durant la première mondialisation financière . . . . .	16
3.3.1	Une relation inverse entre la balance commerciale et la balance courante . . . . .	16
3.3.2	Des transferts internationaux d'épargne centrifuges . .	17
3.4	Conclusion : la croissance des DFI . . . . .	18
<b>4</b>	<b>Guerres et <i>réparations</i> : 1914-1945</b>	<b>18</b>
4.1	Le bouleversement des déséquilibres financiers pendant la première guerre mondiale . . . . .	19
4.1.1	Un déséquilibre courant or . . . . .	19
4.1.2	Le financement de ce déséquilibre . . . . .	20
4.1.3	La dette interalliés à la fin de la guerre . . . . .	20
4.1.4	Le bilan de la première guerre mondiale . . . . .	21
4.2	Les déséquilibres courants dans l'entre-deux-guerres . . . . .	21
4.2.1	La question des réparations allemandes . . . . .	23
4.2.2	La difficulté de mettre en place le <i>gold exchange standard</i> et la chute des mouvements de capitaux . . . . .	24
4.3	Le financement de la deuxième guerre mondiale . . . . .	25
4.3.1	Le financement par variation des réserves d'or et devises	25

4.3.2	L'importation à crédit . . . . .	25
4.3.3	Les autres sources de financement . . . . .	26
4.3.4	Bilan de la deuxième guerre mondiale . . . . .	27
4.4	Conclusion : la redistribution des rôles et le déclin du déséqui- bre courant mondial pendant l'entre-deux-guerres . . . . .	28
<b>5</b>	<b>Conclusion</b>	<b>29</b>
<b>6</b>	<b>Annexes</b>	<b>34</b>
<b>A</b>	<b>La détermination du déséquilibre courant mondial entre 1850 et 2002</b>	<b>34</b>
<b>B</b>	<b>Les données</b>	<b>36</b>
<b>C</b>	<b>La qualité des données utilisées</b>	<b>36</b>
C.1	Représentativité de l'échantillon . . . . .	36
C.2	Robustesse des données estimées . . . . .	36

# 1 Introduction

Depuis la crise asiatique de 1997, le déficit courant américain a gonflé pour finalement absorber l'essentiel de l'excédent d'épargne mondiale. Les niveaux record atteints par le déséquilibre courant mondial amènent la littérature économique à s'interroger sur les modalités de réduction de ces déséquilibres et sur le rôle que pourrait jouer l'Europe (Obstfeld et Rogoff, 2005, Bernanke, 2005 et Subacchi, 2005). On s'inquiète souvent de l'ampleur actuelle du déséquilibre courant mondial et l'on oublie souvent que pendant la première mondialisation financière il avait déjà atteint des niveaux élevés.

La plupart des travaux rétrospectifs sur les déséquilibres financiers avant 1945 se limitent à cette première mondialisation (Bordo, Eichengreen et al. 1999, Flandreau et Zumer 2004, Schularick 2005) et parfois y ajoutent l'entre-deux-guerres (Bordo 2005). D'autres testent le lien entre épargne et investissement sur des périodes plus vastes (Eichengreen 1992, Jones et Obstfeld 1997). Cependant, aucune étude récente ne traite de l'évolution de long terme des déséquilibres courants avant 1945. Notre papier propose une telle étude afin d'identifier les étapes de la croissance et de la décroissance des transferts d'épargne internationaux depuis l'afflux d'or sud-américain en Espagne jusqu'à la signature des accords de Bretton Woods, c'est-à-dire ce que nous nommons le cycle britannique.

Le graphique 1<sup>1</sup> montre la montée des déséquilibres mondiaux de compte courant entre le milieu du XIX<sup>e</sup> siècle et la première guerre mondiale, le déclin dans l'entre-deux-guerres et leur remontée depuis la chute de Bretton Woods <sup>2</sup>. Le déséquilibre courant mondial semble opérer un cycle de long terme. On peut distinguer deux cycles : le premier avant 1944, dans lequel la Grande-Bretagne a un rôle central dans les déséquilibres et, le second après, où les États-Unis tiennent ce rôle.

Avant de poursuivre notre raisonnement, il paraît utile de définir l'objet de notre étude. Dans ce papier, nous parlerons indifféremment de déséquilibre courant mondial (DCM), de déséquilibres financiers internationaux (DFI) ou de transferts internationaux d'épargne. Ces trois termes décrivent la même réalité : l'ensemble des balances courantes au niveau mondial. Rappelons que la balance courante d'une période donnée peut être considérée comme la différence entre l'épargne et l'investissement domestiques ou comme la différence entre le revenu et les dépenses domestiques, c'est-à-dire le report des dépenses d'une période vers une autre <sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>Voir les annexes pour les sources, le traitement des données, le calcul et le degré de robustesse de cet indicateur.

<sup>2</sup>Il est à noter que la comparaison sur le long terme doit être prudente car l'information que nous utilisons est parcellaire (voir les annexes pour jauger de la qualité du graphique 1).

<sup>3</sup>Voir Obstfeld M. et Rogoff K. (1995) pour plus de précision sur le lissage intertemporel des dépenses domestiques que permettent les déséquilibres courants.

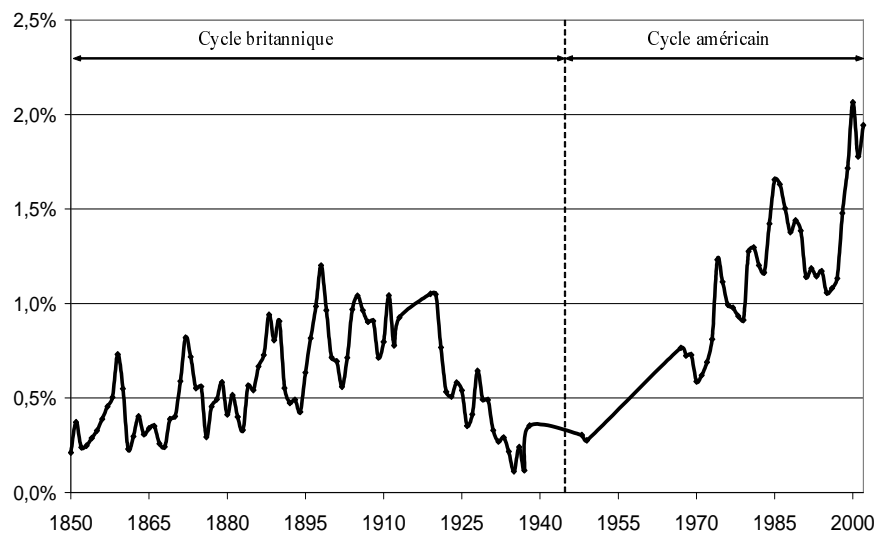


Figure 1: Intensité du déséquilibre courant mondial (DCM), en % du PIB mondial

Source : Calculs de l'auteur

Si l'on s'en réfère aux cycles, il semble que nous soyons aujourd'hui dans la période de maturité des déséquilibres dans le cycle américain. Toutefois, bien qu'il soit séduisant d'affirmer qu'il puisse exister des cycles des transferts internationaux d'épargne, l'étude historique du phénomène ne permet pas d'identifier des éléments d'endogénéisation de ces cycles. Il semble plutôt que la montée de ces transferts résulte de la mise en place d'une boucle *balance courante - investissements à l'étranger - revenus* dans les pays du centre et de la périphérie et que le déclin soit le résultat de chocs importants (crise financière de 1929) et d'une profonde myopie durant l'entre-deux-guerres (mauvaises parités, incapacité à rebâtir le SMI et réparations impayables par l'Allemagne).

Ce papier se focalise sur le premier cycle, dit britannique, avec l'émergence des *déséquilibres courants modernes* du XVI<sup>e</sup> siècle au XIX<sup>e</sup> siècle (section 2), leur croissance durant la première mondialisation financière (section 3), la redistribution des rôles lors des deux guerres mondiales et leur déclin pendant l'entre-deux-guerres (section 4). Les déséquilibres courants seront ensuite muselés par les accords de Bretton Woods et il faudra attendre l'abandon de ce SMI pour que le DCM recommence de croître.

## 2 L'émergence des *déséquilibres courants modernes* : XVI<sup>e</sup> siècle-1870

Les *déséquilibres courants modernes* définissent un ensemble de relations économiques internationales enregistrées dans la balance des paiements comprenant, dans le haut, des relations commerciales (biens et services) et des revenus des investissements à l'étranger et, dans le bas, des investissements à l'étranger et des variations des réserves de la banque centrale. L'émergence de tels déséquilibres s'est opérée en deux temps. D'abord, des flux d'or ont compensé des flux commerciaux (2.1). Puis, les déséquilibres courants ont été compensés par des investissements à l'étranger donnant lieu aux paiements de revenus sur ces avoirs étrangers (2.2). L'émergence des *déséquilibres courants modernes* était une condition nécessaire mais pas suffisante pour que le déséquilibre courant mondial se mette à croître. C'est la mise en place d'une boucle *balance courante* - *investissements à l'étranger* - *revenus* qui a rendu possible l'augmentation des déséquilibres financiers internationaux à la période suivante (2.3).

### 2.1 L'augmentation du stock d'or par les excédents commerciaux

Depuis le XVI<sup>e</sup> siècle, les transferts internationaux de capitaux sont un des thèmes majeurs de la science économique. En effet, avec la colonisation du nouveau monde, l'Espagne reçut des flux massifs de métaux précieux qui suscitèrent la convoitise des pays ne disposant pas de mines d'or. Dans un premier temps, la France et l'Angleterre eurent recours à la méthode forte et constituèrent une flotte de corsaires pour détrousser les galions espagnols. Keynes (1931) fait ainsi "remonter les premiers placements étrangers de la Grande-Bretagne au trésor que Drake vola à l'Espagne en 1580." Le trésor dérobé aux espagnols par l'expédition de Francis Drake aurait permis à la Grande-Bretagne de régler toutes ses dettes et de capitaliser 40000 £ qui, d'après Keynes, pourraient être la base sur laquelle se seraient établis les placements britanniques à l'étranger. Il paraît improbable que les placements britanniques de 1930 résultent de l'action de ce corsaire. Toutefois, cet exemple permet d'illustrer l'importance que l'on accordait alors à ces transferts d'or : Drake fut accueilli en héros et la reine Elisabeth l'anoblit pour cet acte.

Par la suite, les mercantilistes trouvèrent une alternative à la guerre navale pour se procurer l'or que désiraient les monarques européens : la guerre commerciale (2.1.1). Les politiques préconisées échouèrent dans leur but premier, mais elles permirent l'augmentation du commerce extérieur et la croissance de la masse monétaire (2.1.2).

### 2.1.1 Le mercantilisme : l'augmentation du stock d'or par l'excédent commercial

Le mercantilisme permit à ces pays d'envisager des moyens plus pacifiques de se procurer des métaux précieux. Les penseurs de ce *courant* trouvèrent dans les déséquilibres commerciaux une solution à ce problème. Il s'agissait de dégager constamment un solde commercial positif afin d'accumuler de l'or que l'on assimilait alors à la richesse du pays. On pouvait écrire l'équilibre de la balance des paiements<sup>4</sup> ainsi<sup>5</sup> :

$$X - M = G \quad (1)$$

Avec  $X = \text{exportations}$  ;  $M = \text{importations}$  ;  $G = \text{importations d'or}$

Le passage de la théorie à la pratique fut différent selon les pays. L'industrialisme vise alors à développer l'industrie et l'exportation de produits par le biais d'un fort interventionnisme étatique. Ainsi, Serra (1613) affirme que l'État doit mener des politiques protectionnistes – c'est-à-dire établir des barrières tarifaires et favoriser les exportations – afin d'augmenter la richesse de la nation. Il raisonne toujours dans les termes bullionistes de l'époque et l'augmentation de la richesse nationale est assimilée à des entrées d'or et d'argent dans le pays.

En France, Colbert adopte une approche industrialiste. Il mène une politique protectionniste accompagnée de subsides à l'exportation et de commandes publiques et initie la politique des manufactures d'État qui perdurera jusqu'à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle (Gobelins, Beauvais, Saint-Gobain, Sèvres, Jouy...). En Angleterre, l'industrialisme est rapidement abandonné et remplacé au XVIII<sup>e</sup> siècle par une nouvelle expression du mercantilisme. La politique anglaise s'appuie principalement sur le commerce et la navigation pour générer des entrées d'or ce qui lui vaut d'être qualifiée de politique commercialiste. Le principe est simple : il s'agit de revendre plus cher que l'on a acheté. La production industrielle n'est pas considérée comme l'unique moyen de se procurer des métaux précieux et, plutôt que de limiter les importations comme en France, on prône la libre entrée et sortie des marchandises afin d'augmenter le volume du commerce et les gains suscités par le négoce.

### 2.1.2 Critique et réhabilitation partielle du mercantilisme

Dans ces deux approches, la richesse nationale est assimilée au stock de métaux précieux du pays. Hume (1752) critiqua ce bullionisme et établit

---

<sup>4</sup>Au début du XVI<sup>e</sup> siècle les prêts étaient consentis en nature (Heckscher, 1935 (1953), p 213-214), ce qui explique l'absence des mouvements de capitaux dans l'écriture des relations entre pays.

<sup>5</sup>D'après Kindleberger (1990)



que la position d'équilibre de moyen terme de la balance des paiements est :

$$X - M = 0 = G \quad (2)$$

Cette critique est fondamentale car il s'agit de la première formulation d'un mécanisme d'ajustement de la balance courante. Lorsque les relations économiques internationales se limitent à des flux de marchandises et d'or, l'équilibre de la balance des paiements est atteint lorsque les exportations compensent les importations et que le stock d'or reste stable. Certes, un excédent commercial génère temporairement des entrées d'or mais l'augmentation de la masse monétaire provoque un enchérissement des produits nationaux. La perte de compétitivité nationale qui s'en suit dégrade la balance commerciale et entraîne in fine des sorties d'or. Les politiques mercantilistes se révèlent donc incapables d'augmenter le stock d'or durablement.

Bien qu'elles n'aient pas atteint leur objectif premier, ces politiques mercantilistes ont permis à la masse monétaire des pays européens de croître. Keynes (1936) rappelle qu'à partir du XIX<sup>e</sup> siècle "la presque totalité des théoriciens de l'économie" rejette à moyen et long termes la vision mercantiliste<sup>6</sup> de la balance des paiements. Il la réhabilite sur un unique point : l'effet positif sur l'activité d'une augmentation du stock d'or régulée par l'État. Lorsque la propension à consommer et la préférence pour la liquidité sont déterminées et que l'émission de monnaie dépend des stocks d'or, il écrit que "le maintien de la prospérité exige que les autorités surveillent de très près l'état de la balance commerciale." En changes fixes, les autorités doivent veiller à ce que la croissance de la masse monétaire générée par les excédents courants soit en adéquation avec la croissance de l'activité. La politique commercialiste a sans doute permis une meilleure régulation de la masse monétaire car l'ajustement s'opérait à la fois par les importations et les exportations. Au final, les politiques mercantilistes ont réparti l'or des colonies espagnoles à travers l'Europe. La croissance de la masse monétaire qui en découla fut un facteur déterminant de l'expansion de l'activité économique en cette fin de XVIII<sup>e</sup> siècle où débutait la première révolution industrielle.

## **2.2 L'investissement à l'étranger des excédents courants et la perception de revenus**

Il faut attendre le début du XIX<sup>e</sup> siècle pour observer plus précisément les comptes extérieurs de la France et de la Grande-Bretagne. Au cours de cette période les excédents courants vont se stabiliser au Royaume-Uni, dès le début du siècle, puis en France, à partir des années 1850 (2.2.1). Ces pays vont de plus en plus investir ces excédents à l'étranger plutôt que d'augmenter leurs réserves centrales et commencent alors à constituer un

---

<sup>6</sup>Keynes (1936) Livre VI, Chapitre XXIII, paragraphe I

	Balance commerciale	Émigrants, touristes, gouvernements	Transports maritimes	Profits, intérêts, dividendes	Assurances, courtage, commissions	Solde net total
1816-1820	- 11	- 3	+ 10	+ 8	+ 3	+ 7
1826-1830	- 14	- 3	+ 8,5	+ 9,5	+ 2	+ 3
1836-1840	- 23	- 4	+ 11	+ 15	+ 4	+ 3
1846-1850	- 25	- 6	+ 14	+ 18	+ 4	+ 5
1856-1860	- 33,5	- 8	+ 26	+ 33,5	+ 8	+ 26
1866-1870	- 65	- 9	+ 45	+ 57	+ 13	+ 41

A. H. Imlah, 1958 (cité par Beaud, 1990)

Table 1: Balance des paiements courants de la Grande-Bretagne (en millions de dollars)

stock d'avoirs étrangers et à percevoir des revenus sur ces placements (2.2.2). L'émergence des *déséquilibres courants modernes* permet aux déséquilibres courants de se stabiliser en évitant les effets inflationnistes que provoquait l'augmentation des réserves centrales.

### 2.2.1 La stabilisation des excédents courants : le rôle des invisibles

Entre 1816 et 1870, le solde de la balance des paiements anglaise demeure positif malgré le perpétuel déficit de la balance commerciale. En effet, après l'abrogation des Corn Laws en 1846, le Grande-Bretagne est quasiment en situation de libre échange avec le reste du monde et les produits étrangers peuvent quasiment y entrer librement. Le déficit continu du commerce de biens ne déstabilise pas l'économie anglaise car il est compensé par le large excédent des invisibles (transports maritimes, profits, intérêts, dividendes, assurances, courtage et commissions) et en particulier des services de transport et des revenus d'investissement à l'étranger. La Grande-Bretagne put ainsi acheter davantage de biens au reste du monde qu'elle ne lui en vendait car l'excédent des invisibles dépassait le déficit commercial. L'excédent courant ainsi dégagé - somme du déficit commercial et de l'excédent des invisibles - fut investi à l'étranger. Le développement du stock d'avoirs étrangers britannique entraîna la croissance des revenus financiers qui septuplèrent entre la chute de Napoléon Ier et celle de Napoléon III (Tableau 1).

L'instabilité du solde commercial de la France semble indiquer que les périodes d'excédent furent compensées par des périodes de déficit en raison des pressions inflationnistes suscitées par les entrées d'or. Entre 1820 et 1860 les soldes commerciaux sont du même signe que ceux de la balance courante. Il faudra attendre 1850 pour que la France dégage un excédent courant conséquent et 1870 pour qu'elle présente une structure de balance des paiements similaire à celle de la Grande-Bretagne. Les revenus financiers croissent très rapidement et, partant d'un niveau très bas, ils suivent une croissance exponentielle entre 1840 et 1870.

Pour conclure, on remarque que ces deux pays paraissent encore forte-

	Balance commerciale	Invisibles			Espèces	Solde
		Services	Tourisme	Finance		
1820	+ 3	+ 11	+ 4	—	+ 5	+ 25
1830	-8	+ 12	+ 5	—	-28	-19
1840	-13	+ 17	+ 10	+ 2	-28	-12
1850	+ 53	+ 21	+ 20	+ 3	-18	+ 79
1860	+ 86	+ 50	+ 33	+ 44	-24	+ 189
1870	-4	+ 64	+ 42	+ 119	-27	+ 194

Lévy-Leboyer M., 1973

Table 2: Balance des paiements courants de la France (en millions de dollars)

ment imprégnés par la logique commercialiste, pour le premier, et industrialiste, pour le second, tout du moins jusqu'en 1860 où la France semble opter pour une plus grande ouverture et signe un accord de libre-échange avec le Royaume-Uni.

### 2.2.2 Les mécanismes de compensation des déséquilibres courants

Deux mécanismes ont permis aux déséquilibres courants d'être soutenables à long terme. La balance des invisibles a permis aux pays ayant un déficit commercial de dégager malgré tout un excédent courant. Les investissements à l'étranger ont permis de maintenir les déséquilibres courants sans créer de pression sur les prix domestiques.

Dans un système du type étalon-or, un déficit durable de la balance des paiements est impensable car il exposerait le pays à un épuisement de ces réserves métalliques par sorties d'or. Rueff (1965) considère que pour que la balance des paiements des pays riches (ayant investi des capitaux à l'étranger) soit en équilibre il faut que leur balance commerciale soit en déficit pour compenser les recettes invisibles. Les pays pauvres (ayant emprunté à l'étranger) sont dans la situation inverse et doivent enregistrer des excédents commerciaux pour se trouver à l'équilibre. Il affirme que "toutes les balances commerciales des pays riches sont en déficit, malgré tous leurs efforts pour exporter beaucoup et importer peu, alors que celles des pays pauvres sont en excédent. Les pays riches possèdent des ressources en monnaies étrangères qui n'apparaissent pas dans la balance commerciale, et notamment les revenus des valeurs étrangères que détiennent leurs nationaux. Pour que leur balance des paiements soit en équilibre, il faut que leur balance commerciale soit en déficit, et c'est bien ce qui arrive en pratique. A l'inverse les pays pauvres ont emprunté à l'étranger. Ils ont à payer chaque année le service de ces emprunts. Pour que leur balance des paiements soit équilibrée, il faut que leur balance commerciale soit en excédent, et encore l'expérience montre qu'il en est bien ainsi."<sup>7</sup> Il ajoute : "Toujours, en toutes

<sup>7</sup>Rueff (1965), p. 137

circonstances, la balance commerciale a été ce qu'elle devait être pour que la balance des paiements fût équilibrée..."<sup>8</sup> . L'équation d'équilibre de la balance des paiements à moyen terme s'écrit alors :

$$X - M = R - IVSB = R^* \quad (3)$$

*Avec X = exportations ; M = importations ; IVSB = balance des invisibles ; IE = investissements à l'étranger ; R = variation effective des réserves de métaux précieux et de devises ; R\* = variation des réserves de métaux précieux souhaitée par les autorités*

Pour atteindre l'équilibre de la balance des paiements ( $R = R^*$ ), il faut donc que la balance commerciale compense parfaitement la balance des invisibles ( $X - M = IVSB$ ). Cependant, l'analyse de Rueff néglige le rôle des nouveaux investissements à l'étranger dans l'ajustement de la balance des paiements car lorsqu'il écrit – sous Bretton Woods – les mouvements internationaux de capitaux sont limités. La balance commerciale ne compense qu'en partie la balance des invisibles et elle n'équilibre pas la balance courante (tableau 1). Le déséquilibre laissé est compensé par des investissements à l'étranger.

L'équilibre de la balance des paiements de moyen terme est atteint lorsque les réserves de la banque centrale croissent au rythme souhaité par les autorités. Les déséquilibres du compte courant sont compensés pour l'essentiel par les investissements à l'étranger des pays excédentaires. Les flux d'investissements internationaux permettent alors d'approcher les déséquilibres courants. Niveau (1992) affirme que les prêteurs utilisaient l'excédent de leurs paiements courants pour investir à l'extérieur ce qui permis de combler les déficits chroniques des pays débiteurs. L'équilibre de la balance des paiements à moyen terme s'écrit alors :

$$X - M + IVSB = R + IE \neq 0 \quad (4)$$

*Avec X = exportations ; M = importations ; IVSB = balance des invisibles ; R = variations des réserves de métaux précieux et de devises ; IE = investissements à l'étranger*

Les prêteurs préfèrent convertir leurs excédents courants en avoirs à l'étranger qui rapporte un intérêt plutôt qu'en or improductif. Les emprunteurs ne sont plus contraints de payer leurs déficits nets en or et de freiner le rythme de leur croissance économique. Dans ce cas, le déséquilibre courant est soutenable tant qu'il est compensé par des flux nets d'investissements avec l'étranger.

---

<sup>8</sup>Rueff (1965), p. 141

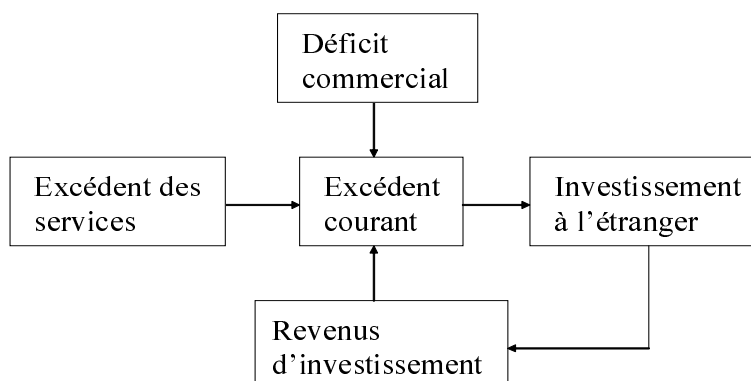


Figure 2: La boucle *excédent courant - investissements à l'étranger - revenus*

### 2.3 Conclusion : l'émergence des déséquilibres courants modernes et la mise en place de *la boucle balance courante - investissements à l'étranger - revenus*

Les mécanismes des déséquilibres courants modernes se sont mis en place en deux temps. À partir du XVI<sup>e</sup> siècle les déséquilibres commerciaux sont compensés par des flux de métaux précieux. Dans un deuxième temps, la croissance des investissements à l'étranger a permis une croissance des déséquilibres courants car le solde des déséquilibres n'était plus réglé uniquement par des mouvements d'or et de devises. Les déséquilibres courants modernes étaient nés avec, dans le haut de la balance des paiements, des déséquilibres commerciaux et des flux de revenus d'avoirs étrangers et, dans le bas de la balance, en contrepartie, des variations des réserves et des flux d'investissements à l'étranger. Les effets inflationnistes et déflationnistes des déséquilibres courants étant évités, rien ne s'opposait plus à ce qu'une situation d'excédent ou de déficit courant se prolonge à moyen ou long terme. Tous les éléments nécessaires à l'épanouissement des transferts internationaux d'épargne sont réunis. Bordo (2005) affirme que l'élément frappant de la période antérieure à 1914 est la persistance des déséquilibres de compte courant. La Grande-Bretagne enregistra notamment un excédent courant continu pendant près d'un siècle (1816-1913, tableau 1 et graphique 9 en annexe). Durant cette période, une *boucle excédent courant - investissements à l'étranger - revenus* se met en place. Elle permet au pays d'accumuler des avoirs à l'étranger qui augmentent sa balance courante par le biais des revenus d'investissements étrangers. Ces revenus permettent à la Grande-Bretagne d'entretenir un déficit commercial tout en continuant à investir à l'étranger. En 1914, le stock britannique d'avoirs étrangers atteindra plus de 41% du stock mondial (Tableau 7).

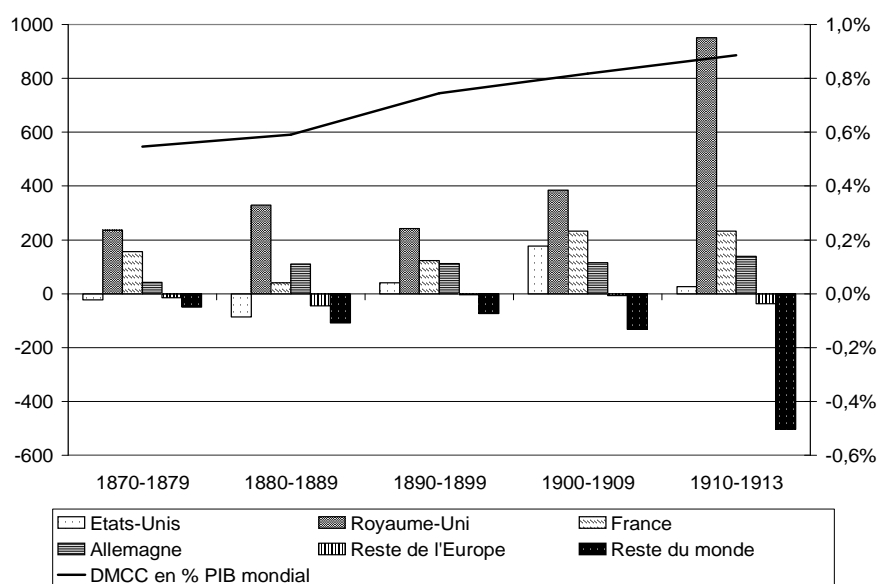


Figure 3: Balances courantes et DCM entre 1870 et 1913  
Calculs de l'auteur d'après Jones et Obstfeld, 1997

### 3 La croissance du déséquilibre courant mondial : 1870-1913

Le graphique 3 montre la croissance du déséquilibre courant mondial durant la première mondialisation financière. A la veille de la guerre, ces transferts correspondent au moins à 0,9% de PIB mondial. L'autre élément intéressant qui apparaît sur ce graphique est l'impact de la Grande-Bretagne sur ces transferts d'épargne et, dans une moindre mesure, ceux de la France et de l'Allemagne. Ces trois pays fournissent l'essentiel des excédents courants durant cette période. A la fin de cette période, les États-Unis participeront à leur tour aux excédents mondiaux. L'extension de la boucle *balance courante - investissements à l'étranger - revenus* à de nouveaux pays a permis au déséquilibre courant mondial de croître.

Dans un premier temps, nous présentons l'autre facteur qui explique la croissance du déséquilibre courant mondial : la croissance des investissements à l'étranger (3.1). Nous observons ensuite les caractéristiques de cette première mondialisation financière à travers le prisme des déséquilibres courants (3.2) afin d'identifier les sources de la croissance des DFI (3.3).

#### 3.1 La croissance des investissements à l'étranger

La pérennisation des déséquilibres courants implique que les investisseurs acceptent de placer leurs capitaux à l'étranger. Jusqu'à 1870, les flux d'investissements

	Flux annuels	Montants cumulés
1870	0,6	9
1900	1	28
1913	2	44

Bairoch P., 1976 (cité par Asselain J. C.)

Table 3: Exportations des capitaux à long terme : 1870-1913 (en milliards de dollars courants)

à l'étranger se développent mais demeurent assez instables et restent le fait de petit groupe de capitalistes spécialisés. Après 1870, ils se développèrent rapidement (Tableau 3) avec l'adoption de l'étalon-or. Il est probable que l'adoption de l'étalon-or a permis de réduire le risque de change et l'inhibition des investisseurs à placer leur argent à l'étranger (3.1.1). Toutefois, cette baisse du risque de change était une condition nécessaire mais non suffisante, il fallait avant tout que ces investisseurs aient un intérêt économique à réaliser de tels placements (3.1.2).

### 3.1.1 La réduction du risque de change par l'adoption de l'étalon-or

A partir des années 1870, les pays qui désirent développer leurs relations économiques au niveau international adoptent l'étalon-or. Dans ce système monétaire international, la valeur des monnaies et le montant des liquidités vont dépendre des réserves d'or détenu par les banques centrales. Celles-ci ont pour objectif premier de maintenir la parité or de leur monnaie. Le risque de change est ainsi fortement réduit et les détenteurs de capitaux deviennent moins réticents à investir à l'étranger. Entre 1870 et 1913, le montant annuel des investissements extérieurs a triplé, le stock d'investissement a presque quintuplé (Tableau 3).

Chronologie de l'adoption de l'étalon-or à la fin du XIX <sup>e</sup> siècle	
1821 : l'Angleterre adopte de jure l'étalon-or	1876 : Espagne
1872 : Allemagne	1879 : États-Unis
1873 : Suède	1879 : Autriche
1874 : Belgique	1893 : Russie
1875 : Pays-Bas	1897 : Japon
1875 : France	1898 : Inde

### 3.2 Les motifs de ces investissements à l'étranger

D'après Ambrosini et al. (1973), les pays prêteurs avaient un triple intérêt à prêter à l'étranger. Tout d'abord, la baisse de la rentabilité des investissements en Europe : les investisseurs ont cherché de nouvelles sources de profits dans la périphérie où les opportunités d'investissements fleurissaient. La

second motif d'exportation des capitaux est plus impérialiste : il s'agit de s'assurer le contrôle des sources d'approvisionnement en matières premières et de développer les moyens de transport permettant de les acheminer vers le centre. La dernière raison d'investir à l'étranger, c'est la recherche de débouchés pour l'industrie européenne, en particulier celle des biens d'équipement produits en Europe. Cependant, au niveau des investisseurs individuels, la différence entre le faible loyer de l'argent dans les pays d'Europe occidentale et le loyer de l'argent élevé dans la périphérie paraît être le principal moteur de l'investissement à l'étranger. Flandreau et Zumer (2004) affirment, quant à eux, que la réputation du gouvernement, c'est-à-dire sa capacité à payer ses dettes, a joué un rôle important dans la localisation des flux d'investissement durant cette période. Les pays emprunteurs utilisent ces flux d'investissement pour financer la construction d'infrastructures, l'exploitation minière et les guerres ? sans oublier les indemnités de guerre. Ces investissements s'opèrent par l'achat d'obligation d'Etat et par des investissements dans le secteur privé. Les prêts aux Etats sont utilisés principalement pour financer la construction d'infrastructures (voies ferrées, canaux, ports, eau courante, tout à l'égout, routes, ponts, gaz, électricité, télégraphe, téléphone...), pour équiper de nouvelles forces militaires et pour payer les indemnités de guerres (e.g. la France à la Prusse ou la Chine au Japon). Les investissements privés, quant à eux, se dirigent vers quatre types d'activité (Ambrosini et al., 1973) :

1. Les compagnies de chemins de fers, de canaux et les sociétés portuaires : il s'agit des secteurs dans lesquels les investissements sont les plus anciens et avaient débuté bien avant 1870.
2. Les sociétés minières et d'extraction pétrolière : dans les pays neufs, elles sont toutes sous contrôle étranger à l'exception de celles des États-Unis.
3. Les sociétés foncières : elles sont surtout anglaises et possèdent en particulier des plantations de caoutchouc, de café et de thé et des exploitations forestières.
4. Les entreprises industrielles de transformation : les pays du centre capitalisent rarement ce type d'entreprise dans les pays de la périphérie pour éviter d'y générer des concurrents.

Les investissements réalisés dans ces pays sont essentiellement orientés vers le secteur primaire. Contrairement à ce que prédit la théorie standard, les pays du centre ne semblent pas avoir recherché des coûts du travail moins élevés dans des pays où le ratio capital/travail était faible. En revanche, les investisseurs du centre ont sans doute cherché de meilleurs rendements à l'étranger, une fois que les possibilités d'investissement dans les pays du centre étaient saturées. On était alors fort loin d'une division internationale



	Balance commerciale	Émigrants, touristes, gouvernements	Transports maritimes	Profits, intérêts, dividendes	Assurances, courtage, commissions	Solde net total
1876-1880	-603	-44	+ 263	+ 428	+ 78	+ 122
1896-1900	-774	-54	+ 302	+ 642	+ 78	+ 195
1911-1913	-681	-107	+ 487	+ 1173	+ 131	+ 1003

A. H. Imlah, 1958

Table 4: Balance des paiements courants de la Grande-Bretagne (en millions de dollars)

du travail Nord-Sud avec un investissement à l'étranger à la recherche de coûts du travail moindres.

### 3.3 Les caractéristiques des DFI durant la première mondialisation financière

#### 3.3.1 Une relation inverse entre la balance commerciale et la balance courante

Cette période se caractérise par la relation inverse entre les balances commerciales et courantes. Il semble que la dynamique du compte des revenus avait alors une influence supérieure à celle de la balance commerciale.

Entre 1876 et 1913, les excédents courants de la Grande-Bretagne et de la France – pays riches – sont multipliés respectivement par huit et par cinq (tableau 4 et 5). Cette hausse s'explique principalement par la croissance rapide des recettes invisibles et en particulier par le triplement des gains financiers. Le mécanisme de compensation décrit par Rueff équilibre de moins en moins les balances des paiements des pays riches et les revenus des investissements extérieurs jouent un rôle grandissant dans la pérennisation des déséquilibres courants. Ces revenus croissants permettent de dégager d'importants excédents courants tout en enregistrant un déficit commercial très élevé. Ces deux pays peuvent donc à la fois consommer plus qu'ils ne produisent tout en continuant à exporter des capitaux et donc à augmenter potentiellement leurs excédents courants futurs.

De la même manière les États-Unis, la Russie et les autres pays ayant reçu des capitaux de l'étranger enregistrent des soldes négatifs de leur balance courante (Balance commerciale et balances des *invisibles*) car leur excédent commercial ne leur permet pas de compenser le déficit des invisibles (Tableau 6). Au final, ces pays ont versé des revenus trop importants pour que leurs excédents commerciaux ne puissent les compenser et ils ont continué à recourir à l'épargne étrangère ou plutôt ils ont cédé des actifs domestiques à des étrangers pour payer leurs déficits courants.

	Balance commerciale	Invisibles			Espèces	Solde
		Services	Tourisme	Finance		
1876-1880	-167	+ 77	+ 49	+ 119	-46	+ 34
1896-1900	-95	+ 74	+ 62	+ 148	-17	+ 172
1911-1913	-314	+ 133	+ 111	+ 307	-54	+ 184

Lévy-Leboyer M., 1973

Table 5: Balance des paiements courants de la France (en millions de dollars)

	États-Unis (somme des années 1896-1914)	Russie (année 1913)
Balance commerciale	+ 9262	+ 75
Revenus des capitaux	- 3040	-181
Services	- 4441	-39
Divers	- 2250	-
Solde de la balance des paiements	- 769	-154

Ambrosini, Baleste et Tacel, 1973

Table 6: Balance des paiements des États-Unis et de la Russie (en millions de dollars)

Nous ne disposons pas de données des comptes de la balance des paiements de l'Allemagne, l'Amérique latine et l'Asie pour cette période. On rappellera toutefois que les débits des uns sont les crédits des autres et inversement. Il est donc probable que ces zones ont présenté une structure de balance des paiements similaire avec un poids élevé des revenus sur les avoirs à l'étranger et une relation négative entre balances commerciale et courante.

### 3.3.2 Des transferts internationaux d'épargne centrifuges

En 1914, 44 milliards de dollars courants avaient été placés en dehors de leur pays d'origine (Tableau 7). Une demi-douzaine de pays du cœur industriel de l'Europe détenaient environ 87% des capitaux placés à l'étranger dont la Grande-Bretagne 42%, la France 20% et l'Allemagne 13%. Ces investissements ont été réalisés principalement en Europe et dans les colonies et anciennes colonies de peuplement européen (États-Unis, Canada, Argentine, Brésil et Mexique). L'Europe émergente et l'Amérique accueillent plus de 70% des capitaux placés à l'étranger. Les flux financiers se dirigeaient alors vers des pays en cours de *modernisation*.

Ces stocks des investissements à l'étranger représentent, aux variations des réserves centrales près, la somme des déséquilibres courants passés. Le tableau 7 indique que globalement, avant 1914, les transferts internationaux

Pays prêteurs	en millions de dollars	en % du total mondial	Pays emprunteurs	en millions de dollars	en % du total mondial
Royaume-Uni	18300	41,6%	Europe	12000	27,3%
France	8700	19,8%	Amérique du Nord	10500	23,9%
Allemagne	5600	12,7%	Amérique centrale et du Sud	8500	19,3%
États-Unis	3500	8,0%	Asie	6000	13,6%
Belgique, Pays-Bas, Suisse	5500	12,5%	Afrique	4700	10,7%
Divers	2400	5,5%	Océanie	2300	5,2%
Total	44000			44000	

Source ONU, Mouvements internationaux de capitaux pendant l'entre-deux-guerres, 1949

Table 7: Bilan des investissements internationaux en 1914 (stock)

d'épargne étaient centrifuges, c'est-à-dire des pays du centre européen vers les pays de la périphérie (pays émergents européens, Amériques et Asie). Ceci est confirmé par le graphique 3.

### 3.4 Conclusion : la croissance des DFI

L'adoption des changes fixes (étalon-or) a sans doute permis aux investissements internationaux de continuer à croître en réduisant le risque de change. La recherche de meilleurs rendements et la volonté d'améliorer l'exploitation et l'acheminement des matières premières les ont également amené à se développer. Au cours de cette période, les flux de capitaux et les revenus des investissements extérieurs triplent tous deux. Au final, les déséquilibres courants poursuivent leur croissance avec une composition des déséquilibres similaires à la période précédente.

D'autre part le *club des pays excédentaires* s'élargit. La Grande-Bretagne est rejoint par la France, l'Allemagne puis les États-Unis. La balance des paiements de la France témoigne de la mise en place d'une boucle *excédent courant - investissements à l'étranger - revenus*. Le tableau 5 montre que la croissance de l'excédent courant s'accompagne d'une augmentation des revenus financiers et d'un creusement du déficit commercial. L'extension de cette boucle à de nouveaux pays peut également expliquer la croissance du déséquilibre courant mondial.

## 4 Guerres et réparations : 1914-1945

Cette période est marquée par de profonds bouleversements des relations économiques internationales. Les stocks d'investissements internationaux vont être largement redistribués au cours des deux guerres mondiales et l'influence des grandes puissances européennes laisse place à celle des États-Unis (4.1 et 4.3). Les réparations allemandes, l'incapacité à mettre en place

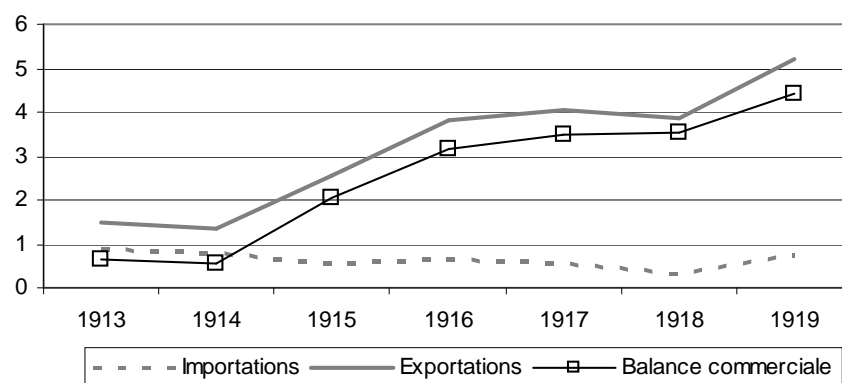


Figure 4: Évolution du commerce américain avec l'Europe (milliards de dollars)

Calculs de l'auteur, d'après Ambrosini et al. (1973)

un système monétaire international solide et la crise de 1929 vont contribuer au recul des échanges de marchandises et de capitaux et à la chute des transferts internationaux d'épargne durant l'entre-deux-guerres (4.2). Les conséquences politiques du repli sur soi seront désastreuses.

#### 4.1 Le bouleversement des déséquilibres financiers pendant la première guerre mondiale

La première guerre mondiale a profondément modifié la configuration des déséquilibres financiers mondiaux. Le stock d'avoirs monétaires et financiers a alors largement traversé l'Atlantique en raison d'un déficit commercial massif vis-à-vis des États-Unis (4.1.1). Pour financer ce déficit courant, les pays européens eurent recours à une multitude de moyens (4.1.2). A la fin du conflit, l'Europe est confrontée à un triple problème : la dette interalliés (4.1.3), la perte de ses avoirs à l'Est et les réparations (4.1.4).

##### 4.1.1 Un déséquilibre courant or

Les pays européens virent leurs positions courantes se dégrader profondément à mesure que le financement de la guerre les amenait à importer toujours plus de marchandises des États-Unis (graphique 4). En effet, la guerre avait été insuffisamment préparée et la plupart des hommes en âge de travailler ayant pris les armes, l'économie tourne au ralenti et est incapable de répondre aux besoins nationaux. Le déficit commercial européen vis-à-vis des États-Unis accumulé sur les années 1913-1919 représente près de 18 milliards de dollars.

#### 4.1.2 Le financement de ce déséquilibre

Dans un premier temps, les pays créanciers du reste du monde *réalisèrent* leurs avoirs à l'étranger et utilisèrent les capitaux dégagés pour régler leurs importations. Ainsi, sur l'ensemble de la guerre, le Royaume-Uni céda pour 4 milliards de dollars d'actifs et la France pour 700 millions de dollars. Dans un deuxième temps, le marché américain fut fermé aux étrangers et le financement s'opéra essentiellement par des flux d'or et de devises qui permirent à la Federal Reserve naissante de se constituer un stock important de réserves. En avril 1915, le marché américain fut rouvert sans que l'on assiste à des rapatriements massifs de capitaux vers l'Europe. Les avoirs détenus sur le marché américain furent davantage utilisés comme caution pour contracter des emprunts auprès des banques commerciales. Ceux-ci se révélèrent vite insuffisants pour financer les importations européennes et en août 1915 le président Wilson autorisa les gouvernements alliés à lancer des emprunts publics sur le marché américain.

Ce paragraphe montre l'importance de la contrainte réglementaire sur la composition des déséquilibres financiers. Lorsque le déficit courant est incompressible – comme c'était alors le cas, la guerre ayant réduit la production nationale et augmentée l'absorption – et que des contraintes réglementaires limitent les moyens de financement à la dispositions des pays, ils utilisent par défaut les autres moyens disponibles : ventes d'actif à l'étranger, réduction des réserves centrales, emprunts auprès des banques commerciales et enfin emprunts publics sur le marché américain.

#### 4.1.3 La dette interalliés à la fin de la guerre

L'excédent courant des États-Unis leur permit de rapatrier les obligations détenues par les britanniques et les français et d'investir lourdement à l'étranger et notamment en France et au Royaume-Uni (en 1919 cet investissement est estimé à plus de 1,5 milliards de dollars). Au final, les déficits commerciaux du Royaume-Uni et de la France ont bouleversé la direction des mouvements de capitaux. Les États-Unis, ancien débiteur, ont prêté environ 5,2 milliards de dollars à ces deux pays (tableau 8). Le Royaume-Uni maintient une position créditrice vis-à-vis des pays alliés (3,3 milliards de dollars) mais la France devint débitrice (2,6 milliards de dollars). Dans le même temps, les pays de la périphérie furent privés de capitaux et ou furent priés de rembourser les capitaux prêtés auparavant par les pays du centre. Ce bouleversement des stocks de capitaux des quatre grands acteurs des déséquilibres allait profondément déterminer les déséquilibres courants de l'entre-deux-guerres en modifiant les flux de revenus des capitaux et de remboursement.

Prêts consentis	Par les États-Unis	Par le Royaume-Uni	Par la France	Total
Au Royaume-Uni	3157,5	-	-	3157,5
à la France	2062,5	1905	-	3967,5
à l'Italie	1218,75	1751,25	131,25	3101,25
à la Russie	142,5	2130	600	2872,5
à la Belgique	300	367,5	337,5	1005
à la Serbie et à la Yougo-Slavie	75	75	75	225
aux autres alliés	131,25	296,25	187,5	615
Total	7087,5	6525	1331,25	14943,8

Table 8: Estimation de la situation de la dette interalliés en 1919 (en millions de dollars), Keynes (1919)

#### 4.1.4 Le bilan de la première guerre mondiale

Les principaux changements survenus pendant la guerre peuvent être résumés ainsi :

- La France, l'Allemagne et le Royaume-Uni virent chacun diminuer leur stock d'actifs d'environ 5 milliards de dollars d'investissement à l'étranger pendant la guerre.
- Les États-Unis sont devenus le principal pays créancier. La dette des alliés vis-à-vis des États-Unis s'élève à 7 milliards de dollars.
- Après l'implosion des empires austro-hongrois, ottoman et russe, la majorité des investissements en Europe centrale et au proche Orient perdirent toute valeur ou furent dépréciés. Ces bouleversements politiques firent perdre au Royaume-Uni et à la France, respectivement, 600 millions et 4 milliards de dollars.
- L'Allemagne ne conserva qu'une infime partie de ses avoirs à l'étranger et fût contrainte par le traité de Versailles de verser d'importantes *réparations*.

En résumé, les trois grands créanciers ont perdu tout ou partie de leurs avoirs à l'étranger. Le Royaume-Uni et la France doivent rembourser leurs dettes vis-à-vis des États-Unis et l'Allemagne doit payer des indemnités aux vainqueurs de la guerre.

## 4.2 Les déséquilibres courants dans l'entre-deux-guerres

Au lendemain de la guerre, l'Europe est considérablement fragilisée. Les alliés occidentaux ont de lourdes dettes à régler et la France doit financer sa reconstruction. Ils décident de financer cette charge par de lourdes réparations de guerre qui affaiblissent l'Allemagne. La crise de 1929 et l'incapacité à mettre en place un nouveau SMI vont rendre ces déséquilibres d'autant moins

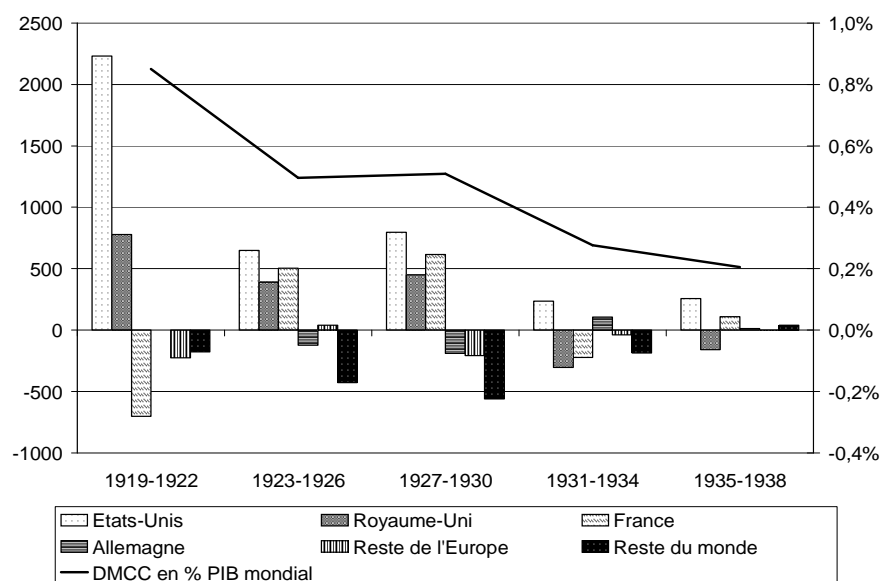


Figure 5: Les déséquilibres courants dans l'entre-deux-guerres en millions de dollars et part des déséquilibres mondiaux dans le PIB  
 Calculs de l'auteur d'après Jones et Obstfeld (1997), ONU (1949), SDN (1939).

soutenable et précipiter la chute des mouvements de capitaux. Le graphique 5<sup>9</sup> permet d'observer le déclin et la répartition des déséquilibres financiers internationaux durant l'entre-deux-guerres. Les réparations et les transactions entre gouvernements sont enregistrées dans *autres services*, c'est-à-dire dans le haut de la balance des paiements. Les réparations améliorent le solde courant de la France et du Royaume-Uni et détériorent celui de l'Allemagne. Dans la balance des paiements de l'Allemagne, le compte *autres services* devient créditeur à partir de 1932 et de la signature de la Conférence de Lausanne.

Après la crise de 1929, les transferts internationaux d'épargne sont fortement réduits. Enfin, les États-Unis occupent une place prépondérante : ils sont le principal pays excédentaire sur l'ensemble de la période. Toutefois, le Royaume-Uni et la France dégagent encore à eux deux un excédent courant supérieur. Jusqu'à l'arrivée au pouvoir d'Hitler et l'arrêt des réparations, l'Allemagne est le premier déficitaire. Les trois principaux créanciers ont perdu leur leadership. Au final, pendant l'entre-deux-guerres, les transferts d'épargne subissent trois principales influences : le paiement des *réparations* (4.2.1), la crise de 1929 et l'incapacité à rétablir un SMI stable (4.2.2).

<sup>9</sup>Le calcul de la part des déséquilibres mondiaux dans le PIB est présenté dans les annexes.

#### 4.2.1 La question des réparations allemandes

La Conférence de Londres de 1921 fixe le montant des *réparations* à 33 milliards de dollars avec 52% pour la France, 22% pour l'Empire britannique, 10% pour l'Italie et 8% pour la Belgique. Le plan Dawes de 1924 permit aux allemands de recevoir des capitaux de l'étranger, avec notamment un prêt américain. Entre 1925 et 1930, l'Allemagne paye des montants importants de *réparations*, comptabilisées en débit dans la balance courante. Elle est alors la principale source recensée de déficit courant. Dans le même temps, la France dégage un excédent courant avec l'afflux de capitaux allemands et de la crise d'exportation des capitaux qu'elle connaît alors (Rueff, 1965). Cependant, en 1928, la diminution des investissements étrangers en Allemagne, le retour des capitaux étrangers en France et l'augmentation des réparations réduisent le déficit courant allemand et poussent la balance courant française vers une situation de déficit (Rueff, 1965).

Le plan Young de 1929 abaisse le montant des *réparations* de 17% (Mauro 1971) et réduit les annuités en allongeant la période de paiement jusqu'en 1988. Toutefois, après la crise de 1929, les capitaux cessent d'affluer en Allemagne et la balance courante devient excédentaire à partir de 1931. La crainte d'une crise du Mark entraîne un violent mouvement d'exportation des capitaux qui va augmenter cet excédent. La Conférence de Lausanne de 1932 ramène le total des *réparations* à 3 milliards de marks qui ne seront jamais payés. En fin de compte, l'Allemagne ne versera qu'un sixième du montant prévu initialement puisqu'à son arrivée au pouvoir, Hitler résilie les réparations. Après la cessation du paiement des *réparations*, la France, privée de ces transferts massifs de capitaux, se retrouve en situation de déficit courant (graphique 5).

Keynes et Rueff s'opposèrent au sujet des réparations allemandes. Keynes (1929) affirmait que les capitaux sont fluides et les opérations courantes une *masse visqueuse*. L'Allemagne ne pourrait payer les réparations car elle ne parviendrait pas à dégager l'excédent courant nécessaire. Rueff (1965), quant à lui, soutenait que la balance courante allemande s'adapterait à ces sorties de capitaux. Il prit l'exemple de la balance courante française dans la deuxième moitié du XIX<sup>e</sup> siècle qui fut constamment en déficit sauf durant les cinq années où la France dût payer des indemnités de guerre à la Prusse.

Viner (1952) et Machlup (1964) contestèrent également l'approche keynésienne de la balance des paiements et affirmèrent que les opérations courantes sont très malléables et s'adaptent aux déséquilibres financiers. Ils montrèrent ainsi que les réparations allemandes continuèrent à être versées pendant la grande dépression de 1930 et au premier semestre 1931 malgré le coût social exorbitant : 15% de chômage et l'élection des nationaux socialistes.

Au final, Rueff l'emporta puisque les réparations furent payées jusqu'à la conférence de Lausanne mais Keynes (1919) perçu mieux les conséquences néfastes qu'elles auraient : "Une politique qui réduirait à la servitude toute



une génération de l'Allemagne, qui avilirait la vie de millions d'êtres humains, qui priverait de bonheur toute une nation, serait odieuse et abominable, – odieuse et abominable, même si elle nous enrichissait, même si elle ne semait pas la ruine de la vie civilisée de l'Europe entière."

#### **4.2.2 La difficulté de mettre en place le *gold exchange standard* et la chute des mouvements de capitaux**

Après la première guerre, les États-Unis, le Royaume-Uni et la France voulurent revenir à une variante de l'étalon-or. Dans le *gold exchange standard* les pays membres détenaient la plupart de leurs réserves en dollars, livres et francs tandis que les États-Unis, le Royaume-Uni et la France détenaient les leurs en or (Bordo 2005). Le problème c'est qu'on observa un énorme contraste entre le Royaume-Uni, en déficit, et la France, les États-Unis et l'Allemagne, en situation d'excédent commercial. Il y eut alors d'importants transferts d'or vers les pays en situation d'excédent. Les pays excédentaires subirent une pression inflationniste et à les pays déficitaires une pression déflationniste. Les États-Unis et la France ne souhaitant pas mener l'ajustement nécessaire de leurs prix, ils imposèrent le fardeau de la déflation au Royaume-Uni.

Le manque de crédibilité des pays membres amena le système à s'effondrer après la grande dépression de 1929. La suspension de la convertibilité des monnaies en or, les difficultés pour reconstruire un ordre monétaire stable et la généralisation du contrôle des changes et des mouvements de capitaux ont entraîné une véritable désintégration des marchés internationaux de capitaux, surtout dans les années 1930. Au final, les déséquilibres courants sont divisés par deux après la crise de 1929 (Graphique 5).

Ainsi, Bertin (1983) retient trois traits nouveaux de l'investissement international de l'entre-deux-guerres :

1. La réduction du stock d'investissement à l'étranger : il est réduit à 33 milliards de dollars. Les États-Unis détiennent le deuxième stock et sont devenus les premiers investisseurs par les flux qu'ils génèrent. La France et le Royaume-Uni ont été très diminués par la guerre et leurs placements étrangers se dirigent dans un premier temps vers les pays de l'empire. A partir de 1933, l'Allemagne n'investit que dans les pays où elle poursuit des objectifs d'expansion.
2. La recherche de sécurité : on observe un accroissement de la part de l'investissement direct, un recul de l'investissement sur les marchés financiers et une augmentation de la volatilité des placements de court terme, attirés vers les taux les plus rémunérateurs.
3. L'orientation centripète succède à l'orientation centrifuge des investissements à l'étranger.

	1940	1941	1942	1943	1944	1945**
Marchandises	1283	1265	-27	-839	-911	5088
Revenu des placements	412	378	351	297	297	336
Autres transactions courantes	-269	-369	-773	-1263	-1115	-834
Transferts sans contrepartie	-	-	-	-	-	-4488
Total transactions courantes	1426	1274	-449	-1805	-1729	102
Mouvements des capitaux	1465	-2199	482	2757	3192	526
Réserves d'or*	-4095	-572	115	735	1305	506
Mouvements des capitaux et de l'or	-2630	-1627	367	2022	1887	20

Table 9: Balance des paiements des États-Unis (en millions de dollars)

\*Un signe négatif signifie une augmentation du stock d'or

\*\*La balance des paiements de 1945 est la seule qui tient compte des transactions au titre du prêt bail dans le compte des marchandises comme exportation, et dans le compte des transferts sans contrepartie comme règlement. Source : Société des nations, 1948

### 4.3 Le financement de la deuxième guerre mondiale

Le graphique 1 montre la remontée des déséquilibres mondiaux de compte courant en 1938, à la veille de la seconde guerre mondiale. Cette augmentation s'explique par la volonté de rattraper le retard des armées françaises et britanniques en matière d'équipement. Ces deux pays durent alors réduire leurs réserves centrales pour compenser leurs déficits courants (4.3.1). La France arrêta rapidement les frais après avoir été défaite en juin 1940. La Grande-Bretagne poursuivra et intensifiera ses importations grâce à la loi prêt-bail (4.3.2) et à d'autres modes de financement (4.3.3). Le bilan de la guerre est désastreux pour l'Europe. Elle perd définitivement le leadership sur les déséquilibres financiers internationaux ce qui profite aux États-Unis (4.3.4).

#### 4.3.1 Le financement par variation des réserves d'or et devises

Dans les premières années de la guerre, la France et le Royaume-Uni durent parer à leur réarmement. Il ne commença réellement qu'en 1940 après que les États-Unis n'aient mis fin à leur embargo sur les exportations d'armes. L'importation massive d'armes américaines conduisit à un large déficit commercial que ces deux pays devaient payer comptant en raison de l'impératif *cash and carry*. Leurs réserves en or et en devises fondirent littéralement comme en atteste l'accumulation d'or des États-Unis pour l'année 1940.

#### 4.3.2 L'importation à crédit

Le vote de la loi prêt-bail en mars 1941 permit aux pays alliés engagés dans la guerre d'importer à crédit des produits américains. Le flux transatlantique d'or et de devises s'en trouva considérablement réduit. Le Commonwealth et l'URSS furent les principaux bénéficiaires du prêt-bail.

	Envoi des États-Unis	Envoi vers les États-Unis	Solde
Commonwealth	32	7	25
URSS	11	0	11
France et outre-mer	3	1	2
Chine	2	0	2
Autres	3	0	3
Total	51	8	43

Table 10: Répartition du prêt-bail (en milliards de dollars)  
Source : Banque des Règlements internationaux, cité dans Wolff (1986)

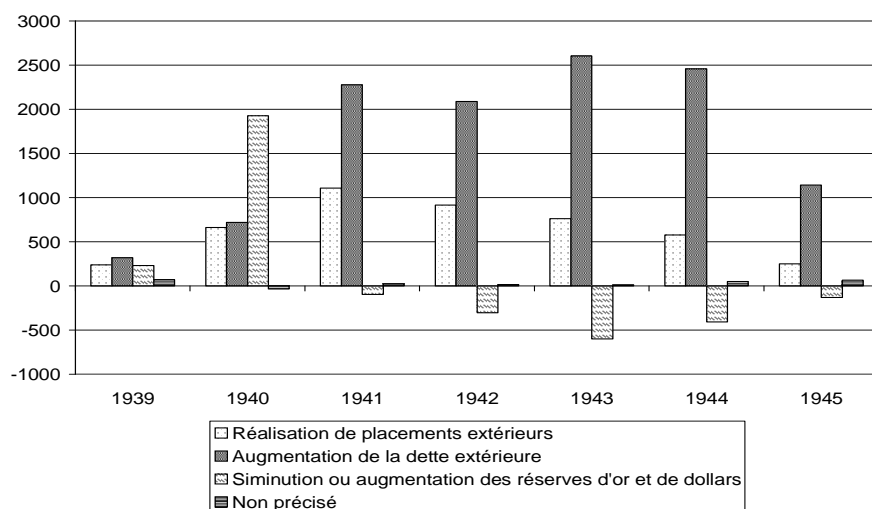


Figure 6: Variations des investissements étrangers britanniques pendant la deuxième guerre mondiale (en millions de dollars ; un signe positif indique une réduction du stock d'investissement)  
Société des nations (1948)

#### 4.3.3 Les autres sources de financement

Les graphiques 6 et 7 montrent l'importance de l'endettement extérieur dans le financement du déficit courant anglais, en particulier après 1940. Le Royaume-Uni eut recours en second lieu à la vente d'avoirs à l'étranger comme pendant la première guerre mondiale. Les anglais effectuèrent plus du quart de leur financement extérieur par réalisation de capitaux (graphique 7). Il s'agit de la deuxième source de financement externe de ce pays après l'emprunt à l'étranger. Finalement, les variations des réserves d'or, très importantes jusqu'à 1940, jouèrent un rôle marginal dans le financement de la guerre au Royaume-Uni.

L'Allemagne et le Japon eurent recours à ce que Wolff (1986) nomme le *don forcé*. Il s'agissait par le recours à de lourd frais d'occupation, à des parités avantageuses ou à des mécanismes de règlement en leur faveur, de

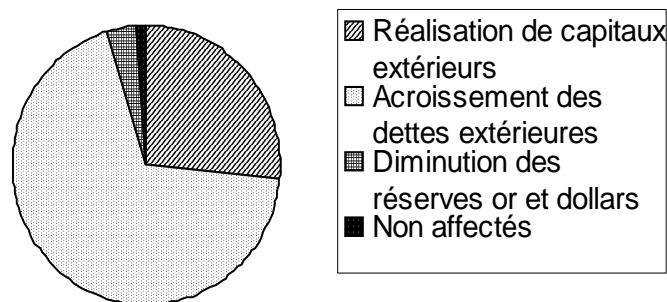


Figure 7: Diminution totale des investissements à l'étranger du Royaume-Uni entre septembre 1939 et juin 1945 (sur un total de 17 milliards de dollars)  
D'après Wolff, 1986

financer l'importation de produits fabriqués dans les économies soumises.

#### 4.3.4 Bilan de la deuxième guerre mondiale

Les États-Unis présentaient un solde excédentaire jusqu'à leur entrée en guerre et au vote du prêt-bail en 1941. L'année suivante le solde courant est proche de l'équilibre et, à partir de 1943, il devient très déficitaire. La balance courante anglaise s'est fortement dégradée pendant la guerre car l'absorption du Royaume-Uni augmente avec les dépenses militaires qui représenteront un tiers du PIB en 1945 (Wolff, 1995). L'inversion du signe de la balance courante américaine provoque l'augmentation de l'excédent courant du Canada, de l'Australie et de l'Argentine.

L'échantillon de pays dont nous disposons nous donne un aperçu de ce qui s'est produit pendant la guerre : les pays engagés dans la guerre ont vu leur besoins augmentés, nécessitant une importation croissante de produits fabriqués dans les pays du Sud qui sont alors devenus fortement excédentaires comme semble l'indiquer l'écart statistique. Pour résumer, on retiendra deux faits essentiels de la guerre (J. Wolff, 1986):

1. Tous les belligérants ont enregistré des balances courantes déficitaires pendant la guerre (mis à part les États-Unis en tenant compte du prêt-bail).
2. Les belligérants ont financé ce déficit des paiements courants de manières différentes :
  - le Japon et l'Allemagne ont contraint les pays occupés à dégager un excédent courant vis-à-vis d'eux,
  - l'URSS bénéficia du crédit bail américain,

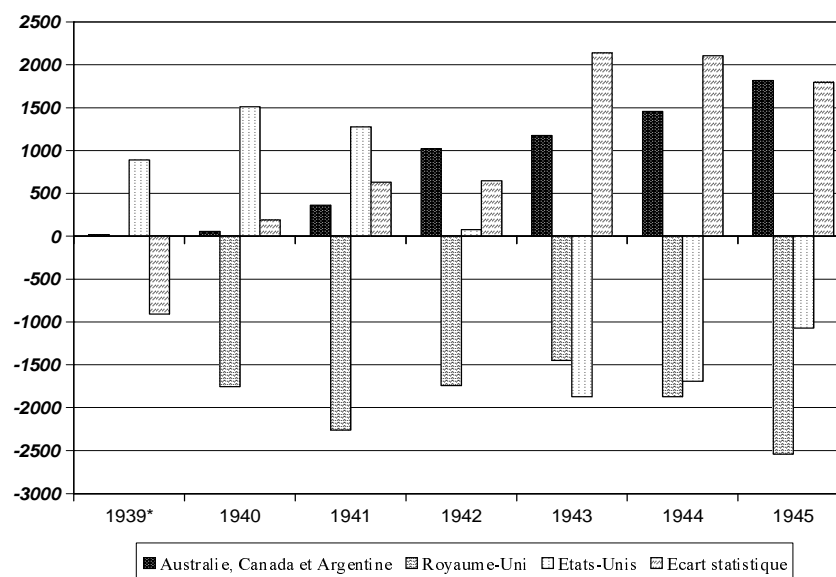


Figure 8: Déséquilibres courants pendant la deuxième guerre mondiale (en millions de dollars)

\*En 1939, le Royaume-Uni est compris dans l'écart statistique Calcul de l'auteur d'après Jones et Obstfeld (1997) Société des nations (1948)

- le Royaume-Uni a eu recours au crédit-bail, à l'emprunt, à la vente d'avoirs extérieurs et à ses réserves d'or et de devises.

#### 4.4 Conclusion : la redistribution des rôles et le déclin du déséquilibre courant mondial pendant l'entre-deux-guerres

L'entre-deux-guerres se caractérise par deux périodes distinctes. Jusqu'à la crise de 1929, les déséquilibres courants résultent essentiellement de la nécessité pour l'Allemagne de payer ses réparations et pour les pays alliés de rembourser l'emprunt aux États-Unis. Après la crise, l'abandon des parités-or et la cessation du paiement des réparations, les déséquilibres courants mondiaux sont divisés par deux. Si la croissance des relations économiques internationales accompagnée de la volonté de contrôler des marchés extérieurs était une des causes de la première guerre mondiale, la seconde résulterait plutôt du renfermement des économies européennes après la crise de 1929 et du manque de transferts de capitaux entre ces pays. Les deux guerres mondiales ont considérablement affaibli les pays belligérants (mis à part les États-Unis) les obligeant à céder une grande part de leurs avoirs extérieurs, à réduire leurs réserves d'or et à contracter des emprunts massifs auprès des États-Unis. Au final, cette période signe le déclin de l'Europe et l'avènement des États-Unis dans le rôle de chef d'orchestre des déséquilibres financiers internationaux.

On peut également ajouter que, pendant les deux guerres mondiales, le financement des déficits courants des pays belligérants a été contraint par les restrictions légales imposées par les États-Unis : la fermeture des marchés financiers américains aux étrangers, l'autorisation donnée aux gouvernements alliés de lancer des emprunts publics sur le marché américain, le *cash and carry* et le prêt-bail. Pendant les deux guerres le mode de financement des déséquilibres courants s'est modifié au gré de l'affermissement ou de l'assouplissement des restrictions. L'expérience des deux guerres révèle que les transferts internationaux d'épargne peuvent être contraint par les réglementations.

## 5 Conclusion

A la veille de la première guerre mondiale, qui aurait affirmé que la Grande-Bretagne perdrait en trois décennies son leadership sur l'économie mondiale et son rôle central dans les transferts internationaux d'épargne ? Ce papier décrit les étapes du cycle britannique des déséquilibres financiers internationaux et compare les deux mondialisations financières à travers le prisme des déséquilibres courants. Nous avons identifié six étapes dans le cycle britannique des déséquilibres financiers internationaux. Le développement du commerce sous l'influence du mercantilisme qui y perçoit un moyen de se procurer de l'or (étape 1). La réalisation d'investissements à l'étranger permet d'éviter les effets inflationnistes d'une augmentation du stock d'or et procure des revenus aux pays détenteurs de ces avoirs (étape 2). L'émergence des *déséquilibres courants modernes* permet à la Grande-Bretagne de mettre en place une boucle *balance courante - investissements à l'étranger - revenus* et de pérenniser son excédent courant (étape 3). La mise en place de cette boucle dans de nouveaux pays et l'augmentation des investissements à l'étranger entraînent l'augmentation du déséquilibre courant mondial (étape 4). Les stocks d'avoirs étrangers traversent l'atlantique au cours des deux guerres mondiales et les États-Unis deviennent le nouvel acteur central des déséquilibres financiers internationaux (étape 5). Le grand désordre économique de l'entre-deux-guerres réduit les relations économiques et les transferts internationaux d'épargne s'amenuisent (étape 6). Il faudra attendre l'abandon de Bretton Woods pour que le déséquilibre courant mondial recommence à croître.

D'autre part, cette étude nous permet de comparer les deux mondialisations financières à travers le prisme des DFI. Trois éléments de la première mondialisation peuvent apparaître paradoxaux aujourd'hui : (1) la relation négative entre balance commerciale et balance courante, (2) l'orientation des transferts d'épargne du centre vers la périphérie et (3) la polarisation plus importante des excédents. La corrélation négative entre balances commerciales et courantes surprend car aujourd'hui, dans les économies qui enregistrent

les principaux déséquilibres, cette corrélation est fortement positive (États-Unis, Asie du Sud-est et OPEP). Le caractère centrifuge des déséquilibres financiers internationaux de cette première mondialisation est en opposition avec le caractère centripète des déséquilibres actuels. Durant la première mondialisation, les pays du *centre* européens sont en excédent et les pays de la *périphérie* – Amérique, Asie et Europe du sud et de l’est – sont en déficit. Aujourd’hui, c’est exactement l’inverse : les pays de la *périphérie* (Asie et OPEP) financent le centre (États-Unis). Enfin, les stocks d’investissements à l’étranger en 1914 (tableau 7) indiquent que durant le première ère de mondialisation – contrairement à ce qui s’est produit au cours des dernières années où les déficits sont extrêmement polarisés et les excédents assez dispersés (Gossé et Raffo 2007) – les excédents courants étaient fortement concentrés (Royaume-Uni, France et Allemagne) tandis que les déficits étaient davantage dispersés.

La problématique des déséquilibres et l’arrangement entre pays déficitaires et excédentaires sont aujourd’hui très différents. A la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, les pays du centre européen exportaient leurs surplus d’épargne à la recherche de meilleurs rendements. Il ne s’agissait pas de profiter de ratios travail/capital plus élevés que dans son pays d’origine, comme l’affirme la théorie standard, mais plutôt d’investir dans l’exploitation des ressources naturelles.

Depuis la crise asiatique de 1997, les États-Unis, le nouveau centre, importent le surplus d’épargne des pays de l’Asie du Sud-est et, avec la flambée des prix du pétrole, les excédents courants des pays exportateurs de pétrole aux capacités d’absorption limitée. Les États-Unis maintiennent ainsi un niveau élevé de demande qui leur permet de rester au plein-emploi tandis que les pays d’Asie du Sud-est maintiennent leur compétitivité en conservant leurs excédents courants en dollars.

Cette approche de long terme des déséquilibres financiers internationaux apporte également un éclairage sur deux questions qui alimentent les débats actuellement : le rôle que pourrait jouer l’Europe si elle réduisait son épargne et la modalité de réduction des déséquilibres actuels. Si l’Europe cherchait à imiter la structure de déséquilibre courant des États-Unis comme le préconisent Obstfeld et Rogoff (2005), Bernanke (2005) et Subacchi (2005), il pourrait y avoir deux conséquences. Soit le surplus d’épargne resterait stable et le déficit courant américain se réduirait. Soit l’Asie du Sud-est et/ou l’OPEP augmenteraient leur surplus d’épargne et le déséquilibre courant mondial augmenterait encore, comme lorsque la France et l’Allemagne ont suivis l’exemple anglais à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle.

Enfin, l’histoire offre un exemple de réduction des déséquilibres : l’entre-deux-guerres. La chute avait alors été provoquée par une crise financière aux États-Unis conjuguée à une incapacité à mettre en place un SMI viable. Deux ingrédients qui rappellent étrangement la crise des subprimes et l’incapacité à s’entendre sur les parités qui fait reposer aujourd’hui le poids de l’ajustement

sur l'Europe.



## References

- [1] AMBROSINI Ch., BALESTE M. et TACEL M., *Les grandes puissances du monde contemporain*, Delagrave, Paris, 1973.
- [2] ASSELAIN J.C., *Histoire économique de la révolution industrielle à la première guerre mondiale*, Presse de la fondation nationale des sciences politiques, Dalloz, 1985.
- [3] BAIROCH P., *Commerce extérieur et développement économique de l'Europe au XIX<sup>e</sup> siècle*, École des hautes études en sciences sociales, Paris, 1976.
- [4] BEAUD M., *Histoire du capitalisme*, Seuil, Paris, 1990.
- [5] BERNANKE B., *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, At the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, 14 avril 2005.
- [6] BERTIN G., *L'investissement international*, Presses Universitaires de France, collection que sais-je, 3ème édition, 1983.
- [7] BORDO M., *Historical perspective on global imbalances*, NBER Working Papers Series, Working Paper 11383, Mai 2005
- [8] BORDO M. and B. EICHENGREEN et al., *Is Globalization Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?*, NBER Working Paper No. 7195, June, 1999.
- [9] BRENDER A. et F. PISANI, *Les déséquilibres financiers internationaux*, La découverte, Collection repères, 2007.
- [10] CANBACK S., *United States' Economic Growth and Volatility, 1790-1993*, Cambridge, Massachusetts, EconWPA, December, 1994.
- [11] EICHENGREEN B., *Trends and Cycles in Foreign Lending*, in Siebert, Horst (ed.), *Capital Flows in the World Economy*, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, J. C. B. Mohr, Tübingen, 1992
- [12] FLANDREAU M. et F. ZUMER, *Les origines de la mondialisation financière 1880-1913*, OCDE, Paris, 2004.
- [13] GOSSÉ J.-B. et J. RAFFO, *Les déséquilibres des paiements internationaux (1967-2002) : croissance, polarisation et financiarisation*, Working Paper du CEPN n° 2007-18
- [14] HECKSHER E., *Mercantilism*, London, George Allen and Unwin, Ltd, 1935.

- [15] IMLAH A. H., *Economics elements in the Pax Britannica*, Cambridge, 1958
- [16] JONES M. and M. OBSTFELD, *Saving, Investment, and Gold : a Reassessment of Historical Current Account Data*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6103, July 1997.
- [17] KEYNES J. M., *Les conséquences économiques de la paix*, Éditions de la nouvelle revue française, Paris, 1920, Chap. VII, II, première publication en langue anglaise : 1919.
- [18] KEYNES J. M., *The German Transfer Problem*, Econ. J. 39, no. 1 (March 1929). Reprinted in American Economic Association, Readings in the Theory of International Trade, (Philadelphia: Blakiston, 1949), pp. 1961-69.
- [19] KEYNES J. M., *Essais de persuasion*, Gallimard, Paris, 1933, Chap. V, partie II, I, première publication en langue anglaise : 1931.
- [20] KEYNES J. M., *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Traduit de l'Anglais par Jean de Largentaye (1942). Paris : Éditions Payot, 1942, première publication en langue anglaise : 1936, Chap. XXIII, I.
- [21] KINDLEBERGER C. P., *Les Mouvements internationaux de capitaux*, trad. de l'anglais par Henri Bernard Traduction de : International capital movements, Paris, Dunod, 1990, pp. 3-17.
- [22] LEVY-LEBOYER M., *La position internationale de la France*, Paris-La Haye, Moutin, 1973, publié dans Margairaz, M., Histoire économique du XVIII<sup>e</sup> au XX<sup>e</sup> siècle, Larousse, Paris, 1992, p. 775-776.
- [23] MACHLUP F., *International Payments, Debts, and Gold*, New-York, Charles Scribner's Sons, 1964.
- [24] MADDISON A., *The World Economy: Historical Statistics*, Paris OECD, 2003.
- [25] MAURO F., *Histoire de l'économie mondiale*, Paris, 1971, p. 163-168.
- [26] NIVEAU M., *Histoire des faits économiques contemporains*, Presses Universitaires de France, Thémis, Paris, 1992.
- [27] OBSTFELD M. and K. ROGOFF, *Foundations of International Macroeconomics*, The MIT Press, 1995.
- [28] OBSTFELD M. and K. ROGOFF, *Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments*, Brooking papers institution, janvier 2005

- [29] OBSTFELD M. and A. M. TAYLOR, *Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931*, Economic Journal 113: 241-275, 2003.
- [30] O.N.U., *Mouvements internationaux de capitaux pendant l'entre-deux-guerres*, 1949.
- [31] RUEFF J., *Le lancinant problème des balances de paiements*, Payot, Paris, 1965.
- [32] SCHULARICK M., *A Tale of Two " Globalizations " : Capital Flows From Rich to Poor in Two Eras of Global Finance*, Working Paper, Free University of Berlin, 2005.
- [33] SERRA A., *Breve trattato delle cause che possono far abbondare li regni d'oro et d'argento, dove non sono miniere, con applicatione al regno di Napoli*, Napoli, L. Scorriglio, 1613.
- [34] Société des nations, *Balances des paiements 1937*, Genève 1939.
- [35] Société des nations, *Balances des paiements 1939-1945*, Genève 1948.
- [36] SUBACCHI P., *Macroeconomic performance and global capital flows: is there a role for Europe to play?*, oyal Institute of International Affairs, Chatham House, Tokyo Club Foundation for Global Studies, Kyoto, 21-22 novembre 2005.
- [37] TAYLOR A. M., *A Century of Current Account Dynamics*, NBER Working Paper 8927, May 2002.
- [38] VINER J., *International Trade and Economic Development*, The free press: Glencoe, Illinois, 1952.
- [39] WOLFF J., *Le financement de la deuxième guerre mondiale*, Revue d'histoire de la deuxième guerre mondiale et des conflits, n° 144, octobre 1986.
- [40] WOLFF J., *Histoire économique de l'Europe 1000-2000*, Economica, 1995.

## 6 Annexes

### A La détermination du déséquilibre courant mondial entre 1850 et 2002

Brender et Pisani (2007) calculent le déséquilibre courant mondial par la demi-somme des valeurs absolues des déséquilibres courants disponibles rapportée au PIB mondial. Ils utilisent la base de données CHELEM qui permet

d'observer les balances courantes et les PIB de 89 pays depuis 1967. Cependant, l'importance du trou noir laissé par les balances courantes disponibles pour 1850-1945 ne permet pas d'utiliser une telle méthode (graphique 8). Nous avons préféré choisir le maximum entre les valeurs absolues des sommes des déficits et des excédents courants. Nous avons ensuite rapporté ce *maximum* au PIB mondial que l'on a approché à partir des données de Maddison (2003).

Nous avons utilisé les données de Jones et Obstfeld (1997) pour la période 1850-1913 et dans l'entre-deux-guerres pour le Canada, le Danemark, la France, l'Allemagne, le Japon, la Norvège, la Suède, le Royaume-Uni et les États-Unis. En revanche, la Finlande, l'Australie et l'Italie – dont les données ont été utilisées avec celles des pays cités précédemment pour la période 1850-1913 – ont été en grande partie écartées en raison de l'excessive divergence de leurs ratios balance courante/PIB avec ceux calculés à l'aide des données de la SDN et des PIB estimés à partir des données de Maddison (voir l'annexe B). Dans ces cas, nous avons préféré nous fier aux données d'époque fournies par la SDN et l'ONU rapportées aux PIB calculés de la même manière que Taylor (2002), Obstfeld et Taylor (2003), et Schularick (2005) : nous avons multiplié les estimations des PIB réels en dollars internationaux constants de 1990 de Maddison (2003) par le déflateur du PIB américain de Canback (1994). Pour les périodes 1919-1938 et 1948-1949 nous avons estimé les PIB de la même manière pour les autres pays inclus dans le calcul.

Enfin, rappelons que le graphique 1 n'a de sens que si l'on considère que les pays pour lesquels on dispose de données correspondent aux principaux acteurs des déséquilibres financiers internationaux. Cette idée est cohérente avec le fait que ce sont les pays riches qui étaient à l'origine des excédents courants avant l'entre-deux-guerres. L'échantillon varie beaucoup mais le graphique 8 montre que les nouveaux arrivés contribuent à réduire le trou noir car, mis à part l'Allemagne, les pays sont introduits quand ils sont déficitaires, et nous supposons que, pour l'essentiel, ces pays étaient en déficit entre 1850 et l'année pour laquelle on dispose de la première donnée. Bien qu'il convienne d'interpréter avec prudence le graphique 1, il constitue néanmoins un bon indicateur de ce que représentaient les déséquilibres financiers internationaux avant 1945 et une mesure de bonne qualité de ces déséquilibres durant les dernières décennies.

L'annexe B présente les données de balance courante des 13 pays de la base de Jones et Obstfeld. L'annexe C teste la robustesse des données utilisées.

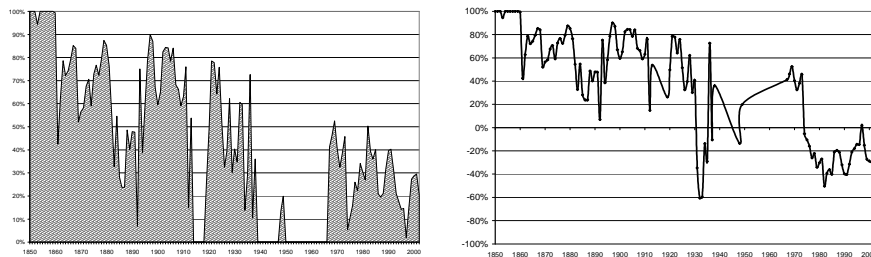


Figure 9: Trou noir en % des DMCC (en valeur absolue, à gauche)

## B Les données

Pour les données de balance courante de la période, nous avons utilisé les données comprenant les exportations d'or non monétaire dans les balances courantes calculées par Jones et Obstfeld (1997) et les données publiées par ONU (1949), SDN (1939, 1948), IMF (1951) et CHELEM (2003). Nous avons converti les données de Jones et Obstfeld en dollars à l'aide des taux de change présentés dans SDN (1928, 1932-1938). Lorsque nous utilisons les de balance courante proposés par Jones et Obstfeld (1997) nous avons également utilisé leurs données PIB. Lorsque nous avons utilisés les données de la SDN, de l'ONU ou du FMI, nous les avons rapportés aux PIB calculés à partir de Maddison (2003) et Canback (1994). L'annexe C établit quelle est la robustesse des estimations du PIB par cette méthode. Enfin, pour la période 1967-2002 nous avons eu recours aux données de balance courante et de PIB de CHELEM (2003) publiées par le CEPII.

## C La qualité des données utilisées

### C.1 Représentativité de l'échantillon

Comme le graphique 11 le montre la taille de l'échantillon évolue beaucoup au cours de la période d'observation. D'après les PIB calculés à partir des données de Maddison, nous avons calculé que l'échantillon représentait 24% du PIB mondial en 1870, 47% en 1900, 51% en 1913, 51% en 1936, 67% en 1949 et l'échantillon de 89 pays utilisé pour 1967-2002 représentait 98% du PIB du monde en 2002. Nous expliquons dans l'annexe A dans quelle mesure cette inconstance de l'échantillon n'influe pas sur la qualité de l'estimateur.

### C.2 Robustesse des données estimées

Nous comparons les ratios balance courante/PIB calculés avec les données de la SDN et des PIB estimés de Maddison et ceux calculés à partir des

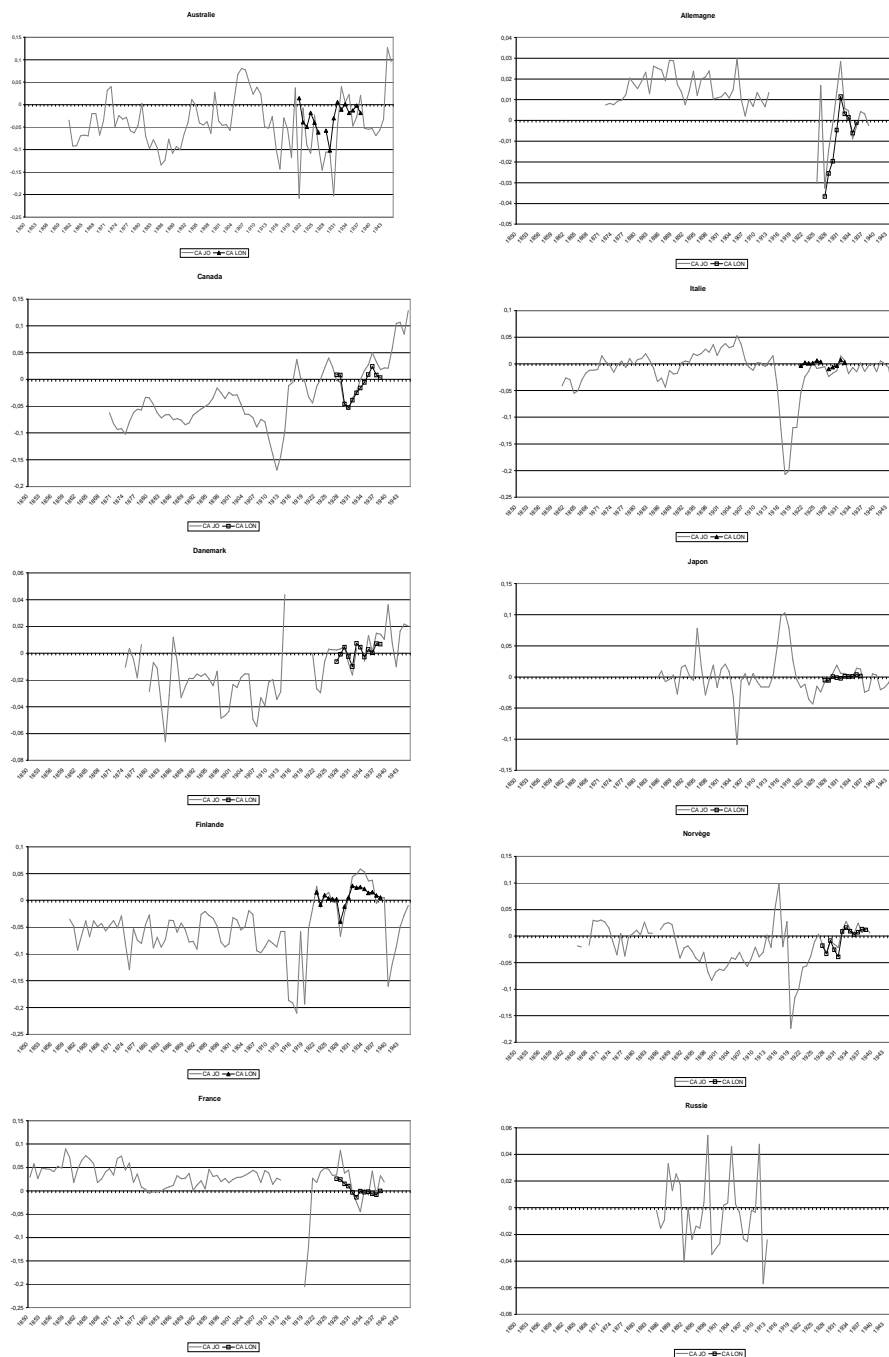


Figure 10: Séries de compte courant rapportées au PIB de 13 pays de l'échantillon (JO = Jones et Obstfeld ; LON = ONU et Société des Nations)

données de Jones et Obstfeld (1997) (voir le graphique 12). Nous obtenons

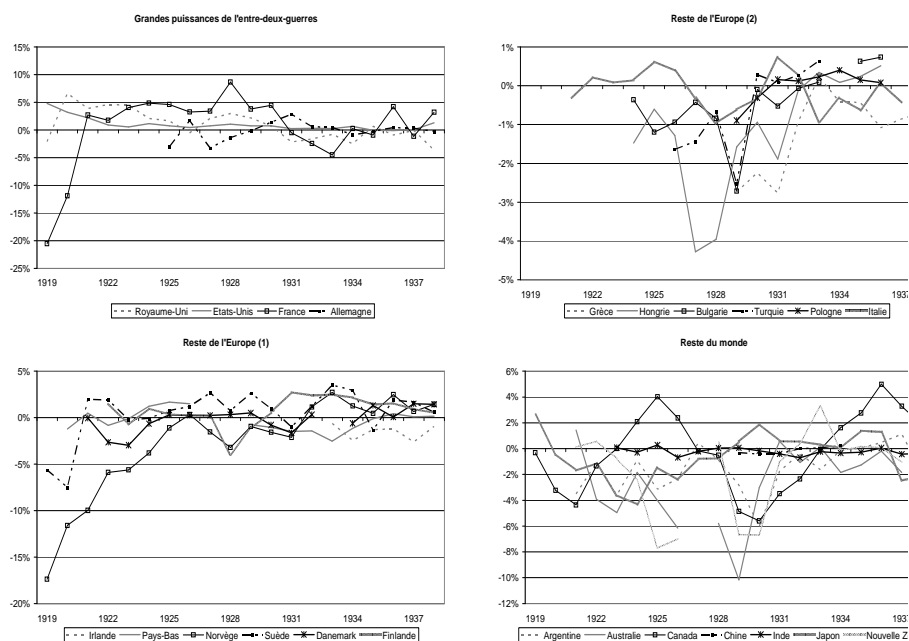


Figure 11: Séries de compte courant rapportées au PIB pour l'entre-deux-guerres (séries épaissées)

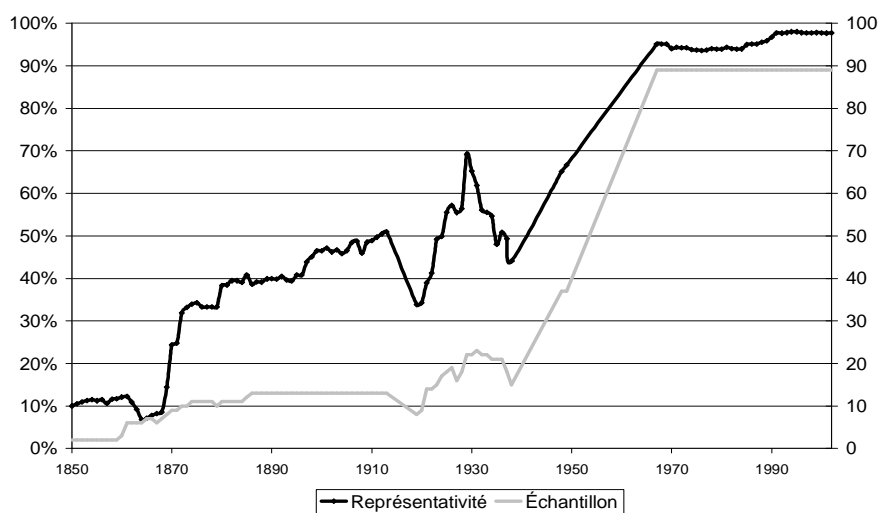


Figure 12: Taille et représentativité de l'échantillon utilisé

des séries assez proches dans la plupart des cas. Toutefois, les séries de la Finlande et de l'Australie sont assez différentes et atteignent des niveaux parfois assez surprenant : en 1930 la balance courante de l'Australie aurait

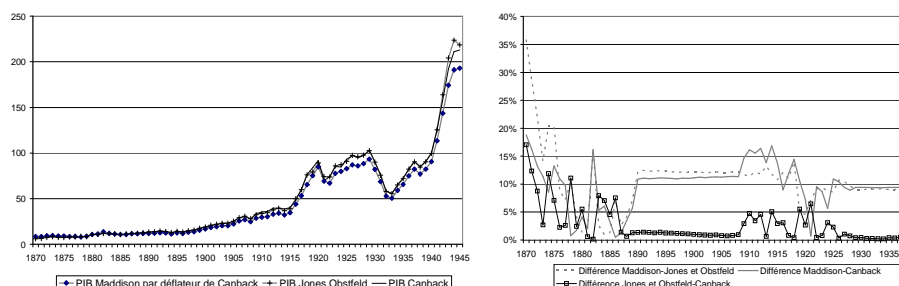


Figure 13: comparaison des PIB américains estimés avec Maddison et de ceux de Jones et Obstfeld et de Canback ; pourcentage de différence entre les différents PIB

enregistrée un déficit de plus de 20% de PIB. Pour ces deux pays nous avons donc préféré les séries estimées à celles de Jones et Obstfeld pour la période de l'entre-deux-guerres. Les séries de la France et du Japon sont également assez divergentes mais nous avons considéré que ces différences s'expliquaient par la différence des objets comparés : Japon, Taiwan et Formose et France et territoires outre-mer pour la SDN ; Japon et France stricto sensu chez Jones et Obstfeld. Nous avons donc opté pour les données de Jones et Obstfeld pour ces deux pays durant l'entre-deux-guerres.

Nous avons comparés les PIB estimés par les données de Maddison (2003) et le déflateur de Canback (1994) avec les données de PIB Jones et Obstfeld (1997). Dans le cas des États-Unis nous avons également comparé la série estimée à celle présentée par Canback (1994). Dans l'ensemble les trois séries sont assez proches dans le cas des États-Unis avec environ 10% de différence entre la série estimée et les deux autres séries en moyenne sur la période comme le montre les deux graphiques suivants. Toutefois, il s'agit de moyennes et en tout début de période l'écart représente plutôt 20%.

Nous avons comparé les somme des PIB "Maddison et Canback" et "Jones et Obstfeld" de 10 pays : Australie, Canada, Italie, Finlande, Norvège, France, Allemagne, Suède, Royaume-Uni et États-Unis. En moyenne, la différence est d'environ 10% comme pour les États-Unis. C'est en début et en fin de période que les différences sont les plus importantes.



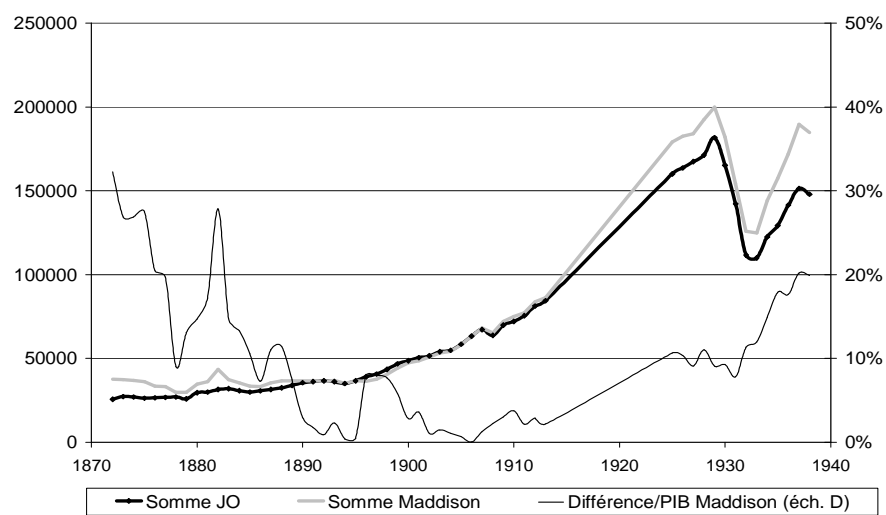


Figure 14: Comparaison de la somme des PIB " Maddison et Canback " et " Jones et Obstfeld " de 10 pays