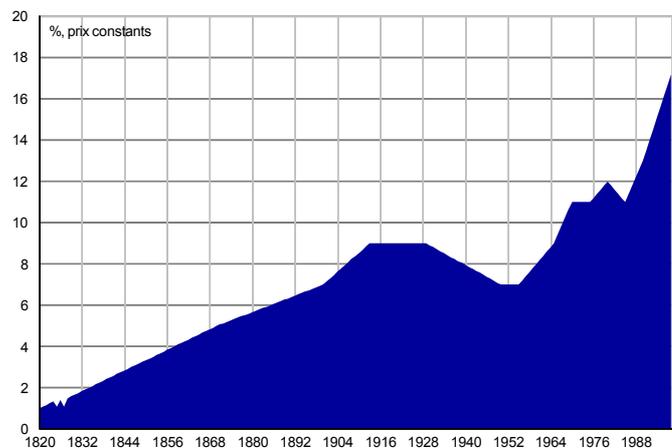


Quels enseignements tirer de la première mondialisation (1870-1914) ?

- La mondialisation actuelle, amorcée dans les années 1970, n'est pas sans précédent : entre 1870 et 1914, l'ouverture des économies a été associée à une expansion rapide du commerce et de l'investissement au-delà des frontières nationales. Elle s'est aussi accompagnée de crises financières comparables à celles de la fin du XX^{ème} siècle et du début du XXI^{ème} siècle.
- Sur les marchés de biens, la première mondialisation a été caractérisée par la croissance des échanges commerciaux (cf. graphique), en dépit de l'adoption de mesures protectionnistes dans la plupart des pays avancés. Des leçons ont été tirées de l'absence de réciprocité et de coordination des politiques commerciales de la fin du XIX^{ème} siècle, qui avait induit une exposition trop précoce au commerce international de certains pays en développement. La mise en place d'organisations internationales garantit désormais une ouverture progressive et une meilleure coordination des politiques commerciales de pays à différents stades de développement.
- Sur les marchés de capitaux, la première mondialisation a vu l'intégration croissante des marchés financiers des pays avancés. Cette intégration financière a été favorisée par la stabilité des changes qu'autorisait le système de l'étalon or. Les destinataires des flux de capitaux présentent des caractéristiques communes d'une vague de mondialisation à l'autre : les investissements se dirigent vers les pays riches en ressources naturelles, disposant d'une main d'œuvre formée et bénéficiant de coûts de transport limités et d'un cadre institutionnel favorable au recouvrement des créances. Lors de la première mondialisation, les flux de capitaux internationaux ont été favorisés par la baisse du risque de change et des coûts de transaction liée à l'étalon or.
- Lors de la première mondialisation, l'internationalisation des marchés financiers et dans une moindre mesure, l'intégration internationale du secteur bancaire, se sont accompagnées de crises financières auxquelles les crises contemporaines font écho. Ce précédent souligne notamment les avantages liés à l'endettement des pays émergents en monnaie locale et au rééquilibrage des balances courantes, qui limitent la vulnérabilité des économies à des arrêts soudains de flux de capitaux.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère des Finances et de l'Industrie.

Poids du commerce mondial dans le PIB



Source : Maddison A. (2003).

Entre 1870 et 1914, l'ouverture des économies des pays développés et des pays moins avancés a été associée à une expansion rapide du commerce, de l'investissement et du financement au-delà des frontières nationales. Cette période, qualifiée de première mondialisation, présente des similarités avec la seconde mondialisation, amorcée dans les années 1970. Des enseignements peuvent être tirés de la première mondialisation en matière de politiques commerciales et de mesures de politiques économiques susceptibles de limiter la vulnérabilité aux crises financières.

Entre 1870 et 1914, l'ouverture des économies des pays développés et des pays moins avancés a été associée à une expansion rapide du commerce, de l'investissement et du financement au-delà des frontières nationales. Cette période, qualifiée de première mondialisation, présente des similarités avec la seconde mondialisation, amorcée dans les années 1970. Des enseignements peuvent être tirés de la première mondialisation en matière de politiques commerciales et de mesures de politiques économiques susceptibles de limiter la vulnérabilité aux crises financières.

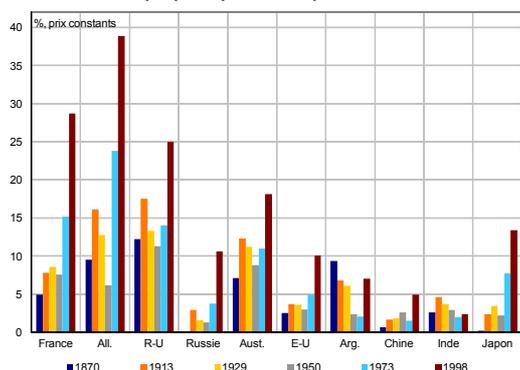
1. Bien que la première mondialisation ait été caractérisée par d'importants flux commerciaux, les différences de nature et d'intensité de ces flux rendent l'intégration commerciale de la seconde mondialisation sans précédent

1.1 La baisse des coûts de transport et de communication, favorable à l'intégration commerciale, est à l'origine des deux vagues de mondialisation

Les deux vagues de mondialisation, celle de la fin du XIX^{ème} siècle et celle de la fin du XX^{ème} siècle, se sont caractérisées par l'intégration croissante des marchés de biens, favorisée par la baisse des coûts de transport et de communication.

Les coûts de transport se sont significativement réduits dans la seconde moitié du XIX^{ème} siècle, avec le développement des chemins de fer et des bateaux à vapeur. Le prix réel du fret entre États-Unis et Grande Bretagne a par exemple baissé de 40 % entre 1870 et 1913. La baisse des coûts de transport a favorisé la croissance du commerce international. La croissance annuelle moyenne du commerce international est ainsi estimée à 4 % entre 1870 et 1913, soit une croissance supérieure à la croissance de la production mondiale sur la période (2,5 %)¹. En Europe (cf. graphique 1), la part des exportations dans la production (en volume)² est passée de 10 à 16 % entre 1870 et 1913, tandis qu'au niveau mondial, elle est passée de 4,6 à 8 % sur la période (cf. graphique page de couverture). La hausse de l'ouverture a été particulièrement spectaculaire pour l'Allemagne, tandis que la Grande-Bretagne et la France, dont l'industrialisation a été plus précoce, avaient déjà réalisé l'essentiel de leur ouverture dès 1860.

Graphique 1 : poids des exportations dans le PIB (volumes)



Source : Findlay et O'Rourke (2001).

La baisse des coûts de transport a aussi contribué à la réduction des écarts de prix entre pays développés dans certains secteurs. Une convergence partielle du prix des matières premières alimentaires s'est ainsi opérée pour les États-Unis et le Royaume-Uni : entre 1870 et 1913, l'écart de prix a été divisé par cinq, mais restait de 10,6 % en 1913. La seconde mondialisation se distingue de la première par l'accélération des innovations technologiques, favorables à la baisse des coûts de transaction³.

La croissance des échanges commerciaux a par ailleurs coïncidé pour chacune des périodes de mondialisation avec l'affirmation d'une nouvelle puissance, les États-Unis à la fin du XIX^{ème} siècle, la Chine aujourd'hui. L'affirmation des États-Unis au début du XX^{ème} siècle s'est accompagnée du creusement progressif du déficit commercial de l'Europe, tandis que les

États-Unis connaissaient un excédent croissant. En Europe, le montant des importations dépassait ainsi de 7 % celui des exportations en 1830, contre 20 % en 1910. Les États-Unis, protectionnistes, achetaient peu d'articles manufacturés européens, en dépit de la croissance de leurs exportations à faible valeur ajoutée (produits primaires). La situation de la Chine aujourd'hui, qui importe peu de produits manufacturés en provenance des pays industrialisés à des fins de consommation finale, fait écho à celle des États-Unis au début du XX^{ème} siècle.

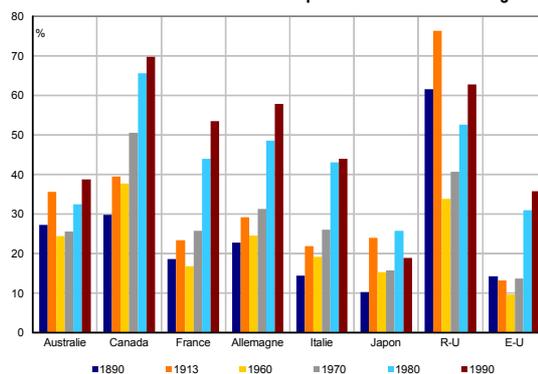
1.2 L'intégration commerciale de la seconde mondialisation demeure cependant sans précédent

L'intensité élevée des échanges commerciaux de 1914 n'a été retrouvée puis dépassée qu'à partir des années 1970, après le déclin de l'entre deux guerres. La forte croissance du poids du commerce international dans les secteurs échangeables à partir des années 1970 rend néanmoins l'intégration commerciale de la seconde mondialisation sans précédent.

Le poids des exportations dans le PIB a peu augmenté dans certains pays entre les deux vagues de mondialisation : ainsi, pour l'Inde (cf. graphique 1), le poids du commerce, exprimé comme la somme des importations et des exportations dans le PIB à prix constants, est inférieur à la fin du XX^{ème} siècle au niveau du début du siècle.

La pertinence d'une comparaison historique sur la base du ratio commerce international sur PIB est toutefois limitée sur le long terme, la composition du PIB s'étant fortement modifiée entre les deux vagues de mondialisation : la part des services dans le PIB a crû au cours du XX^{ème} siècle, impliquant une baisse de la part des biens échangeables dans le PIB. Aussi est-il plus pertinent de comparer la part du commerce international de biens échangeables (biens primaires et secondaires) dans la production de biens échangeables (cf. graphique 2). Aux États-Unis, la faible augmentation de la part des exportations dans la valeur ajoutée américaine totale entre la fin du XIX^{ème} siècle et du XX^{ème} siècle (cf. graphiques 1 et 2) masque ainsi la forte croissance de la part du commerce international au sein du secteur échangeable sur la période⁴.

Graphique 2 : part du commerce international de biens échangeables dans la production de biens échangeables

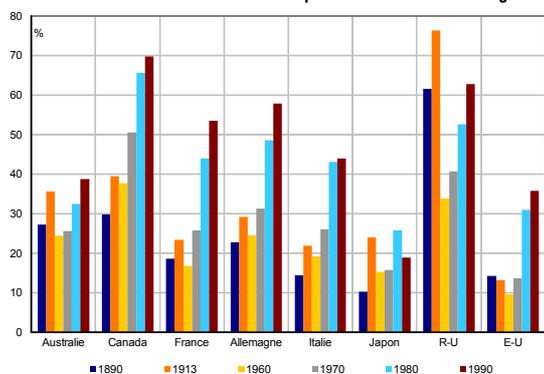


Source : Feenstra R. (1998).

- (1) Maddison, A. (1989), "The World Economy in the Twentieth Century", Paris, OCDE.
- (2) Findlay, R. et O'Rourke, K. H. (2001), "Commodity Market Integration 1500-2000", *NBER Working Paper*, No. 8579, November.
- (3) Baldwin, R. E. et Martin P. (1999), "Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences", *NBER Working Paper*, No. 6904, January.
- (4) Bordo M. D., Eichengreen B. et Irwin D. A. (1999), "Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago?", *NBER, Working Paper*, No. 7195, June.

Si le poids du commerce dans la production de biens échangeables a crû pendant la première mondialisation, les niveaux atteints à la fin du XX^{ème} siècle sont ainsi sans précédent. De tels niveaux s'expliquent par la libéralisation commerciale, la baisse des coûts de transport et l'internationalisation croissante du processus de production, associée à une hausse du commerce intra-branche⁵.

Graphique 3 : part du commerce international de biens échangeables dans la production de biens échangeables



Source : Feenstra R. (1998).

Les différences de composition des flux commerciaux et le renforcement du poids des pays émergents dans le commerce international rendent également l'intégration commerciale de la seconde mondialisation plus poussée.

Alors que le commerce entre pays industrialisés dominait avant 1914, la seconde mondialisation se caractérise par le poids croissant du commerce entre pays à différents stades de développement. La part des échanges entre pays industrialisés dans le commerce mondial a ainsi décliné entre les deux vagues de mondialisation, passant de 60 % en 1913 à 41 % en 2009⁶.

Comme le commerce de services s'effectue aujourd'hui majoritairement entre pays développés, le rôle croissant des pays émergents est plus visible lorsque l'analyse se restreint aux biens manufacturés : 6 % des exportations mondiales de biens manufacturés étaient réalisées par les pays en développement en 1914, contre 40 % en 2009. La nature des biens échangés diffère également d'une vague de mondialisation à l'autre, les biens échangés étant davantage diversifiés aujourd'hui : en 1914, le commerce de biens primaires constituait l'essentiel des échanges internationaux (68 % du commerce total en 1890 et 62,5 % en 1913), contre moins du tiers en 2009.

1.3 La première mondialisation a été marquée par l'absence de réciprocité des politiques commerciales, mais les leçons de ces écueils semblent avoir été tirées avec la création du GATT (puis de l'OMC)

Lors de la première mondialisation, la croissance des échanges commerciaux entre pays développés s'est paradoxalement faite dans un contexte relativement protectionniste. Bien que les années 1870-1914 soient généralement perçues comme une période de laissez faire, l'expansion du

commerce mondial avait alors coïncidé avec la mise en place d'importantes barrières tarifaires destinées à favoriser les industries nationales naissantes. Après une période de libre échange entre 1860 et 1879, les principaux pays européens étaient protectionnistes en 1913, à l'exception du Royaume-Uni. La période 1879-1892 a vu le retour progressif du protectionnisme en Europe, inauguré par la modification de la politique douanière de l'Allemagne en 1879, destinée à protéger les industries naissantes de la concurrence internationale. En France, l'ère libérale s'est achevée avec l'adoption du tarif Méline en 1892. Les États-Unis n'avaient pas effectué de désarmement tarifaire sur la période : le tarif en vigueur entre 1866 et 1883 fixait un taux de prélèvement douanier de 25 à 60 % sur les biens manufacturés. Malgré un changement d'orientation de la politique commerciale en octobre 1913 (tarif Underwood), les tarifs américains restaient parmi les plus élevés du monde avant la guerre.

La première mondialisation a également été caractérisée par l'absence de réciprocité et de coordination des politiques commerciales. Dans les pays sous domination coloniale, les produits en provenance de la métropole étaient ainsi favorisés au détriment des autres marchandises⁷ (principe de la « préférence impériale » britannique). En Europe, les années 1892-1914 ont été marquées par des révisions non coordonnées des tarifs douaniers. Si les britanniques poursuivaient une politique de libre-échange, leurs produits manufacturés se voyaient refuser l'entrée libre sur les marchés européens. Cette absence de réciprocité a favorisé l'émergence de mouvements d'opinion dits du *fair trade*, qui militaient pour l'adoption de représailles tarifaires vis-à-vis des pays imposant des droits à l'importation sur les produits britanniques.

Certaines leçons ont été tirées de l'exposition trop précoce au commerce international de certains pays en développement lors de la première mondialisation. L'exposition des secteurs manufacturiers des pays en développement à la concurrence d'économies plus matures avait alors coïncidé avec l'effondrement de la production manufacturière de certains pays en développement⁸. Les produits de la métropole accédaient en effet librement aux marchés coloniaux, tandis que les traités de commerce conclus entre la Grande-Bretagne et les pays indépendants (Amérique latine, Chine, Thaïlande, Moyen-Orient) prévoyaient la suppression des droits de douane ou le plafonnement des droits à l'importation dans les pays en développement à de faibles niveaux (généralement, 5 % de la valeur des importations). L'afflux de produits britanniques et européens produits à moindre coût a coïncidé avec l'effondrement de la production manufacturière de l'empire ottoman, de l'Inde⁹, et dans une moindre mesure, de la Chine à la fin du XIX^{ème} siècle. La mise en place d'organisations internationales garantit désormais une ouverture progressive et une meilleure coordination des politiques commerciales de pays à différents stades de développement. La clause de sauvegarde de l'OMC autorise ainsi les pays en développement à appliquer des droits de douane élevés pour protéger leurs industries naissantes, tout en s'assurant que ces droits de douane ne perdurent pas au-delà de ce qui est légitime.

(5) Le commerce intra-branche désigne l'échange de produits similaires, mais non nécessairement homogènes, le prix et la qualité des produits pouvant différer. Sur l'internationalisation du processus de production, voir Feenstra R. C. (1998), "Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 12, N° 4, pp. 31-50.

(6) Les données citées pour 2009 sont celles de l'Organisation Mondiale du Commerce.

(7) Les dominions britanniques (Canada, Australie, Nouvelle-Zélande) adoptèrent également des mesures protectionnistes à partir de la fin du XIX^{ème} siècle, sans toutefois remettre en cause le principe de la préférence impériale : au Canada, si la hausse des droits à l'importation adoptée entre 1878 et 1887 n'épargnait pas les importations britanniques, celles-ci bénéficiaient d'un taux préférentiel. En Australie, l'adoption d'un nouveau tarif protectionniste en 1908 s'accompagna d'un maintien des préférences accordées aux produits britanniques.

(8) Bairoch P. (1993), *Mythes et paradoxes de l'histoire économique*, Paris, La Découverte.

(9) L'Inde était ainsi exportatrice nette de textile (coton) à destination de l'Europe au XVIII^{ème} siècle, tandis qu'à la fin du XIX^{ème} siècle, elle importait les deux tiers de sa consommation de textile, principalement de Grande-Bretagne. Après l'abolition en 1813 du monopole commercial octroyé à la Compagnie des Indes Orientales, qui interdisait l'importation de produits textiles en Inde, des produits textiles produits à moindre coût par les pays développés affluèrent sur le marché indien, accélérant le déclin de l'industrie textile locale.

2. L'intégration financière de la première mondialisation était importante, mais limitée à un nombre restreint d'actifs du fait de barrières informationnelles et technologiques

2.1 Au cours de la première mondialisation, les marchés de capitaux ont connu un fort niveau d'intégration, qui a vraisemblablement décliné dans l'entre-deux-guerres

La première mondialisation a aussi été caractérisée par l'essor des flux financiers internationaux. L'importance des flux de capitaux sur la période 1870-1913 peut être appréhendée par une approximation des flux nets de capitaux, basée sur la valeur absolue de la balance courante¹⁰. Selon cette approximation (cf. tableau 1), les flux de capitaux connaissaient des niveaux élevés entre 1870 et 1913, avant de décliner dans de nombreux pays pendant l'entre-deux-guerres. Au niveau agrégé, la croissance des investissements internationaux dépassait celle du commerce : entre 1825 et 1913, les exportations mondiales ont été multipliées par 20 (en valeur),

tandis que le volume du stock brut de capitaux à l'étranger a été multiplié par 50.

Cette intégration financière, forte, se limitait cependant aux pays développés avant 1914 (cf. encadré 1). Les pays industrialisés européens fournissaient la principale source de financement, la Grande-Bretagne étant l'investisseur le plus important. En 1913, 40 % du stock de capitaux investis à l'étranger était d'origine britannique, et 86 % d'origine européenne. Entre 1870 et 1913, les investissements à l'étranger (approximés par l'opposé du compte courant) représentaient en moyenne 5 % du PIB britannique, avec un pic à 9 % en fin de période. L'adoption de l'étalon or a rendu possible la hausse des flux de capitaux, et la place de Londres a joué un rôle majeur dans le fonctionnement du système financier international.

Tableau 1 : Flux de capitaux (moyenne de la valeur absolue de la balance courante en % du PIB)

	GB	EU	Argentine	Australie	Canada	France	Allemagne	Italie	Japon
1870-1913	4,6	0,9	12,5	6,2	7,0	1,9	1,6	1,5	1,5
1919-1939	1,9	0,9	3,4	3,9	2,6	1,7	1,7	2,1	1,2

Source : Taylor (1996).

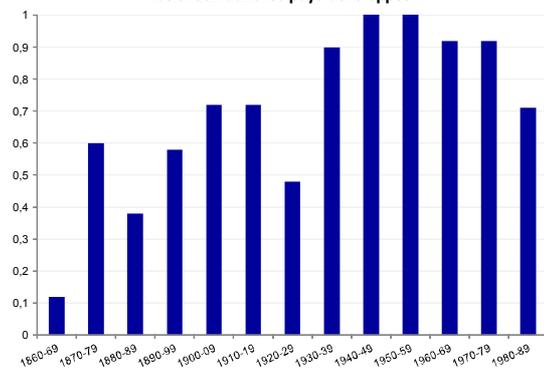
Encadré 1 : mesure de l'intégration des marchés financiers

La faible corrélation observée entre les taux d'épargne et les taux d'investissement nationaux entre 1860 et 1910 témoigne du fort degré d'intégration des marchés financiers : selon Feldstein et Horioka (1980), si les marchés internationaux de capitaux sont bien intégrés, la corrélation entre taux d'investissement et taux d'épargne domestiques devrait être faible, l'investissement domestique pouvant être financé par les flux de capitaux étrangers. La faible corrélation entre 1860 et 1890 semble cohérente avec la forte mobilité des capitaux sur la période, destinés aux colonies de peuplement européen (Australie, Canada, Argentine...) et au développement des chemins de fer en Europe.

Source : Taylor, Alan M. (1996), "International capital mobility in history: the saving-investment relationship", NBER Working Paper, No. 5743.

Note de lecture : une faible corrélation entre épargne nationale et investissement national suggère un bon accès aux marchés de capitaux et par conséquent, une forte intégration financière.

Graphique 4 : corrélation entre taux d'investissement et d'épargne nationaux dans les pays développés



2.2 La nature des flux de capitaux diffère fortement entre les deux vagues de mondialisation en raison des évolutions technologiques et informationnelles

Contrairement à la phase actuelle de mondialisation, la première mondialisation n'a pas été caractérisée par l'internationalisation du processus de production. En 1913, les entreprises multinationales représentaient 3 à 6 % de la production mondiale. Selon Bordo et al. (1999), l'activité à l'étranger ne contribuait pas substantiellement aux profits des entreprises américaines. Les investissements directs à l'étranger (IDE) représentaient seulement 10 à 20 % des investissements à l'étranger, les investissements de portefeuille étant alors prépondérants. Les poids relatifs des IDE et des investissements de portefeuille sont en revanche plus équilibrés aujourd'hui.

En 1914, les IDE visaient davantage à favoriser l'accès aux matières premières qu'à internationaliser le processus de production. Les principaux destinataires d'IDE étaient les États-Unis et la Russie, riches en matières premières : 55 % du stock mondial des IDE se dirigeait vers le secteur primaire, 15 % vers le manufacturier et 10 % vers le secteur bancaire. Si l'introduction

de mesures protectionnistes en Europe à partir de 1879 avait favorisé la relocalisation des unités de production dans les pays où la pénétration des marchés était entravée par les barrières douanières¹¹ (c'était notamment le cas des entreprises textiles suisses relocalisées en Italie suite à l'adoption de tarifs protectionnistes), ces pratiques de contournement ne constituaient pas à proprement parler une internationalisation du processus de production.

Les obstacles technologiques et l'imperfection de l'information restreignaient les flux de capitaux à un nombre limité d'actifs sur lesquels les asymétries d'information pesaient le moins. Les investisseurs se concentraient sur les actifs tangibles (matières premières, chemins de fer) et transparents (financement des gouvernements), ainsi que sur les obligations plutôt que sur les actions. Le financement des gouvernements, des sociétés de chemins de fer et des secteurs des matières premières attirait l'essentiel des investissements : 40 % des investissements de portefeuille britanniques (cf. graphique 4) étaient destinés aux chemins de fer, 30 % à la dette souveraine, 10 % aux matières premières. Les contraintes technologiques et informationnelles limitaient à l'époque les possibilités d'investissement de

(10) Les flux nets de capitaux sont utilisés pour approximer les flux de capitaux à défaut des flux bruts, faute de données sur cette période. Les flux nets sont approximés par la balance courante. Cette approximation, communément employée dans la littérature consacrée à l'histoire économique, s'appuie sur l'identité comptable selon laquelle la somme du compte des transactions courantes, du compte du capital, du compte financier et du poste « erreurs et omissions » est nulle ; elle suppose donc l'absence d'accumulation de réserves.

(11) Bairoch P., Victoires et déboires, vol. II, *Folio histoire*, Éditions Gallimard, 1997.

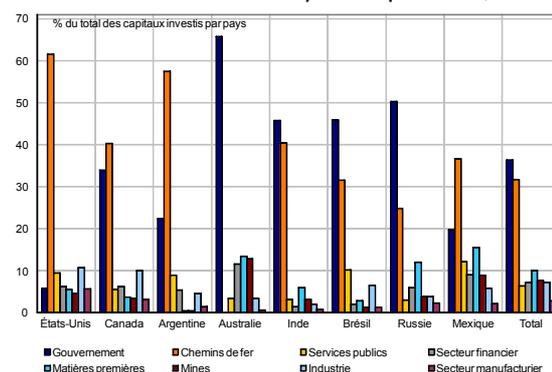
court terme. Le moindre développement des institutions financières internationales pouvait également limiter les possibilités de contrôle de l'information et du respect des contrats¹². Ces contraintes sont aujourd'hui levées.

2.3 Les destinataires des flux de capitaux présentent des caractéristiques communes d'une vague de mondialisation à l'autre : les capitaux vont là où la productivité globale des facteurs est élevée et le cadre institutionnel favorable au recouvrement des créances

Les investissements internationaux étaient géographiquement très concentrés à la fin du XIX^{ème} siècle, et se dirigeaient essentiellement vers les pays développés riches en ressources naturelles disposant d'une main-d'œuvre formée et bénéficiant de faibles coûts de transport¹³. Lors de la première mondialisation, les flux de capitaux ont facilité l'industrialisation et les transferts de technologie vers les pays de peuplement européen, et favorisé l'affirmation des États-Unis comme puissance mondiale. Un quart des flux se dirigeait ainsi vers les États-Unis (cf. graphique 5), tandis que les investissements

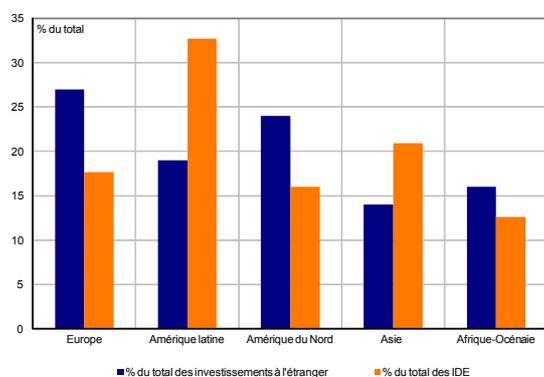
en Amérique latine étaient majoritairement destinés aux pays les plus développés du continent : 60 % des flux à destination de l'Amérique latine se dirigeaient vers l'Argentine et l'Uruguay.

Graphique 5 : destination des investissements internationaux du Royaume-Uni par secteurs (1885-1914)



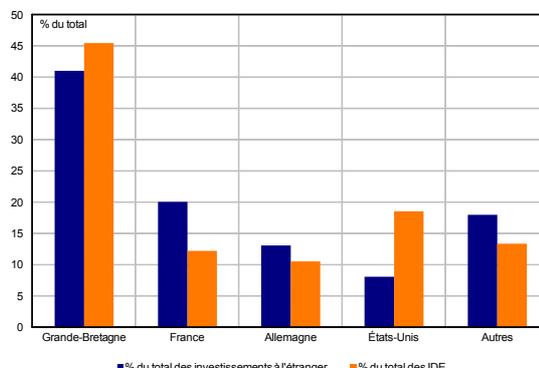
Source : Eichengreen B., Bordo M. D., (2002).

Graphique 6 : destinataires des investissements internationaux en 1913



Source : Bairob P. (1996).

Graphique 7 : principaux pays émetteurs d'investissements internationaux en 1913



Source : Bairob P. (1996).

La stratégie actuelle de la Chine, destinataire d'IDE, mais également exportatrice de capitaux en vue de s'assurer l'accès aux matières premières, fait écho à celle des États-Unis au début du XX^{ème} siècle. L'affirmation des États-Unis s'était ainsi accompagnée d'IDE (cf. graphique 6) à destination des pays riches en matières premières : en 1914, 40 % des IDE des États-Unis étaient destinés aux mines et au pétrole, tandis que les IDE destinés aux services et au secteur manufacturier ne représentaient chacun que 20 % du total des IDE américains.

Les flux de capitaux s'orientaient vers les pays dont le cadre institutionnel était favorable au recouvrement des créances. Entre 1865 et 1914, les investissements britanniques

étaient principalement destinés aux États-Unis (20,5 %), à l'Australie (8,3 %), au Canada (10 %) et à l'Inde (7,8 %). Cette concentration géographique peut s'expliquer par la proximité culturelle et juridique entre la Grande Bretagne et ses dominions ou ex-colonies. L'assurance du respect des droits de propriété au sein de l'Empire britannique était ainsi favorable au recouvrement des créances. De même, la stabilité monétaire du Canada et de l'Australie (stabilité de la parité or) favorisait l'investissement. L'établissement de bonnes relations commerciales facilitait également l'intégration financière : la bonne réputation acquise en commerçant rassurait les investisseurs sur la soutenabilité des relations financières de plus long terme¹⁴.

(12) Bordo M. D., Eichengreen B., Kim J. (1998), "Was there Really an Earlier Period of Financial Integration Comparable to Today?", *NBER Working paper*, No. 6738, September.

(13) Le « paradoxe de Lucas » s'applique dans une certaine mesure à la première mondialisation. Robert Lucas (1990), observant l'absence d'investissements américains à destination de l'Inde, riche en main d'œuvre, remarquait l'absence de transfert de capitaux des pays riches vers les pays dépourvus de capital, alors même que la théorie économique suggère que le capital, s'il était parfaitement mobile, devrait être investi là où sa productivité marginale est la plus forte (c'est-à-dire dans les pays abondants en facteur travail mais pauvres en capital). Ce constat s'applique en partie à la première mondialisation : avant 1914, 75 % des investissements internationaux de la Grande Bretagne allait vers le Canada, l'Australie, l'Argentine et les États-Unis, où vivait 10 % de la population mondiale, tandis que seul le quart des investissements britanniques allait vers l'Asie et l'Afrique, qui représentaient respectivement 58 % et 7 % de la population mondiale. De même, avant 1914, l'Allemagne et la France exportaient la majorité de leurs capitaux vers l'Europe, les États-Unis, le Canada, l'Australie et l'Argentine, et moins du tiers vers l'Asie et l'Afrique. L'étude économétrique de Clemens et Williamson (2000) suggère que ces choix d'investissements étaient dictés par la recherche d'une main d'œuvre qualifiée, de ressources naturelles et de la possibilité de bénéficier de coûts de transports limités. Le capital allait donc là où la productivité globale des facteurs était potentiellement élevée. Voir Clemens M. A., Jeffrey G. W. (2000), "Where did British Foreign Capital Go? Fundamentals, Failures and the Lucas' Paradox, 1870-1913", *NBER Working Paper*, No. 8028, December.

(14) Taylor A. M., Wilson J. L. F. (2008), "International Trade and Finance under the Two Hegemons: Complementaries in the United Kingdom 1870-1913 and the United States 1920-30", *NBER Working paper*, No. 12543, September.

3. L'expérience de la première mondialisation souligne les avantages liés à la stabilité des changes et au rééquilibrage des balances courantes pour favoriser l'intégration financière et limiter la vulnérabilité aux crises

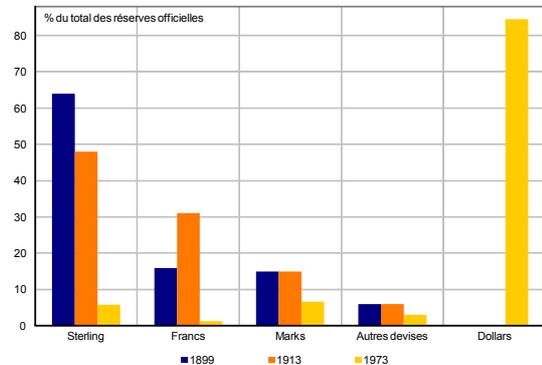
3.1 La stabilité des changes au sein du système de l'étalon or a favorisé l'intégration financière

L'intégration financière de la première mondialisation a été favorisée par la stabilité des changes qu'autorisait le système de l'étalon or. La stabilité des changes limitait les coûts de transaction et le risque de change, et offrait une sécurité aux prêteurs, qui pouvaient recouvrer leurs créances en or. Entre 1853 et 1900, la plupart des pays développés ont abandonné le bimétallisme¹⁵ ou l'étalon argent au profit de l'étalon or : l'Allemagne, le Danemark et la Suède l'ont adopté en 1873, suivis des pays de l'Union latine (Belgique, France, Italie, Grèce et Suisse) en 1878, de l'Autriche-Hongrie (1892), de la Russie (1897) et des États-Unis (1900). L'étalon or fournissait une externalité de réseau : son adoption était d'autant plus rapide qu'un pays commerçait avec des économies l'ayant adopté¹⁶. L'adoption de l'étalon or signalait également l'engagement d'un État à poursuivre des politiques budgétaires et monétaires stables, puisque le respect de la parité fixe avec l'or limitait la création monétaire et la possibilité de monétiser la dette publique. La subordination des autres objectifs de politique économique au maintien de la stabilité des taux de change avec l'or et par conséquent, avec le sterling, fournissait un gage de crédibilité, qui facilitait l'accumulation de créances libellées en sterlings et l'accès aux marchés internationaux.

L'intégration financière des pays développés peut être illustrée par la croissance des réserves officielles en devises, favorisée par la croissance des flux de capitaux et des prêts internationaux libellés en devises. La détention de devises par les banques centrales est en effet relativement récente, et a coïncidé avec l'émergence du système international de l'étalon or avant 1914. Selon les estimations de P. Lindert¹⁷, la part des devises dans les réserves des banques centrales en or et devises est passée de 10 % à 20 % entre 1880 et 1914 (cf. graphique 7). Cette proportion croissante tient à la généralisation du système de l'étalon or, qui, en rendant possible la conversion des devises en or, a favorisé la diversification des actifs en faveur des devises, qui présentaient l'avantage d'être rémunérées. Ainsi, les réserves de change du Japon, de la Russie et de l'Inde étaient en partie constituées de titres souverains britanniques et de dépôts dans les banques de Londres¹⁸, aisément convertibles en or, le marché des sterlings étant extrêmement liquide. En niveau, le montant des réserves de change a été multiplié par quatre entre 1900 et 1913, en lien avec le développement des échanges et prêts internationaux et de la monétisation de l'économie. En 1913, les réserves en sterling représentaient la moitié du total des réserves en devises, ce qui souligne la crédibilité de l'ancrage du sterling sur l'or et le rôle central de la place financière de Londres¹⁹. Toutefois, le poids des réserves en sterlings dans le total des réserves de change

a diminué entre 1890 et 1913, avec l'affirmation d'autres places financières (Paris, Berlin) : en 1913, un tiers des réserves de devises étaient des francs, ce qui s'explique notamment par les prêts libellés en francs consentis à la Russie (emprunts russes). Le dollar était inexistant dans les réserves : avant la création de la Fed en 1914, aucune institution centralisée n'assurait la liquidité du marché en dollar.

Graphique 8 : composition des réserves officielles de change



Source : Eichengreen (2005).

Sur le marché des obligations souveraines, ou la crédibilité de l'engagement à respecter la parité or ouvrait l'accès à la place de Londres, tandis que les fondamentaux macroéconomiques (dette publique, inflation) importaient moins²⁰. L'appartenance à l'Empire britannique n'était ni une condition nécessaire, ni une condition suffisante pour accéder au marché des capitaux de Londres avant 1914. Les pays adhérant à l'étalon or présentaient un risque pays moins élevé, qui se traduisait par des écarts de taux obligataires contenus vis-à-vis de la Grande Bretagne (cf. graphique 8). En revanche, les prêts aux pays ayant des étalons monétaires fluctuants étaient associés à des taux d'intérêt significativement plus élevés²¹. Les incertitudes liées au régime monétaire bimétallique américain²² et les craintes d'inconvertibilité du dollar en or au début des années 1880 ont par exemple conduit les investisseurs britanniques à liquider leurs titres américains en faveur d'obligations coloniales, et entraîné une hausse de la prime sur les obligations américaines et sur le change. La prime exigée de l'emprunteur était majorée lorsque la dette était libellée en devises nationales : un étalon monétaire fluctuant ne garantissait pas le créancier contre le risque de dépréciation, contrairement à une parité or fixe. Le taux obligataire moyen de la dette américaine libellée en dollars s'élevait ainsi à 4 %, contre 3 % pour celle en or.

(15) Avant 1871, le Portugal et l'Empire britannique utilisaient l'étalon or. Les États allemands, l'Autriche-Hongrie, les Pays-Bas et les pays scandinaves étaient adossés à l'argent. La France, la Belgique, la Suisse et l'Italie, au sein de l'Union latine, disposaient d'un système monétaire bimétallique, basé sur l'acceptation conjointe de l'or et de l'argent. Le système monétaire de l'Union latine reposait sur le Franc, défini comme contenant 4,5 grammes d'argent et 0,29 grammes d'or. Le ratio entre prix de l'or et prix de l'argent était stabilisé autour de 15,5 dans l'Union latine, ce qui permettait l'utilisation conjointe de pièces d'or et d'argent. L'abandon du bimétallisme au profit du seul étalon or dans les années 1870 a été précipité par la réforme monétaire allemande entre 1871 et 1873 : le passage de l'Allemagne à l'étalon or en 1871 et le versement en or des réparations dues par la France suite à la guerre franco-prussienne ont eu pour effet de déprécier l'argent par rapport à l'or.

(16) Meissner C. M. (2002), "A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard", *NBER Working Paper*, No. 9233, September.

(17) Lindert P. (1969), "Key currencies and gold", *Princeton Studies in international finance* No. 24, Princeton University.

(18) Eichengreen B. (2008), "Globalizing capital: a history of the international monetary system", Princeton University Press.

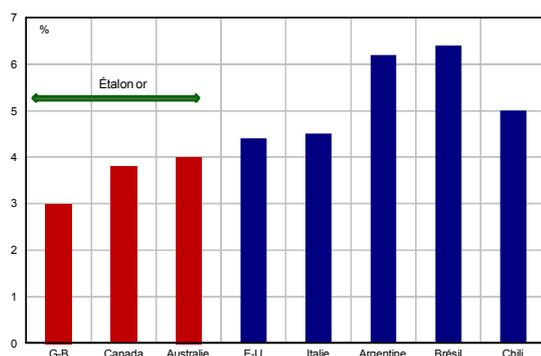
(19) Entre 1860 et 1914, 60 % du commerce mondial est libellé en sterlings. Cf. Eichengreen B. (2005), "Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspective on Reserve Currency Competition", *NBER, Working Paper*, No. 11336, May.

(20) Obstfeld M. et Taylor A. M. (2002), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 versus 1925-1931", *NBER Working Paper*, No. 9345, November.

(21) Bordo M. D., et Rockoff H. (1996), "The Gold Standard as a Good Housekeeping Seal of Approval", *NBER working paper*, No. 5340, November.

(22) Jusqu'au Gold Standard Act de 1900, le dollar était défini à la fois en argent et en or. À partir de 1861, la découverte de mines d'argent et d'un procédé d'extraction plus efficace de l'argent ont déprécié l'argent et bouleversé le prix relatif des deux métaux. Dans un contexte de dépréciation de l'argent, le bimétallisme américain induisait alors un « risque argent » pour les créanciers.

Graphique 9 : rendements reconstitués des bons du Trésor remboursés en or (1870-1914)



Source : Bordo M., Rogoff K. (1996).

3.2 Comme aujourd'hui, un faible déficit courant, des réserves importantes et une faible dette libellée en devises limitaient la vulnérabilité des pays destinataires de capitaux aux crises financières

Les épisodes de chutes brutales des flux entrants de capitaux (*sudden stops*)²³ observés ces dernières décennies font écho à ceux du début des années 1890 (tableau 2). Pendant les années 1880, alors que l'Europe traversait une dépression, la conjonction de taux faibles en Europe et de perspectives de rendements élevés dans les pays émergents avait favorisé un afflux de capitaux vers ces pays. Le déclin des réserves en or de la Banque d'Angleterre, reflétant d'importantes sorties de capitaux, et l'amélioration des conditions économiques européennes avaient par la suite conduit la Banque d'Angleterre à augmenter ses taux (de 2,5 à 4 %) à la fin des années 1880. La hausse des taux d'intérêt du principal exportateur de capitaux, imité par d'autres puissances européennes, avait brutalement réduit les flux de capitaux destinés aux pays émergents, qui avaient alors rencontré des difficultés pour financer leur déficit courant. La chute des flux entrants de capitaux rendait en effet nécessaire un rééquilibrage du solde externe, qui ne pouvait s'effectuer que par une contraction de la demande intérieure et/ou une dépréciation réelle du taux de change²⁴. Pendant la première mondialisation, les épisodes de chutes brutales des flux entrants de capitaux²⁵ débouchaient dans 40 % des cas sur des crises financières.

Comme aujourd'hui, la part de la dette libellée en devises (sterling) ou en or dans la dette totale, ainsi que d'importants déficits courants, associés à une forte dépendance aux capitaux étrangers, accroissaient significativement la probabilité de subir une chute brutale des flux entrants de capitaux.

Tableau 2 : Épisodes de *sudden stops*

Argentine	1891, 1899	Inde	1902, 1910
Australie	1891	Italie	1888
Autriche	1899	Japon	1891, 1899, 1901, 1908
Brésil	1906	N. Zélande	1883, 1887
Canada	1891, 1908	Norvège	1902
Chili	1885, 1893, 1904	Portugal	1892
Finlande	1901	Russie	1885, 1888, 1899
Grèce	1883, 1886, 1892, 1900, 1906	Suède	1886, 1911

Source : Bordo et al. (2007).

À l'inverse, la capacité d'un pays à honorer ses dettes était associée à une faible probabilité de subir une crise financière²⁶ : un ratio réserves en or/masse monétaire élevé, indiquant la capacité à respecter la parité or, envoyait un signal positif propre à alimenter la confiance des investisseurs dans le système monétaire du pays endetté et à limiter le risque de panique. Certains pays ont ainsi pu échapper à des crises, tels que le Canada, l'Australie et les pays scandinaves, notamment grâce à la crédibilité de leur système monétaire et financier. Le Canada a par exemple connu une baisse des flux de capitaux à la fin des années 1890 bien moindre que celle qu'a connue à l'époque l'Argentine, dont la politique budgétaire laxiste avait abouti à un abandon de la parité or à plusieurs reprises (1876, 1885). La capacité à assurer la parité or, la stabilité du système bancaire et l'absence de dette excessive expliqueraient ainsi le maintien de la confiance des marchés financiers au Canada.

La première mondialisation permet donc de mettre en perspective la mondialisation actuelle. Des similarités sont observables : la baisse des coûts de transport et de communication est à l'origine des deux périodes de mondialisation ; aujourd'hui comme à la fin du XIX^{ème} siècle, les flux de capitaux se dirigent vers les pays offrant un cadre institutionnel et monétaire stable, riches en ressources naturelles et disposant d'une main d'œuvre formée. Le développement commercial actuel de la Chine présente des points communs avec celui des États-Unis avant 1914 : les États-Unis se sont affirmés comme puissance commerciale *via* une croissance portée par les exportations, soutenue par une offre de travail abondante et les transferts de technologie, tout en investissant à l'étranger en vue de s'assurer l'accès aux ressources naturelles²⁷. Les crises contemporaines rappellent également les crises financières de la première mondialisation : la stabilité monétaire, des déficits courants limités et une faible part de la dette libellée en devises ont contribué à limiter l'ampleur de ces crises pendant les deux périodes de mondialisation.

Des différences majeures²⁸ dans l'organisation de la production et la composition des flux commerciaux rendent cependant l'intensité de la mondialisation actuelle sans précédent : bien que le commerce entre pays industrialisés ait été significatif lors de la première mondialisation, le commerce intra-branche est propre à

(23) Pour davantage de détails sur les *sudden stops*, voir Berthaud F. et Colliac S. (2010) « Quels pays émergents ont été victimes d'un arrêt brutal des entrées de capitaux pendant la crise ? », *Trésor-éco* n°76, Direction générale du Trésor, juillet.

(24) Dans le contexte de changes fixes du système de l'étalon or, la dépréciation pouvait passer par une dévaluation ou par un abandon de la parité or, ce qui accélérerait la dépréciation réelle.

(25) Bordo M. D., Cavallo A. F., Meissner C. M. (2007), "Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization, 1880-1913", *NBER Working Paper*, No. 13489, October.

(26) L'ouverture commerciale, autorisant l'ajustement rapide des déséquilibres courants, était aussi un facteur diminuant la probabilité de crise financière.

(27) Des parallèles peuvent être dressés entre le mode d'ajustement des déséquilibres extérieurs des pays attachés à la parité or avant 1914 et ceux de la Chine aujourd'hui, dont la devise est ancrée au dollar. Selon le Comité Cunliffe (1919), avant 1914, lorsqu'un pays connaissait un déficit courant, impliquant une sortie de devises convertibles en or, les autorités monétaires, pour éviter le déclin des réserves en or et maintenir la parité, devaient théoriquement contracter la base monétaire, *via* une hausse des taux d'intérêt. L'ajustement attirait les capitaux extérieurs, limitait l'investissement, le revenu et le niveau général des prix. La demande d'importations se trouvait réduite, tandis que les exportations étaient stimulées, ce qui favorisait par conséquent la résorption des déficits courants. En pratique, ces « règles du jeu » étaient violées : les ajustements se faisaient souvent davantage par des interventions de change stérilisées plutôt que par des variations de taux, les autorités monétaires poursuivant des objectifs de politique intérieure (stabilité de la production, du niveau des prix et des taux d'intérêt) plutôt que des objectifs de convertibilité. La situation de la Chine aujourd'hui présente certaines similarités avec le système de l'étalon-or, les ajustements se faisant par des contrôles sur les capitaux et la stérilisation des flux entrants.

(28) Baldwin, R. E., Martin P. (1999), "Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences", *NBER Working Paper*, No. 6904, January.

la mondialisation actuelle. En outre, le rôle des entreprises multinationales était limité au début du siècle, alors qu'elles jouent dorénavant un rôle prépondérant dans les IDE. L'intégration financière diffère également entre les deux mondialisations : les obligations étaient prépondérantes en 1914, tandis que la répartition entre actions et obligations est aujourd'hui plus équilibrée, ce qui pourrait avoir des conséquences en termes de partage du risque au niveau international²⁹. L'équilibre entre investissements de portefeuille et IDE s'est également modifié : les investissements de portefeuille dominaient pendant la première mondialisation,

tandis que les poids relatifs sont globalement équivalents aujourd'hui. La première mondialisation a ainsi été limitée par l'existence de contraintes informationnelles et technologiques, qui a restreint l'intégration financière aux secteurs sur lesquels l'asymétrie d'information pesait le moins et limité les possibilités d'investissements de court terme.

Violaine FAUBERT

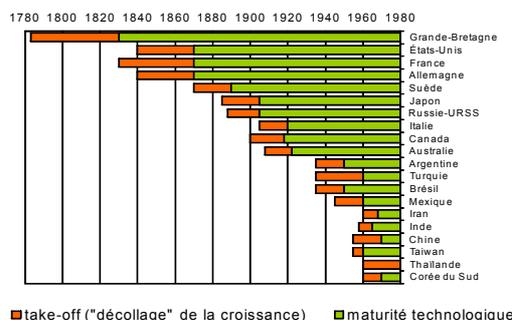
Annexe : L'économie mondiale entre 1870 et 1914

Tableau 3 : Composition des échanges internationaux en 1913 (en %)

	Poids dans les exportations mondiales	Commerce avec les pays développés	Part des exportations de biens manufacturés dans les exportations totales	Part des exportations de biens manufacturés vers les pays industrialisés dans les exportations manufacturées	Poids dans le PIB mondial en 1913	Poids dans la population mondiale en 1913
Royaume-Uni	22,8	37,9	76,6	31,8	8,2	2,6
France	12,1	68,2	57,9	63,8	5,3	2,3
Allemagne	21,4	53,4	71,7	53,5	9,7	3,6
Autres pays européens	15,0	70,3	49,4	62,0	9,8	6,1
États-Unis	22,1	74,5	34,1	63,2	18,9	5,5

Sources : Bairoch P., *Victoires et déboires*, vol. II, Éditions Gallimard (1997), A. Maddison (2003).

Graphique 10 : développements économiques selon Rostow



Source : W.W. Rostow, *The Stages of Economic Growth*, 3^{ème} édition, 1990.

(29) Certains auteurs présentent aujourd'hui les États-Unis comme le « banquier du monde » se finançant à court terme et investissant à long terme dans des actifs risqués. Cf. Gourinchas P.O., Rey H. (2005), "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", *NBER Working Paper*, No. 11563, August.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances et de l'Industrie

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Benoît COEURÉ

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe VINCENT
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtrésor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse DOS SANTOS
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Septembre 2011

n°92. Le chômage des jeunes : quel diagnostic ?
Pierre-Édouard BATARD, Emmanuel SAILLARD

Juillet 2011

n°91. La soutenabilité des finances publiques après la crise : quelle contribution de la réforme des retraites ?

Thomas LELLOUCH, Marie MAGNIEN, Stéphane SORBE

n°90. Comment expliquer la reprise de l'investissement en France malgré la faiblesse du taux d'utilisation des capacités de production ?
Matthieu FORESTIER

http://www.tresor.bercy.gouv.fr/TRESOR_ECO/tresoreco.htm