

# La convergence est-elle nécessaire à la création d'une zone monétaire? Réflexions sur l'étalon or 1880-1914

Marc Flandreau, Jacques Le Cacheux

► **To cite this version:**

Marc Flandreau, Jacques Le Cacheux. La convergence est-elle nécessaire à la création d'une zone monétaire? Réflexions sur l'étalon or 1880-1914. Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Po, 1996, pp.1-37. hal-01027618

**HAL Id: hal-01027618**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01027618>**

Submitted on 22 Jul 2014

**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.

# La convergence est-elle nécessaire à la création d'une zone monétaire ? Réflexions sur l'étalon or 1880-1914

**Marc Flandreau**

*CNRS, IOF et OFCE*

**Jacques Le Cacheux**

*OFCE\**

*Le traité de Maastricht a mis l'accent sur la convergence de critères d'endettement public, de déficit, d'inflation et de taux d'intérêt longs. Ces critères sont habituellement justifiés comme constituant la garantie de la formation d'une zone monétaire stable.*

*De ce point de vue, l'expérience de l'étalon or en Europe, à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, présente un précédent tout à fait intéressant, puisque cette zone or se passa de tout cadre formel multilatéral. Et pourtant, en termes de stabilité monétaire l'expérience fut un succès.*

*Cet article est un premier « état des lieux » dans une recherche visant à reconstituer des séries cohérentes de dettes publiques, de budgets, de taux longs, de taux d'inflation et de taux de change pour un échantillon important de pays européens (Allemagne, Autriche-Hongrie, Belgique, Danemark, Espagne, France, Grande-Bretagne, Grèce, Hollande, Italie, Norvège, Portugal, Russie, Suède, Suisse) pour la période « classique » de l'étalon or. On cherche surtout ici à formuler un certain nombre de constats et d'hypothèses permettant d'appréhender une réalité diffuse et complexe. Les éléments avancés doivent donc être traités comme des conclusions provisoires susceptibles d'être affinées, testées, démontrées ou rejetées dans des étapes ultérieures.*

La convergence est-elle nécessaire à la création d'une zone monétaire ? Le traité de Maastricht a répondu par l'affirmative en faisant d'un certain nombre de critères formels portant sur le niveau des dettes publiques, des déficits, des taux d'intérêt à long terme et des rythmes d'inflation, des conditions préalables à la formation d'un noyau Euro, ainsi qu'à l'admission ultérieure de nouveaux membres. Il y aurait ainsi une « zone d'acceptabilité » vers laquelle la convergence serait indispensable avant de pouvoir procéder plus avant.

---

\* Nous voulons exprimer notre gratitude à Jérôme Legrain, étudiant à l'Essec et à l'Institut d'études politiques de Paris qui a fait bien plus que ce qui habituellement requis d'un stagiaire. Des remerciements spéciaux sont aussi dus à : Pablo Martin Acena, Michael Bergman, Jean-Pierre Dormois, Lars Jonung, Leandro Prados de la Escosura, Jaime Reis, Peter Solar, Vera Zamagni, Jan-Luiten Van Zanden qui nous ont aidé dans la collecte des données, ainsi qu'à la documentation de l'OFCE (Gwenola de Gouvello et Christine Paquentin).

Jusqu'à présent, le débat économique s'est essentiellement porté sur le bien fondé de tels critères, surtout lorsqu'il est apparu que ceux-ci risquaient de constituer un obstacle au processus d'unification européenne. Initialement cependant l'établissement d'une norme européenne était apparue comme indispensable, peut-être parce que l'expérience semblait sans précédent : on dispose en effet de peu d'exemples permettant de cerner et d'élucider les dynamiques de convergence dans la formation d'une zone monétaire. La « critéromie » fut du coup perçue comme un mode de coordination nécessaire à la cohérence et au succès du futur bloc Euro.

Cet article, qui fait partie d'un projet de long terme sur les aspects monétaires et fiscaux des différents régimes que le système monétaire international a connu dans le passé, se propose de combler cette lacune en étudiant les processus de convergence monétaire sous l'étalon or dit « classique » à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et au début du XX<sup>e</sup> siècle — convergence qui se fit *sans critères formels de nature supra-nationale*.

En 1867, la conférence monétaire internationale de Paris se prononça pour l'unification monétaire de l'Europe et proposa de plus que cette unification se fasse sur une base or. A l'époque en effet, coexistaient des régimes or, des régimes argent, des régimes bimétalliques (utilisant les deux monnaies), enfin des régimes à monnaie papier dont le taux de change fluctuait par rapport au reste du monde. La forte expansion du commerce et de la finance internationale avaient conduit à suggérer que l'adoption d'un système monétaire universel faciliterait ce qu'on appellerait aujourd'hui la globalisation.

Les représentants des 22 nations présentes à la Conférence de Paris cependant se gardèrent de fixer un calendrier, préférant laisser à chaque Etat le soin de conserver transitoirement son système monétaire. Chaque Etat était libre de s'ajuster au régime or quand bon lui semblerait. C'est que les problèmes de transition n'étaient pas minces. Les nécessaires ajustements monétaires et budgétaires dans certains pays, ainsi que la difficulté de se débarrasser du stock d'argent, conduisaient à privilégier une approche graduelle. Par ailleurs, le contexte politique de l'époque n'était guère favorable à l'adoption de règles supra-nationales conçues comme des atteintes à la souveraineté.

Pourtant les choses allaient se précipiter. En 1871 l'Allemagne qui, jusque là, était en régime d'étalon argent exclusif profitait de l'indemnité de Guerre imposée après sa victoire sur la France pour voter l'adoption de l'étalon or comme base du nouvel Empire. Pendant l'été 1873, ayant fini de collecter les 5 milliards de francs de l'indemnité, elle entreprenait d'acquérir de l'or en échange de ses anciens Thalers d'argent. La France qui aurait eu les moyens de fournir la contrepartie demandée par l'Allemagne tenta de s'opposer à la réforme allemande en suspendant la libre frappe du métal blanc (Flandreau, 1995). Ce fut alors le *sauf-qui-peut*. Les pays européens abandonnèrent l'argent par démonétisation pure et simple ou par limitation de la frappe.

La généralisation de l'étalon or en Europe se produisit par cercles concentriques. D'emblée, dans le courant des années 1870, un certain nombre de pays européens se retrouvèrent sur un étalon or effectif : la Grande-Bretagne et le Portugal, bien sûr, qui avaient précédé le mouvement, ainsi que l'Allemagne et la France, mais aussi la Hollande, la Belgique, la Suisse, et les pays scandinaves associés dans une union monétaire. D'autres pays en revanche, tout en abandonnant l'argent

n'adoptèrent pas pour autant l'étalon or ; ils se retrouvèrent de fait sur un régime papier. L'Europe se était donc alors formée d'un noyau rattaché à l'or, avec des changes fixes, et d'une zone papier à changes fluctuants. Peu à peu cependant, les pays de la zone papier finirent par stabiliser leur monnaie en termes des monnaie du centre. Ce fut le cas notamment pour la Russie et l'Autriche-Hongrie au cours de la décennie 1890. Dans le même temps, des forces centrifuges se manifestaient : ainsi, plusieurs pays du Sud européen connurent de graves crises de solvabilité — ce fut le cas notamment pour l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Pourtant, là aussi la normalisation eut lieu, de sorte que dans les années de la Belle époque, la stabilité des changes fut remarquable.

L'épisode invite à réfléchir sur les forces qui président à la stabilité d'une zone monétaire tout en nous placent d'emblée dans un cadre plus général que celui auquel les critères de Maastricht nous ont habitué. Ce texte cherchera à clarifier les logiques de convergence au travers de trois questions : y-a-t-il eu convergence ? Quelles ont été les implications de cette convergence pour le niveau des dettes publiques ? Et quels enseignements peut-on en tirer pour l'Europe ?

## Y-a-t-il eu convergence ?

Afin de faire ressortir les traits les plus saillants de la convergence monétaire sous l'étalon or, nous nous proposons de procéder en deux temps : d'abord, nous tenterons de camper à grands traits le cadre général du processus de convergence européenne en décrivant le degré d'intégration commerciale et financière ; puis, nous présenterons la dynamique de convergence nominale en étudiant l'évolution des taux d'intérêt, taux de change, et taux d'inflation.

## Le contexte économique et financier

### ***Mobilité du capital et intégration financière***

Tout au long de la période étudiée, la mobilité du capital est dans l'ensemble quasi parfaite. Le capital financier, fortement titrisé, s'écoule si librement d'un marché à l'autre que la détermination retrospective de la structure des portefeuilles nationaux est un casse tête pour les économistes. Cette forte « globalisation » n'est cependant pas une *tabula rasa*<sup>1</sup>. Au contraire, le système monétaire et financier européen est structuré autour de plusieurs marchés financiers aux premiers rangs desquels viennent Londres, Paris, et Berlin. A ces pôles se rattachent les marchés financiers de seconde envergure, comme Bruxelles, Vienne, ou Milan.

Le résultat de l'intégration financière peut se lire dans le fort découplément de la relation épargne-investissement<sup>2</sup>. Tandis que les premières industrialisations

— en particulier l'industrialisation britannique — ont été financées par l'épargne nationale, les vagues suivantes — en particulier celle de la deuxième industrialisation — utilisent de façon importante le capital étranger. La France et la Grande-Bretagne par exemple sont dès la première moitié du XIX<sup>e</sup> siècle des prêteurs nets qui investissent leur surplus d'épargne hors des frontières. Les pays qui s'industrialisent plus tardivement utilisent largement ces ressources — (c'est le cas notamment de la Belgique, de la Suisse, ou des Etats-Unis) — avant de commencer à rembourser leurs dettes et d'investir à leur tour dans les « nouveaux pays », devenant ainsi créanciers nets du reste du monde. Ce mécanisme est illustré par les calculs de Bayoumi (1990) qui a mis en évidence pour la Grande-Bretagne une relation épargne-investissement sensiblement plus faible que pendant les périodes ultérieures. Le même calcul, appliqué à d'autres pays, donnerait sans doute des résultats similaires.

Le marché monétaire quant à lui est intégré grâce à l'interdépendance des réseaux bancaires internationaux. Les effets à trois mois (« bills », acceptations, « promisory notes ») sont le principal moyen de règlement de place financière à place financière. Ces effets sont cependant différenciés par leur appartenance, en dernière analyse, à une communauté monétaire qui se matérialise par le refinancement auprès des banques centrales : celles-ci restent en effet souveraines dans la détermination des effets « bancables » et « non bancables ». Les banques centrales, parfois privées mais toujours sous tutelle publique, voient leur rôle de prêteur en dernier ressort s'affirmer peu à peu au cours de crises qui secouent souvent plusieurs marchés à la fois. C'est que le marché de l'argent est unifié par le biais des arbitrages. Cette importante intégration tend à produire de fortes co-variations d'une place à l'autre, phénomène décrit dès les années 1860 par Goschen sous le nom de *solidarité des grands marchés financiers*<sup>3</sup>.

### **Intégration commerciale**

L'intégration financière va alors de pair avec un degré élevé d'ouverture et d'intégration commerciales : la part des exportations dans le PNB des principales économies européennes est très élevée et croissante pendant toute la période même pendant les phases de ralentissement économique, comme entre 1873 et 1896. De façon intéressante, les « degrés d'ouverture commerciale » ainsi évalués n'ont été à nouveau atteints que dans les années 1980 (Bairoch, 1996). Par ailleurs, la part du commerce européen qui est réalisé avec des nations européennes — mesurant l'« intégration commerciale européenne » — reste pour l'ensemble de la période au-dessus de 60 %.

Cette tendance générale recouvre toutefois quelques fluctuations. Ainsi la décennie des traités de commerce européens (1860-1870), caractérisée par une

1. S'il existe un certain nombre de barrières à l'entrée sous la forme de restrictions légales sur la nature des cotations ou de taxe à l'entrée (tel titre avant d'être coté sur un marché donné est passible d'un droit de timbre), ces limites ne sont rien de plus que des coûts de transaction. Par ailleurs, s'il peut être parfois coûteux d'acheter à Paris un titre initialement coté à Londres, rien n'empêche d'acheter ce titre à Londres sans le rapatrier à Paris.

2. Feldstein et Horioka (1980) ont proposé de mesurer le degré d'intégration financière par le découplément entre épargne et investissement nationaux.

3. Voir Goschen (1861). Voir aussi Neal (1985) pour une étude des transmissions de fluctuations de cours d'un marché à l'autre.

importante libéralisation des transactions commerciales en Europe, avec notamment l'abaissement des droits sur les importations et la généralisation de la clause de la nation la plus favorisée, connaît une augmentation forte du degré d'intégration qui frôle alors les 70 %. Cette période sera suivie d'un léger recul, traduisant un phénomène de diversification des sources d'approvisionnement ainsi que des marchés après 1880. C'est ce que Bairoch a identifié comme une sorte de « loi d'Engel » du commerce international : l'amélioration du revenu par tête s'accompagne d'une diversification des sources d'approvisionnement.

Cependant, le recul relatif du commerce intra-européen s'accompagne d'une croissance nette en valeur absolue. Il faut aussi remarquer que cette moyenne européenne cache des évolutions contrastées. En effet, tandis que le commerce continental est très concentré, le commerce britannique est, très tôt dans le siècle, beaucoup plus multilatéral et diversifié.

Pourtant, alors que la liberté des transactions financières internationales est, à cette époque, quasi complète dans la plupart des pays européens, tous ou presque — à l'exception de la Grande-Bretagne — pratiquent, dès la fin des années 1880, des politiques commerciales de plus en plus protectionnistes : ceci est vrai tant entre l'Europe et le reste du monde qu'au sein de l'Europe<sup>4</sup>. Suite à l'abaissement substantiel des coûts de transports après 1870, les importations de céréales en provenance des Etats-Unis et de la Russie augmentent permettant l'intensification de la culture du blé dans la Prairie et dans les plaines russes. Il en résulte une baisse du prix des céréales qui provoque en Europe des pressions politiques en faveur de mesures protectionnistes<sup>5</sup>. C'est l'Allemagne qui en 1879, initie le mouvement, en inversant la tendance antérieure à la libéralisation des échanges commerciaux. Elle est bientôt suivie par l'Italie, la Belgique et la Suisse, qui relèvent leurs droits de douane en 1887, puis par la Suède (1888), le Danemark (1889) et la France (1892). Les droits de douane moyens prélevés sur les produits manufacturés augmentent ainsi lentement du début des années 1890 à 1913 dans tous les pays européens, à l'exception du Royaume-Uni et de la Hollande. De plus ces moyennes masquent en fait des « pics tarifaires » très élevés sur certains produits (Bairoch, 1989 et 1993 ; Bairoch et Kozul-Wright, 1996). Le contexte

### 1. Commerce intra-européen

1850	65%
1860	64%
1870	69%
1880	68%
1890	67%
1900	65%
1910	64%

Source : Calculs effectués à partir des données de Bairoch, 1976.

commercial est, ainsi, très éloigné du mythe du libre-échange absolu souvent évoqué à propos de cette période ; ni le renforcement de l'intégration commerciale, qui se poursuit jusqu'à la veille de la Première guerre mondiale, ni la reprise de la croissance économique, générale à partir des années 1890, ne semblent pouvoir être attribués au libéralisme commercial (Bairoch, 1989 ; Bairoch et Kozul-Wright, 1996).

### **Migrations et convergence réelle**

Un tableau de la période ne saurait être complet sans quelques indications sur les flux de main-d'œuvre et la convergence réelle. Dans une série d'articles récents, J. Williamson a professé la thèse que la convergence réelle a été le résultat « naturel » de la globalisation caractérisant la période antérieure à 1914<sup>6</sup>. Cette dynamique est surtout appréhendée au travers de la convergence des rémunérations des facteurs. La convergence aurait été le produit de deux mécanismes : d'un côté, le développement du commerce international décrit plus haut, qui aurait engendré des spécialisations induisant une convergence « à la Stolper-Samuelson » ; de l'autre les déplacements de facteurs (en particulier de la main-d'œuvre), les flux allant des régions à faible rémunération aux régions à forte rémunération, contribuant à la convergence des rémunérations.

La période antérieure à 1914 est en effet caractérisée par des déplacements massifs de main-d'œuvre, surtout en provenance de l'Europe. Avant 1880, l'Angleterre et l'Allemagne fournissent les plus gros contingents. Après 1880 cependant, l'Autriche-Hongrie, l'Espagne, le Portugal, l'Italie, ainsi que les pays scandinaves, fournissent une contribution importante à une émigration surtout dirigée vers l'Amérique du nord, mais aussi vers l'Amérique du sud (Brésil, Argentine), ainsi que vers l'Australie.

Cependant la convergence des rémunérations que Williamson pense avoir identifiée, ne saurait être confondue avec la convergence des niveaux de développement. Selon Gregory (1982) par exemple, le revenu par tête en Russie, qui correspondait grossièrement au revenu par tête en Grande-Bretagne à l'époque de Pierre le Grand, ne représentait plus qu'un tiers du revenu britannique vers 1861, et seulement un cinquième en 1913. De même, les chiffres rapportés par Maddison suggèrent qu'entre 1850 et 1914, en dépit de processus de rattrapage très nets dans certains cas (par exemple dans le cas de l'Allemagne vis-

---

4. Ceci différencie clairement la période étudiée de la période actuelle. Notons cependant que Bairoch (1989) prend soin de distinguer au sein de l'Europe entre protectionnistes (France, Allemagne, Espagne) et « libre-échangistes » (Grande-Bretagne, Danemark, Irlande et Suède).

5. Bairoch et Kozul-Wright (1996), qui présentent une synthèse des tendances de cette période, rappellent que les Etats-Unis sont, dès la fin de la guerre de Sécession, beaucoup plus protectionnistes que les pays européens, avec des droits de douane moyens de 45 % sur les importations de produits manufacturés.

6. Voir p.e. Williamson (1996), ainsi que sa présentation lors du séminaire de l'OFCE « Convergences en Histoire Economique », 30 mai 1996 : « There were three epochs of growth experience after the mid 19th century for what is now called the OECD « club »: the late nineteenth century, the middle years between 1914 and 1950, and the late 20th century. The first and last epochs were ones of overall fast growth, globalization and convergence. The middle years were ones of overall slow growth, de-globalization and divergence. Thus history offers an unambiguous positive correlation between globalization and convergence ».

à-vis de la Grande-Bretagne), aucune tendance à l'élimination des divergences ne peut être clairement perçue.

Finalement l'intégration commerciale et financière, la mobilité du travail et du capital, si elles ont été accompagnées d'une certaine réduction des écarts de rémunération des facteurs, n'a en aucun cas produit de convergence réelle.

## Aspects de la convergence nominale

### *Les taux de change*

Les graphiques 1 (a, b, c), nous renseignent sur l'évolution des taux de change en termes des devises-clés, c'est-à-dire des monnaies des trois principales nations européennes (Grande-Bretagne, France et Allemagne). Celles-ci en effet sont, dès le courant des années 1870, durablement ancrées à l'or et maintiennent par rapport à ce métal une complète ou quasi complète convertibilité<sup>7</sup>. L'ampleur moyenne des variations du change diffère considérablement d'un pays à l'autre. On peut pour simplifier considérer trois groupes dont les monnaies fluctuent par rapport aux devises-clés dans des intervalles de 1 %, 10 % et 100 % (ces variations sont exprimées en termes de la parité de fin de période, c'est-à-dire à la veille de la Première guerre mondiale). Tout d'abord, on trouve les petites économies comme la Belgique, la Hollande ou l'Union monétaire scandinave (Suède, Norvège, Danemark), qui ont adopté l'étalon or dans la foulée des grands pays. Ces nations ont, dès 1880 et jusqu'à la fin de la période, des parités extrêmement stables par rapport aux devises-clés : la fourchette de variation — qui correspond aux « points-or » — représente un étroit intervalle de part et d'autre de la parité de référence. En pratique, les banques centrales de ces pays, sans nécessairement maintenir une convertibilité or, achètent ou vendent des devises-clés dès lors que le cours de leur monnaie atteint les points or<sup>8</sup>.

Le second groupe de pays connaît des variations beaucoup plus substantielles. Pour ces monnaies, la parité or, lorsqu'elle est adoptée, devient un plafond au-dessus duquel leur monnaie peut se déprécier de temps à autre<sup>9</sup>. C'est le cas de la lire dans les années 1880-1882, puis à nouveau entre 1892 et 1902. Les devises russe et autrichienne entrent dans la période avec un degré de dépréciation important par rapport à leur ancienne parité métallique, d'ailleurs abandonnée avant 1870. Cependant, tandis que les Autrichiens ont dès 1880 grossièrement stabilisé leur monnaie à un niveau qui deviendra sa nouvelle parité or dans les années 1890, le rouble connaît encore des variations considérables<sup>10</sup>. Dans le courant des années 1890 cependant, l'ampleur moyenne des variations décroît et les trois devises flottent dans un intervalle d'au plus 5 % au-dessus de leur parité or. Par ailleurs, les banques centrales de ces pays — avec l'aide parfois des Trésors publics — développent des méthodes modernes d'intervention en condui-

---

7. La notion de devise clé renvoie à des monnaies convertibles en or. En pratique, surtout pendant le période 1880-1914, un grand nombre de pays européens utilisèrent une part croissante de réserves en actifs libellés en Reichsmark, en franc ou en livres sterling (voir Lindert, 1969, et Aglietta, 1984).

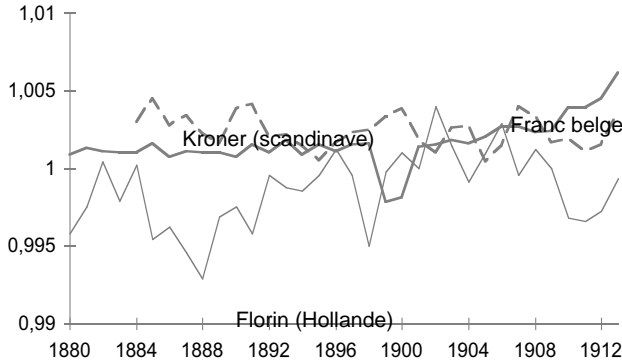


sant des opérations d'open-market sur le marché des changes ou sur le marché des titres, afin de stabiliser les variations de leurs devises.

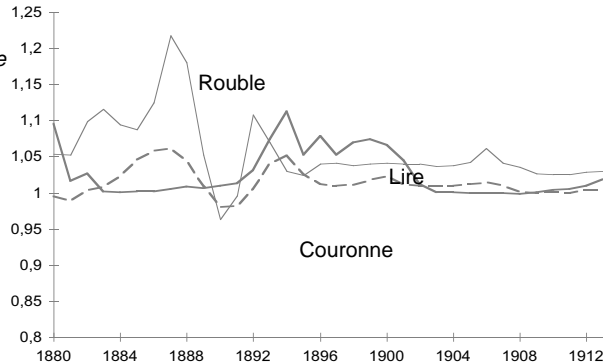
Le troisième groupe de pays comprend trois Etats du Sud européen (Portugal, Espagne, Grèce) dont la devise connaît une dépréciation massive entre 1890 et 1905, situation qui correspond à la crise de la dette qui affecte ces trois pays au cours des années 1890. Dans le cas de la Grèce par exemple, cette dépréciation ira jusqu'à 80 % du cours de référence de la drachme. Tandis que la situation se

1. Taux de change

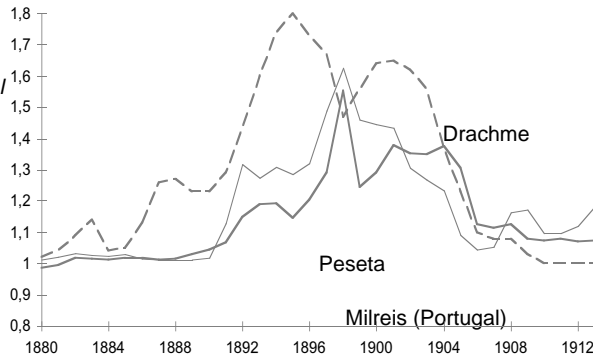
a) France, Belgique, Hollande UMS



b) Autriche, Russie, Italie



c) Pays du Sud  
Espagne, Grèce, Portugal



Source : Données collectées par les auteurs.

détériorer en Grèce dès le début de la période, les devises portugaise et espagnole restent en revanche remarquablement stables jusqu'en 1889. On a donc l'impression dans ce cas d'assister à une divergence, suivie d'une reconvergence au fur et à mesure que la crise de la dette pour ces différents pays se résoud.

Finalement, en termes de stabilité des changes, la période 1905-1913 se détache nettement. Pendant les dix années qui précèdent la guerre, les taux de change européens sont stabilisés dans un intervalle étroit.

### **L'inflation**

Les rythmes d'inflation dans les différents pays considérés sont représentés sur les graphiques 2 (a, b, c, d). De façon très nette, ces graphiques révèlent une tendance à la synchronisation des fluctuations de prix entre pays appartenant à la zone or. Plusieurs tendances d'ensemble se dégagent. Globalement, la période peut être découpée en deux épisodes : déflation durable jusqu'en 1896, puis reprise de la hausse des prix jusqu'en 1914. Ce mouvement long s'accompagne de cycles plus courts particulièrement perceptibles sur les graphiques 2a et 2b. Ces cycles ont une fréquence d'environ 6 à 7 ans. Ceci s'applique pleinement aux trois grandes nations européennes, ainsi qu'aux petites économies satellites qui y sont rattachées. Pour ces pays les co-mouvements des taux d'inflation sont nets.

En revanche, les pays dont l'appartenance à l'étalon or est soit plus tardive, soit moins certaine, comme l'Italie et l'Autriche, connaissent des fluctuations de prix moins marquées, surtout au début de la période. Cette constatation est d'autant plus intéressante qu'elle vient en quelque sorte compléter nos observations relatives aux taux de change. En effet, tout se passe comme si la moindre variabilité des prix était obtenue aux dépens de la stabilité des changes. Par ailleurs, il semble bien que dès lors que ces économies s'arriment à la zone or, la covariation de leur prix par rapport aux pays du cœur augmente. Ceci est très net pour l'Autriche après 1905.

Enfin, les nations du sud qui connaissent de graves crises monétaires et fiscales apparaissent largement découplées des fluctuations de prix qui atteignent la zone or. Ce découplément — tout à fait naturel dans un régime de changes flexibles — isole ces pays de façon durable.

### **Les taux d'intérêt longs**

L'évolution des taux longs est cohérente avec les éléments observés précédemment. En effet, l'élimination des primes de risque et la convergence des taux longs s'est produite à des rythmes et selon des modalités différentes, suivant le pays considéré. Les graphiques 3 (a, b, c, d, e) permettent de suivre les aspects de cette convergence entre 1880 et 1913. Tandis que le graphique 3 (a) présente

---

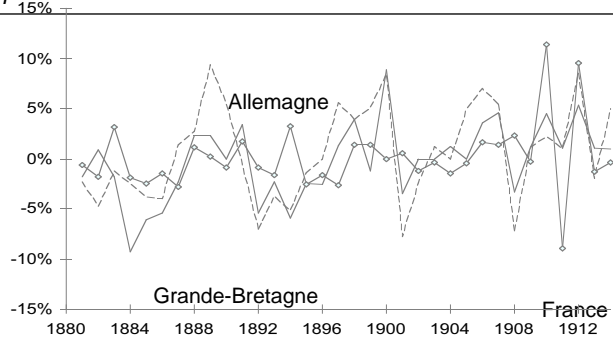
8. C'est notamment le cas de la Belgique qui détient un important portefeuille de *billets* étrangers.

9. Dans le langage de la théorie des zones cibles, on parle de « barrière réfléchissante ».

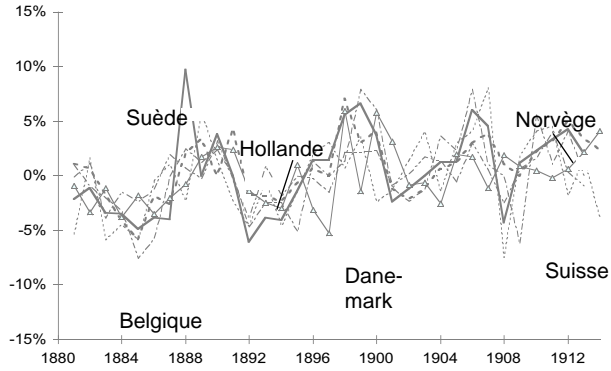
10. Yeager (1969) attribue ces différences entre Autriche et Russie à une information plus fiable dans le cas autrichien, ainsi qu'au plus grand degré de développement de la Bourse de Vienne permettant aux agents des opérations de couverture.

2. Inflation

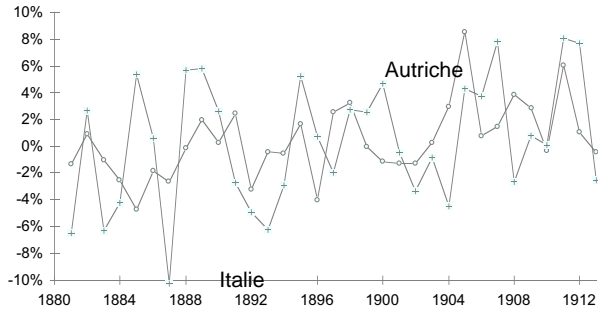
a) Allemagne, France, Grande-Bretagne



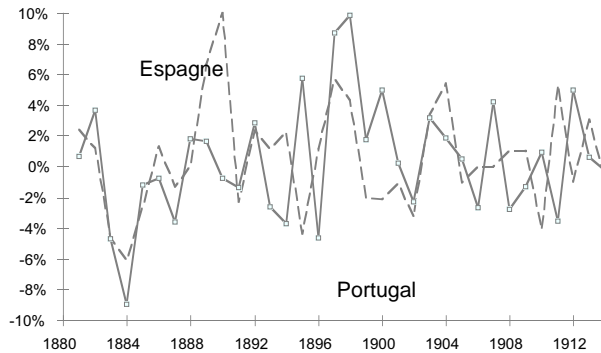
b) Belgique, Danemark, Hollande, Norvège, Suède, Suisse



c) Autriche, Italie



d) Espagne, Portugal



Source : Données collectées par les auteurs.

l'évolution générale, les graphiques 3 (b, c, d, e) décrivent de façon plus précise les expériences de différents groupes.

Comme suggéré plus tôt, il semble bien que l'âge d'or du *gold standard* corresponde à la période 1905-1913, lorsque les taux d'intérêt des 14 nations considérées se retrouvèrent dans un intervalle de 3,5 à 4,5 %. On peut considérer que tel est le moment où la crédibilité de l'étalon or fut à son zénith. Mais il faut aussi souligner que cette tendance générale à la convergence des taux longs recouvre des expériences particulières assez différentes. En fait, la convergence entre la France, la Grande-Bretagne et l'Allemagne était réalisée dans une très large mesure dès avant 1880<sup>11</sup>. Dans l'immédiat avant-guerre, la fusion des mouvements de taux longs en France et en Grande-Bretagne est tellement forte qu'on traiterait volontiers les actifs sous-jacents respectifs comme des substituts parfaits. Etrangement cependant, une (faible) prime de risque sur la dette fédérale allemande semble avoir du mal à se résorber (Fergusson, 1994). En second lieu, la convergence avec les petites économies satellites des grands Etats européens (Belgique, Hollande, Pays scandinaves) est elle aussi extrêmement précoce.

Les vieux Empires en revanche sont caractérisés, comme l'est l'Italie, par une convergence un peu plus tardive. Partis de niveaux assez élevés — supérieurs à 5 % ou 6 % contre moins de 4 % pour la Grande-Bretagne par exemple —, leur convergence est régulière et s'accuse dans les années 1890. Dans l'ensemble, la convergence de ces pays a lieu pendant la Belle époque. Dans le cas russe, la guerre avec le Japon en 1905 entraîne une remontée des taux longs qui semble retarder le processus<sup>12</sup>. Il faut par ailleurs souligner, à l'encontre d'analyses qui font de l'Italie un pays de la périphérie, que dans les années 1900, l'Italie semble bien être rentrée dans le clan des pays du centre : ses taux passent même au-dessous des taux allemands<sup>13</sup>.

C'est sans doute dans les pays du Sud de l'Europe que l'on rencontre l'évolution la plus particulière. Les périodes de difficultés budgétaires, comme entre 1880 et 1882 en Espagne, ou dans les années 1890 pour les trois pays considérés, caractérisées par des défauts partiels ou complets, conduisent à de violentes montées des taux longs, qui ne se réduisent qu'avec la résolution de la crise : défaut (comme en Espagne en 1882, au Portugal dans les années 1890), stabilisation (à nouveau en Espagne après la Guerre hispano-américaine), ou intervention internationale (comme en Grèce après sa défaite contre l'Empire ottoman en 1898). Après 1905 cependant, le degré de convergence atteint est tout à fait marqué.

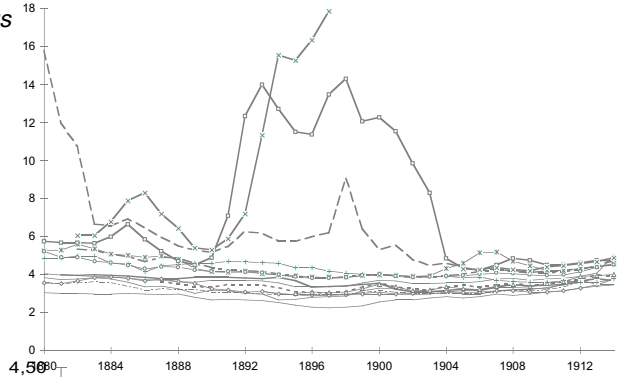
En définitive, ceci suggère que la convergence des taux d'intérêt longs sous le régime du *gold standard* peut être caractérisée comme un processus graduel, passant d'écart moyens d'environ trois points à une situation de convergence quasi complète, même pour des nations ayant connu et connaissant des expériences nationales substantiellement différentes. Ce processus, cependant, n'était pas exempt de forces centrifuges et fut en partie perturbé par les difficultés grecques, espagnoles, portugaises, qui poussèrent ces nations dans le courant des années 1890 sur les marges de l'étalon or.

---

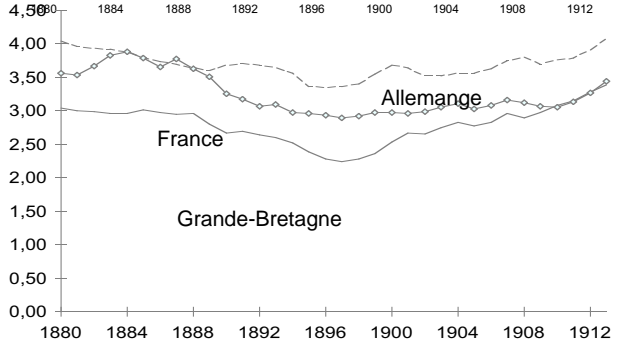
11. Ceci relativise le jugement d'Eichengreen (1996), selon lequel la convergence des taux longs fut un phénomène des années 1890.

### 3. Taux d'intérêt longs

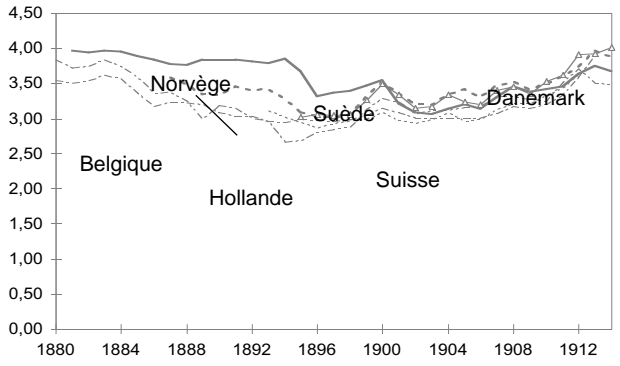
- Grande-Bretagne
- C Allemagne
- F France
- It Italie
- N Hollande
- R Russie
- B Belgique
- S Suisse
- P Portugal
- S Espagne
- N Norvège
- S Suède
- D Danemark
- H Hongrie
- A Autriche
- x Grèce



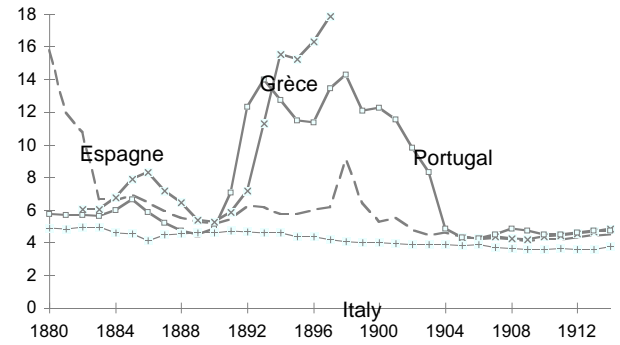
b) France, Allemagne, Grande-Bretagne

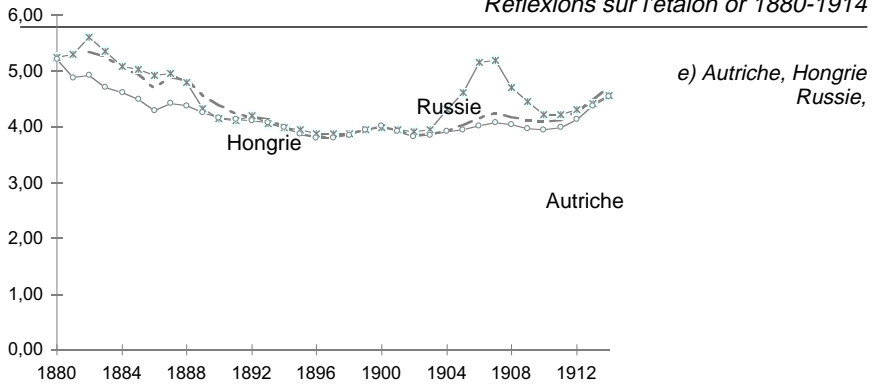


c) Belgique, Danemark, Hollande, Norvège, Suède, Suisse



d) Espagne, Grèce, Portugal, Italie





Source : Données collectées par les auteurs.

On peut donc dégager un certain nombre de traits saillants qui semblent caractériser l'expansion réussie de la zone or en Europe à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, et son apogée en termes de stabilité dans les années précédant la Première guerre mondiale. Si l'intégration financière est quasi complète et caractérisée par de très faibles barrières à la mobilité des capitaux, l'intégration commerciale élevée s'accompagne d'un regain de protectionnisme vers la fin de la période. Enfin, les flux de main-d'œuvre en direction du Nouveau monde produit un certain degré de convergence dans le prix des facteurs — (les pays européens où les salaires réels sont les plus faibles sont ceux qui connaissent les plus fortes migrations) — sans que la convergence des revenus par tête soit uniforme.

La dynamique de convergence nominale quant à elle peut être ordonnée en quatre groupes distincts, qui remettent en cause les taxinomies courantes sur le centre et la périphérie. En effet, on trouve un groupe comprenant Allemagne, France et Grande-Bretagne, qui apparaissent comme les ancrs du système monétaire européen. A ces ancrs sont accrochées dès le début de la période, de façon crédible et durable, un certain nombre de petites économies comme la Belgique, la Hollande, la Suisse, et les Pays scandinaves, qui réalisent une part importante de leur commerce avec le centre. Le troisième groupe comprend des pays qui connaissent une stabilisation graduelle de leur taux de change au cours de la période : il s'agit de vieux Empires en déclin relatif, ou de jeunes nations comme l'Italie. Un dernier groupe, relativement oublié par l'industrialisation, comprend les pays du Sud de l'Europe (Espagne, Grèce, Portugal), qui plongent dans les années 1890 — précisément lorsque l'Autriche et la Russie stabilisent leurs monnaies à la suite de graves crises monétaire et budgétaire.

12. Notons par ailleurs que les taux autrichiens et hongrois, quoique reflétant en principe des instruments distincts l'un de l'autre — aucune clause de *bail out* n'existe entre les deux parties de l'Empire — connaissent une évolution fort similaire qu'il faudrait élucider.

13. Ceci se reflète dans la conversion réussie de 1906. Voir *infra*.

## L'architecture de l'étalon or

L'un des principaux intérêts de l'expérience de l'étalon or et du fonctionnement stable de cette zone, est que cet ensemble, loin d'être homogène, était caractérisé par des situations macroéconomiques fortement hétérogènes, comme c'est le cas aujourd'hui. L'hétérogénéité de l'étalon or est bien connue. Elle se manifestait entre autres au travers de cette dichotomie la plus ou moins grande facilité avec laquelle la balance des paiements se régulait <sup>14</sup>.

Suivant ce point de vue, le centre, créancier net du reste du monde, jouit chaque année d'un flux de dividendes qu'il peut rappatrier ou réexporter. En cas de déficit commercial exceptionnel, la balance peut s'ajuster en interrompant le flux de réinvestissement et en rappatriant les dividendes. Les problèmes d'ajustements se retrouvent alors « exportés » vers la périphérie. En temps normal, la périphérie doit (pour équilibrer sa balance) compter sur les flux de capitaux étrangers. Si ces flux s'interrompent, les difficultés aboutissent à la suspension de la convertibilité dans le pays périphérique. La périphérie est alors le point focal de toutes les pathologies du centre.

Les données disponibles permettent de tracer un tableau tranché des positions créditrices et débitrices en Europe à la veille de la Première guerre mondiale (tableau 2) <sup>15</sup>. A gauche, les créanciers comprennent les pays qui sont en effet traditionnellement considérés comme ayant appartenu au « centre » : Grande-Bretagne, France et Allemagne bien sûr, mais aussi Pays-Bas, Belgique et Suisse. A droite au contraire, la « périphérie » inclut la Russie, l'Espagne, le Portugal, l'Autriche-Hongrie, l'Italie, les pays scandinaves, l'Empire ottoman et les Balkans (Serbie, Roumanie). Il est clair que cette dichotomie recouvre dans ses grandes lignes la typologie évoquée dans la section précédente. Avec quelques différences cependant : d'abord, le tableau 2 ne permet d'identifier que deux types de pays, alors que nous en avons identifié quatre ; ensuite, la dichotomie créancier-débitrice est peut-être trop simpliste, puisqu'elle aboutirait à placer dans la périphérie les pays scandinaves auxquels nous avons reconnu un statut intermédiaire.

Par ailleurs, il faut souligner que les positions créditrices ou débitrices ne reflètent qu'indirectement la soutenabilité de l'appartenance à la zone or, puisque les modalités de l'endettement peuvent importer. C'est en effet un trait marquant de l'industrialisation européenne continentale que d'avoir eu largement recours à l'endettement public comme intermédiaire du financement des infrastructures (réseaux ferrés etc.) <sup>16</sup>. Ainsi une grande partie des dettes publiques européennes correspondait-elle à des « *railway debts* », que celles-ci soient explicitement prises en compte — comme dans le cas des Etats allemands où il est parfois possible de donner une évaluation précise de la proportion de dette publique destinées à l'investissement en infrastructures —, qu'elles soient implicitement la source d'une partie de la dette publique (Hongrie), soit enfin que l'existence

d'une garantie publique ait placé la dette sous la responsabilité de l'Etat par suite de l'échec économique d'entreprises initialement privées (en France, par exemple) (*cf. infra*).

## **Les expériences nationales : « noyau dur » et périphéries de l'Europe**

Alors que, dans la majorité des pays européens, le stock de dette publique accumulé jusqu'au début de la décennie quatre-vingt représente un pourcentage élevé du produit national — peu d'entre eux ont, en 1880, un ratio d'endettement public inférieur à 60 % —, les évolutions observées au cours de la période 1880-1914 font apparaître une incontestable convergence des niveaux d'endettement nationaux. Celle-ci n'est toutefois ni continue, ni uniforme : d'une part la tendance à la résorption de l'endettement public n'est sensible et générale qu'à partir de la fin du siècle ; d'autre part, en la matière, il y a bien un « noyau dur » d'Etats « vertueux » dans lesquels la consolidation est essentiellement le fruit de politiques budgétaires « vertueuses », et une périphérie dont la gestion publique est, pour des raisons diverses, moins constante et, à l'occasion, sujette à des crises, qui interrompent temporairement leur convergence, sans toutefois les placer durablement sur des trajectoires centrifuges.

Pourtant, l'identification traditionnellement faite de l'Europe du Nord-Ouest, « centre » du système monétaire international, à la « vertu », d'une part, de l'Europe du Sud, « périphérie », à la « déviance » de l'autre, recouvre des situations nationales moins homogènes en matière de finances publiques. En d'autres termes, il convient d'isoler, dans le groupe des Etats du « noyau dur » : les trois « grands pays » — Angleterre, France et Empire allemand —, dont le processus de convergence est relativement uniforme et, en fin de période, quasi complet, les deux premiers constituant, du fait de leur rôle d'intermédiation financière, le cœur financier de l'Europe ; les « petites économies ouvertes » d'Europe continentale — Belgique, Pays-Bas, Suisse, mais aussi pays scandinaves. Quant à la « périphérie », elle n'est guère plus homogène : en dépit de quelques crises, les « vieux empires » — Autriche-Hongrie, Russie — parviennent à maîtriser leurs finances publiques ; il en va de même pour l'Italie, alors que les autres pays d'Europe du Sud — Espagne, Grèce et Portugal — sont ceux dont les crises financières sont les plus sérieuses et la convergence la plus cahotique. On retrouve ainsi les quatre catégories évoquées plus haut.

---

14. Voir par exemple, Ford (1962). Bien sûr, en pratique, la difficulté d'avoir ou de constituer des séries fiables de balance des paiements complique substantiellement la tâche.

15. Il est certain que ces données mériteraient un traitement systématique qui jusqu'à présent fait défaut. Par exemple, les pays scandinaves avaient des investissements étrangers non nuls, mais sont difficiles à comptabiliser. Ces chiffres sont donnés comme bruts, mais il ne faut pas perdre de vue que des pays comme la Belgique et la Suisse étaient jusque dans les années 1870 des débiteurs de la France et de la Grande-Bretagne.

16. Voir Gerschenkron (1961).



## 2. Investissement à l'étranger: stocks cumulés en 1914

En milliards de dollars

Prêteurs		Emprunteurs	
Royaume-Uni	18-20	Russie	4-5
France	9-10	Espagne et Portugal	2
Allemagne	6-7	Autriche-Hongrie	1,5
Pays-Bas	2	Italie	1
Belgique	1,5	Scandinavie	1
Suisse	1,5	Empire Ottoman	(3)
		Balkans	1
Total Europe	40	Total Europe	11

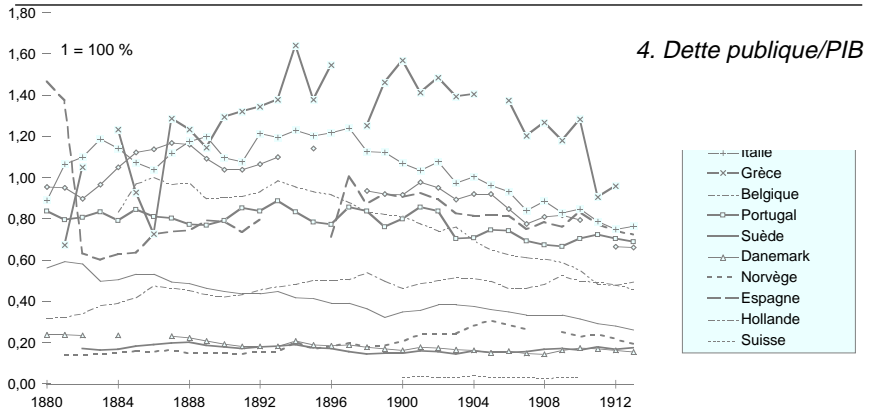
Source : Tableau construit à partir de Cameron & Bovykin (1991), p. 13. On a inclus l'Empire ottoman dans les emprunteurs européens, choix forcément arbitraire.

### Les pays du « noyau dur » européen

Selon les différentes dimensions de la convergence économique qui ont été analysées dans la première partie, il apparaît qu'un groupe assez nombreux de pays européens peut être qualifié de « noyau dur », en raison de la stabilité des évolutions nominales qui le caractérisent. Au cours de la période 1880-1914, tous ces pays, dont les niveaux initiaux d'endettement public sont, pour la plupart, élevés, poursuivent des politiques budgétaires orthodoxes et parviennent à stabiliser, puis à réduire significativement leurs ratios dette/PIB sans jamais déroger aux disciplines monétaires de la convertibilité et de la parité-or. A y regarder de plus près, cependant, plusieurs configurations apparaissent, qui dessinent une « géométrie » européenne un peu plus complexe.

### Les trois Grands

Au cœur du système financier, les trois principales économies européennes — Angleterre, France et Empire allemand — connaissent des évolutions financières dont la similitude apparaît clairement dans le parallélisme de leurs ratios d'endettement public et la convergence de leurs taux d'intérêt. Toutes trois entament la période étudiée avec un niveau d'endettement substantiel — mais moyen au regard de notre échantillon. La résorption lente de l'endettement public y est obtenue par des politiques de surplus budgétaires annuels systématiques, en dépit de charges d'intérêts initialement très lourdes. A l'évidence, le contrôle parlementaire des finances publiques, en vigueur dans les trois grands pays, contraint les autorités à une gestion orthodoxe.



Source : Données collectées par les auteurs.

• **L'Angleterre** avait, au lendemain des guerres napoléoniennes, un niveau d'endettement public extraordinairement élevé, qui avait culminé en 1821 à près de 300 % du PIB (Mitchell, 1990). Pourtant, la combinaison d'une croissance économique soutenue et d'une politique budgétaire rigoureuse avait permis une baisse quasi continue du ratio dette/PIB qui, en 1881, atteignait 73 %. Jusqu'à la fin du siècle, le stock de dette se réduisit grâce à l'élasticité des recettes fiscales à l'activité, ainsi qu'à une politique prudente de dépenses, se traduisant par des excédents budgétaires annuels, interrompue seulement pendant 4 ans (1899-1903). Par la suite, en dépit d'une montée en puissance des dépenses d'armement, les excédents annuels reprirent jusqu'à la Première guerre mondiale.

Les gouvernements britanniques successifs sont peu impliqués dans le financement des infrastructures — qui, pour l'essentiel, sont, dans ce pays, développées par des entreprises privées — et ne s'engagent que tardivement dans les dépenses d'éducation publique, de santé et de protection sociale — qui demeurent longtemps à la charge des collectivités locales. Cependant le budget, dont la part dans le revenu national est régulièrement à la baisse de 1815 à 1870 (Schremmer, 1989), s'accroît à nouveau sensiblement jusqu'à la fin du siècle, atteignant 15 % du PNB en 1899, pour se contracter ensuite, grâce à la croissance et à l'inflation, se stabilisant autour de 13 % entre 1904 et 1913. La structure des dépenses se déforme, reflétant l'extension du champ de l'intervention publique ; mais elles restent dominées par les dépenses d'armement et les paiements d'intérêts sur la dette, qui, ensemble, représentent environ un tiers du total pendant la période (Ferguson, 1994).

Cependant, le financement de ces dépenses croissantes est assuré par un système fiscal remarquablement moderne, dont les recettes sont très corrélées à la conjoncture grâce, en particulier, à un impôt sur le revenu — modérément — progressif. Institué à titre temporaire dès 1799 par Pitt pour financer les *French wars*, aboli en 1815 puis réintroduit par Peel en 1842 afin d'assurer des rentrées fiscales suffisantes alors que les droits de douane sont systématiquement abaissés, l'impôt sur le revenu

est le premier en Europe à être déclaratif, à autoriser des abattements et déductions tenant compte de la situation personnelle, à taxer globalement l'ensemble des revenus du contribuable puis, à compter de 1907, à imposer davantage les revenus de la propriété. Représentant à peine 10 % des recettes publiques totales au moment de sa réintroduction en 1842, l'impôt sur le revenu des personnes assurait déjà 13,6 % des recettes en 1883, 25,6 % en 1903-1904, au lendemain de la guerre des Boers, et 23,8 % en 1913-14. De même, la part des impôts sur la propriété — et notamment de l'impôt sur les successions, introduit sous sa forme moderne, entre 1889 et 1894 — s'accroît sensiblement tout au long de la période, les droits de succession assurant 13,8 % des recettes totales en 1913-14 (Schremmer, 1989). La singularité et la modernité du système fiscal britannique peuvent ainsi être illustrées par un simple chiffre : en 1913-14, les impôts indirects (droits de douane et accises) représentent moins de 40% des recettes budgétaires totales.

- La **France** hérite également, au début de la période étudiée, d'une dette publique très élevée, dont l'origine est, cependant, un peu différente. Faible au début du XIX<sup>e</sup> siècle, grâce notamment à la « banqueroute des deux-tiers » qui, en 1798, avait permis au Directoire de rétablir une situation monétaire et financière saine, mettant un terme à l'épisode des assignats, le dette publique avait crû pendant toute la première moitié du siècle, principalement pour financer le développement des infrastructures de transports et communications — routes et canaux, poste, ... Elle atteignait 55 % du PIB à la veille de la guerre franco-prussienne de 1870. L'héritage du conflit fut cependant particulièrement lourd, le paiement de l'indemnité de guerre à l'Empire allemand s'ajoutant à deux années de déficit budgétaire considérable. Le recours à l'emprunt pour régler, en deux fois (juin 1871 et juillet 1872), l'indemnité de 5 milliards de francs, ainsi que la perte de l'Alsace et de la Lorraine, qui amputait le produit national français, se traduit par une augmentation massive du ratio d'endettement public français qui dépassait 80 % à la fin des années 1870. La charge d'intérêts sur la dette représentant environ la moitié des dépenses publiques dans les années 1880, le ratio dette/PIB progressa encore, mais plus modérément, au cours de cette décennie ; mais il déclina ensuite jusqu'en 1913.

Comme en Grande-Bretagne, la part des dépenses publiques dans le revenu national présente, tout au long de la période, une stabilité remarquable, aux environs de 12 % selon Schremmer (1989)<sup>17</sup> ; elle décline même très légèrement à partir de la fin du siècle. La structure des dépenses ne diffère que marginalement de celles du Royaume-Uni, si ce n'est que les dépenses publiques d'infrastructures représentent constamment une part relativement élevée du total : 8 % en moyenne dans les années 1830-47, entre 7,5 % et 10 % sous le Second empire, et entre 5 % et 7 % entre 1890 et 1913 (Schremmer, 1989).

En revanche, le contraste avec la situation budgétaire britannique est grand en termes de structure des recettes. Les impôts directs, pour l'essentiel hérités de la période révolutionnaire, étaient non déclaratifs et fondés sur une évaluation administrative « objective » des rendements des propriétés et activités — ce sont, en réalité, les fameuses « quatre

vieilles » qui, jusqu'en 1976, ont constitué l'essentiel de l'imposition locale française. Seuls les revenus des valeurs mobilières sont imposés proportionnellement à partir de 1872. Et il fallut attendre 1914 pour qu'un gouvernement puisse enfin introduire l'impôt moderne et déclaratif sur le revenu, très légèrement progressif initialement. Les impôts indirects, nombreux et variés — droits de douane, accises, droits de timbre — représentent ainsi, sur l'ensemble de la période étudiée, plus de 60 % des recettes budgétaires françaises (Schremmer, 1989)<sup>18</sup>.

- A certains égards proches de celles des deux autres « grands », les évolutions des finances publiques en **Allemagne** présentent cependant plusieurs traits singuliers, en partie attribuables aux circonstances et aux modalités de la naissance de l'Empire allemand, ainsi qu'à sa structure fédérale. En effet, à la création, en 1871, de l'Empire allemand, le gouvernement central, dont les compétences en matière de dépenses sont initialement limitées, n'hérite d'aucune dette publique, les Etats allemands conservant leurs obligations passées, et profite du paiement de l'indemnité française ; mais ses ressources fiscales propres sont également très limitées — essentiellement les droits de douane perçus aux frontières de l'union douanière allemande. La politique budgétaire de l'Empire est, dès lors, très contrainte pendant toute la période, par la nécessité de recourir aux contributions des Etats, renégociées chaque année. La dette de l'Empire, fortement croissante pendant toute la période, est, pour une part, la résultante de la montée en puissance des dépenses publiques centrales, notamment d'armement, face à ces contraintes. Le faible dynamisme des rentrées fiscales impériales permet ainsi, en partie, de comprendre la persistance d'une prime de risque substantielle sur les titres de dette publique allemande pendant toute la période.

Dans le même temps, cependant, les Etats allemands, dont l'endettement initial — en partie attribuable au financement public des infrastructures postales et de transports — est important, poursuivent des politiques budgétaires plus rigoureuses : l'encours de leurs dettes publiques continue de croître, mais les recettes budgétaires engendrées, directement et indirectement, par les monopoles publics permettent d'assurer aisément le service de la dette et de réduire les ratios d'endettement public.

En termes consolidés, les dépenses publiques allemandes enregistrent, sur l'ensemble de la période étudiée, une croissance beaucoup plus soutenue que chez les deux autres « grands », leur part dans le PNB dépassant celle observée en Grande-Bretagne à partir de 1902 et celle observée en France à partir de 1910 (Ferguson, 1994)<sup>19</sup>. Davantage que les dépenses d'armement, dont la part dans le PNB est semblable à celle des autres grands pays, cette croissance tendancielle reflète les différentes facettes de l'interventionnisme public traditionnel des autorités allemandes, principalement au niveau des Etats : des politiques d'éducation publique,

---

17. Ferguson (1994), s'appuyant sur Lévy-Leboyer et Bourguignon (1985), propose une estimation un peu plus élevée (autour de 18 %) mais fait lui aussi apparaître une grande stabilité.

de santé publique et de protection sociale de plus en plus développées et ambitieuses ; et surtout des dépenses d'infrastructures considérables, en particulier pour la construction des chemins de fer, propriété des Etats <sup>20</sup>, prolongeant ainsi la tradition de mise en valeur des domaines princiers.

Cette implication directe dans le financement des infrastructures — services postaux, télégraphe et chemins de fer — a pour contrepartie des recettes importantes des monopoles publics, pour l'essentiel entre les mains des Etats : ces revenus représentaient environ 60 % des recettes budgétaires de la Prusse en 1882, et leur part augmenta jusqu'à 75 % en 1913 (Schremmer, 1989). Les recettes fiscales proprement dites sont toutefois, comme en France, dont la structure fiscale allemande est inspirée au début du XIX<sup>e</sup> siècle, constituées majoritairement d'impôts indirects. L'imposition directe demeura, en effet, longtemps relativement sous-développée et un impôt moderne et progressif sur l'ensemble des revenus des personnes ne fut introduit en Prusse qu'en 1891 ; dans les Etats du sud de l'Allemagne — notamment en Bavière —, un tel impôt n'existait pas à la veille de la Première guerre mondiale. Prélevé par les Etats et les autorités locales, l'impôt sur les revenus prit une importance croissante : en 1913, il représentait 22,6 % des recettes publiques totales, les impôts indirects — pour l'essentiel au bénéfice du Reich — en constituant encore près de 30 % (Schremmer, 1989).

### **Les petites économies ouvertes**

Outre les trois Grands, le « noyau stable » européen comprenait également les petites économies ouvertes de l'Europe du Nord-Ouest et du Nord, dont l'endettement public était généralement faible. Comme dans les Etats allemands, la dette publique y est, pour l'essentiel, la conséquence d'une politique publique de développement des infrastructures ; elle est, dans la plupart de ces pays, émise à l'étranger — Paris et Londres — dans des proportions croissantes.

- De tous les pays de notre échantillon, la **Suisse** est celui dont la dette publique est la plus faible. L'organisation confédérale et les mécanismes de contrôle démocratique des budgets contribuèrent à maintenir les dépenses publiques à un niveau relativement bas. En dépit d'une structure fiscale à bien des égards proche de celle de l'Empire allemand — un budget central relativement limité, alimenté principalement par les droits de douane, uniquement prélevés aux frontières extérieures depuis la Constitution de 1874, et les recettes des monopoles publics fédéraux, des budgets cantonaux dont les recettes comprenaient, outre des revenus similaires, des impôts indirects et un impôt sur la propriété —, la situation budgétaire suisse ne connut pas de détérioration sensible. En réalité, tant

---

18. Ce chiffre inclut cependant les recettes des monopoles publics.

19. D'où la fameuse loi émise à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle par Adolph Warger, et qui soulignait que le développement économique devait s'accompagner d'une croissance de la part des dépenses publiques dans le produit national.

le gouvernement central que les cantons pratiquèrent, pendant cette période, une politique active d'investissement public, dont résulte l'essentiel de l'accroissement de la dette publique ; le patrimoine public augmenta donc fortement, engendrant des revenus substantiels pour les budgets publics.

- Les orientations économiques et budgétaires de la **Hollande** sont, à bien des égards, semblables à celle de la Grande-Bretagne : une politique commerciale résolument libre-échangiste et une implication faible de l'Etat dans l'économie demeurent, jusqu'à la veille de la Première guerre mondiale, les caractéristiques spécifiques des finances publiques hollandaises. Initialement modéré, l'endettement public y est maintenu approximativement constant en termes nominaux pendant toute la période étudiée, de sorte que le ratio dette/PNB décroît à partir de la fin du siècle jusqu'en 1913.

- En **Belgique**, la politique publique de développement des infrastructures est financée dès la première moitié du XIX<sup>e</sup> siècle par des emprunts auprès des banques étrangères, essentiellement françaises. Par la suite, cependant, une politique ambitieuse d'investissements publics fut poursuivie et financée par un recours croissant à l'épargne intérieure qu'autorisait le développement du système bancaire et financier. Augmentant en termes nominaux — de 1,4 milliards de francs belges en 1880 à 3,7 milliards en 1913 —, l'endettement public représente une fraction sensiblement constante du revenu national sur l'ensemble de la période étudiée ; la dette est constituée (pour moitié environ) de « *railway debt* », dont l'utilisation engendre des recettes budgétaires importantes. Comme l'indique le tableau 2, la Belgique devient avant 1914 créancier net du reste du monde.

### *Pays scandinaves*

Aucune des trois économies scandinaves n'eut recours à une politique systématique d'endettement public. Au contraire, les ratios d'endettement de ces trois pays demeurent, tout au long de la période étudiée, remarquablement modérés et stables. Pourtant, les gouvernements de ces trois pays s'impliquent de manière croissante dans le financement des infrastructures et empruntent de plus en plus à l'étranger.

- Le **Danemark** hérite, au début des années 1880, d'une dette publique modeste (environ 250 millions de couronnes, en comptant la dette des communes), dont une part importante résulte du financement des infrastructures publiques — ports, phares, chemins de fer. En dépit de la poursuite d'une politique budgétaire orthodoxe, l'endettement de l'Etat s'accrut dans les années 1880 du fait de la nationalisation des chemins de fer de Seeland. Toutefois, la situation budgétaire de l'Etat demeura saine jusqu'en 1909, ce qui permit au Danemark de convertir une part croissante de sa dette publique en emprunts émis à l'étranger à des taux plus bas. A partir de 1909, suite à une crise financière, le gouvernement central et

---

20. Les chemins de fer d'Alsace-Lorraine sont devenus, en 1871, propriété de l'Empire allemand.

les autorités communales mirent en œuvre des politiques plus interventionnistes — soutien financier aux banques et aux sociétés de chemins de fer, notamment —, de sorte que les finances publiques se détériorèrent sensiblement jusqu'à 1913. La dette cependant reste très limitée.

- En 1880, la **Norvège** devait également l'essentiel de son endettement public à une politique de financement public des chemins de fer approuvée par le Parlement à partir de 1860. Une seconde vague d'investissements publics dans les chemins de fer fut entreprise dans les années 1890, accroissant encore le stock nominal de dette publique sans que cela pose de problème de financement, les recettes des monopoles publics couvrant largement la charge d'intérêts. Alors que la première tranche de travaux avait été financée en grande partie par des emprunts auprès de banquiers anglais et allemands, les investissements publics des années 1890 s'accompagnèrent d'une diversification des sources de financement étranger, avec notamment appel au marché financier parisien et à des banques françaises.

- En **Suède**, le gouvernement se lance, dès les années 1880, dans des politiques redistributives — avec, en particulier, l'adoption d'un impôt progressif sur le revenu des personnes en 1883 — et dans une politique ambitieuse d'aménagement du territoire et de développement local s'appuyant sur les infrastructures publiques, notamment sur les chemins de fer. Pourtant, l'expérience suédoise en matière d'endettement public ne se distingue guère de celle des autres petites économies ouvertes : endettement modéré du gouvernement central et des autorités locales, et fraction croissante des émissions sur le marché parisien (par opposition au marché londonien) à partir de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle.

## **L'Italie**

Pays de formation récente (1860), comme l'Empire allemand, l'Italie se trouve dès sa création, à la tête d'une dette élevée. Mais tandis que les entreprises de Bismarck se sont heurtées à la résistance des capitalistes français, Napoléon III a largement soutenu les campagnes de Cavour, et l'Italie hérite des dettes du Piémont. La guerre de 1866 avec l'Autriche-Hongrie — (qui cette fois n'a pas été soutenue par l'Empire français) — et les déficits récurrents qui suivirent pendant la majeure partie des années 1870 furent en grande partie financés par émission de papier monnaie. Le désir de stabiliser la lire à son ancienne parité, cependant, aboutit à des négociations financières importantes au début des années 1880. Les détestables relations — (l'Italie se rapprochait à l'époque de la Triple Alliance) — qui s'étaient établies avec la France, compliquèrent l'opération. Paris restait le marché de la *Rendita*, mais les capitalistes français, les Rothschild en particulier, se refusèrent à participer. Finalement, une contribution importante de la finance allemande se révéla essentielle pour ramener la lire dans la zone or. La dette italienne, profitant du boom d'investissement des années 1880, continua de croître quelque peu. Le stock total de dette publique augmenta à un rythme modéré au cours des deux dernières décennies du XIX<sup>e</sup> siècle.

Le mouvement s'interrompt avec la crise de 1893 qui, en provoquant une suspension de convertibilité, met un terme au cycle d'endettement italien. A nouveau, la lire flotte, et à nouveau, le gouvernement a recours au système des *affidavits*, par lequel les nationaux italiens sont condamnés à percevoir le coupon sur la *Rendita* en papier et non en or<sup>21</sup>.

La reprise économique mondiale, après 1896, s'accompagna en Italie d'un souci de réduction de la charge de la dette. Les déficits furent contrôlés, tandis que la balance des paiements se raffermissait, en partie grâce au rappatriement des économies de émigrés italiens en Amérique du Nord et du Sud. Les Italiens rachètent alors graduellement leur dette publique et, en 1906, deux ans après la suspension définitive du système des *affidavits*, seulement 10 % de la dette italienne se trouve dans des mains étrangères<sup>22</sup>. Ceci semble avoir facilité la réduction du différentiel d'intérêt entre l'Italie et les trois Grands, permettant la mise en œuvre de la conversion de 1906 (De Cecco, 1990), qui changea définitivement le statut de l'Italie en tant que débiteur international : par cette opération, réalisée sans garantie internationale, l'Italie démontrait la crédibilité de son appartenance à la zone or. Peu de temps avant la guerre, le rendement sur la *Rendita* passait même au dessous du rendement des titres de l'Empire allemand. En résumé, après 1898, grâce à la reprise, dans toute l'Europe, de la croissance et d'une légère inflation tendancielle, mais aussi à une réduction de l'endettement nominal jusqu'en 1912-13, le ratio d'endettement public italien déclina sensiblement. Graduellement, l'Italie avait glissé de la périphérie au centre.

### **Les pays du Sud de l'Europe**

Les autres pays du Sud de l'Europe ont connu des évolutions par beaucoup d'aspects similaires. Des problèmes chroniques de déficits publics, souvent liés à une situation interne difficile, conduisirent à une augmentation régulière du montant des dettes publiques souvent résolue par diverses formes de défaut<sup>23</sup>. Ces épisodes que traversèrent l'Espagne, le Portugal et la Grèce n'ont pas fait l'objet d'une attention particulière. Ceci est étonnant, surtout en regard des nombreuses études qui ont analysé (à l'occasion de la crise de la dette du Tiers Monde dans les années 1980) les épisodes Sud-américains. Pourtant, il y eut bien une crise de la dette des Etats du Sud de l'Europe au XIX<sup>e</sup> siècle.

#### *L'Espagne*

En 1868, l'économiste Ernest Seyd qualifiait l'Espagne d'Etat en déficit permanent. Il est vrai que tout au long du XIX<sup>e</sup> siècle — sinon avant —, l'Espagne eut une longue histoire de déficits chroniques, de hausse de sa dette publique, puis de défaut. Déjà en 1851, une grande partie de la dette espagnole avait été transformée en stock « passif », c'est-à-dire ne portant plus intérêt. Selon une publication de l'époque, ceci aurait fermé

---

21. Les intermédiaires venant collecter les coupons sur les titres publics auprès des agences du gouvernement italien à l'étranger (en France, chez les Rothschild) devaient déclarer sous serment que leur client n'étaient pas des nationaux italiens.



le marché de Londres et par la suite celui de Paris aux emprunts espagnols<sup>24</sup>. Dès 1856 cependant, l'Espagne recommença à s'adresser avec un certain succès au marché français. Après 1858, lorsqu'intervint le concordat entre le Pape et le pouvoir espagnol, le gouvernement pensa utiliser les biens du clergé comme moyen d'augmenter sa capacité à emprunter. Ceux-ci furent mis en vente et payés à l'Etat au moyen d'« obligations » (*pagares*), qui comportaient un échéancier de règlements. De cette façon, le gouvernement pouvait donner en garantie aux investisseurs étrangers des créances sur le secteur privé, ce qui en facilitant les emprunts, ne fit que détériorer les finances publiques<sup>25</sup>.

La Révolution de 1868 et la situation qui s'ensuivit renouvela les besoins pour des usages tant industriels que militaires, liées à la guerre civile. De nouveaux emprunts furent souscrits pour des durées de plus en plus courtes. Tandis que la dette espagnole s'élevait (en termes nominaux) à 297 millions de £ en 1871, elle monta à 409 millions en 1875 puis à 550 millions en 1877, la plupart des nouveaux emprunts consentis ne servant désormais qu'à renouveler les emprunts à court terme qui expiraient. Dans le même temps, les intérêts sur la dette interne étaient de moins en moins régulièrement payés. Dans un rapport daté de 1875, le gouvernement du Roi Alphonse XII déclarait qu'il n'était « pas possible de satisfaire un seul créancier national sans avoir recours à des opérations de crédit à un tel taux que la dette doublerait en peu de temps »<sup>26</sup>. Le défaut sur la dette externe n'allait pas tarder à suivre. Pendant l'année fiscale 1881-1882, un processus complexe de « conversion » aboutit à la substitution du « 3 % extérieur » (payable au change fixe de 1 franc par peseta) en « nouvelle 4 % » ce qui divisa la dette publique espagnole par deux, la ramenant à 240 millions de livres sterling.

La période qui suit se caractérise par une poursuite de l'endettement de l'Espagne qui très vite retourne sur les marchés internationaux. Du coup, la part de la charge de la dette dans l'ensemble des dépenses espagnoles augmente à nouveau, de 30 % environ à 40 % à l'aube du XX<sup>e</sup> siècle. Dans le même temps, le taux d'intérêt long qui amorce une décade importante après la faillite de 1881-82 (il passe au-dessous de 6 %), s'élève à nouveau pour atteindre un pic à presque 10 % pendant la guerre hispano-américaine de 1898.

La défaite espagnole, qui détériore un peu plus les finances, s'accompagne de la mise en place d'un système de conversion forcée pour les agents espagnols de leurs créances or en créances papier, système qui évoque les *affidavits* italiens. Techniquement, il s'agit pour le

---

Ce système fut introduit, suspendu, puis réintroduit de façon périodique entre 1874 et 1904 Voir De Cecco (1990).

22. Le mouvement, cependant, est loin d'être continu : au contraire, cette proportion, comme dans le cas de l'Autriche, semble connaître des fluctuations marquées. Ainsi, la part de la dette publique italienne détenue à l'étranger atteignait 40 % en 1880 ; elle diminua rapidement ensuite, jusqu'à 25% en 1884, puis s'accrut à nouveau et culmina à plus de 50 % en 1891-93, pour décliner à nouveau par la suite.

23. De ce point de vue, il convient de noter que la cause traditionnellement soulignée par les économistes comme étant le moteur principal de la hausse des dettes publiques au XIX<sup>e</sup> siècle — à savoir la guerre — est loin de représenter l'unique déterminant, même s'il est un facteur aggravant, comme dans le cas de la Guerre hispano-américaine de 1898 ou, de façon encore plus évidente, dans le cas de la guerre helléno-turque la même année.

gouvernement espagnol de réaliser un défaut partiel qui permettrait de ne pas remettre en cause la capacité du gouvernement à emprunter sur les marchés étrangers : la loi du 17 juin 1898 oblige les Espagnols à convertir leurs créances ou obligations extérieures (c'est-à-dire leurs créances or) en « intérieure » (c'est-à-dire en dette papier dont le coupon est payable au change du jour). Seuls les agents non espagnols sont autorisés à conserver l'« intérieure » à condition de l'estampiller avant fin janvier 1902. Le montant total de l'estampillage s'éleva à environ 1 milliard de francs or à comparer à un montant initial de l'« extérieure » égal à 2 milliards. L'épisode permet à l'Espagne d'acquérir une certaine flexibilité dans la gestion de sa dette, puisque les problèmes de finances publiques peuvent désormais être réglés au moyen de papier monnaie. Dans le même temps, les finances sont graduellement assainies ce qui limite la croissance de la dette publique. Jusqu'en 1914 cependant, il faut souligner que le poids du service de la dette dans l'ensemble des dépenses du gouvernement espagnol reste très élevé.

### *Le Portugal*

Par bien des aspects, la trajectoire du Portugal au cours du XIX<sup>e</sup> siècle semble aller dans un sens tout à fait différent de celle suivie par les autres pays. Premier à adopter l'étalon or (en 1854), le Portugal sera aussi l'un des premiers à le quitter en 1890. Et si la devise portugaise se stabilise au début du XX<sup>e</sup> siècle, elle reste légèrement dépréciée par rapport à sa parité or.

A y regarder de plus près cependant, l'expérience portugaise n'est pas atypique. Comme l'Espagne ou la Grèce, le Portugal a en effet dès la première moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, la réputation d'un débiteur défaillant<sup>27</sup>. Il lui arrive fréquemment en effet de suspendre le service de sa dette, ou même de répudier celle-ci. Le parlement n'a aucun contrôle sur le processus de dépense publique, pas plus qu'il ne peut auditer les comptes du gouvernement. Les déficits se renouvellent donc régulièrement, et ils sont comblés en empruntant au Portugal, et plus souvent à l'étranger.

Entre 1870 et 1886 cependant, on assiste à une réduction graduelle des déficits. En 1887, Neymarck se montrait assez optimiste sur les perspectives des finances portugaises. Les ressources du Trésor public avaient crû de façon plus importante que les dépenses, et si la dette a augmenté, le poids du service de la dette dans les recettes globales a déchu substantiellement. Par ailleurs, une grande partie de l'endettement portugais entre 1870 et 1886 proviendrait de dépenses d'infrastructures, susceptibles de générer elles-mêmes des ressources importantes dans le futur.

En conséquence, de nouvelles dettes sont contractées, en particulier auprès de la France entre 1886 et 1890. Mais en 1890, le Portugal se voit refuser des crédits supplémentaires. Il a alors recours à des émissions de

---

24. *Statesman's Yearbook*, diverses années.

25. Voir Gille (1967).

26. *Statesman's Yearbook*.

### 3. Estampillage des titres espagnols

	31 juillet 1898		20 juin 1899	
	nbre de titres	capital nominal	nbre de titres	capital nominal
France	128648	582151700	142931	670795000
Grande-Bretagne	14694	125621000	16683	140514000
Belgique	12908	79566000	16887	121248000
Allemagne	9190	51499000	9984	53778000
Hollande	10739	33537000	11275	34815000
Portugal	2223	12940700	3139	17494000
Espagne *			19	175000
Total	178402	885315400	200918	1038819000

De façon peu étonnante, la majeure partie de l'estampillage eut lieu dans la première année qui suivit la promulgation de la loi. (L'extérieure non estampillée ne figure plus à la cote officielle à partir du 1er février 1902). Le *Bulletin de l'Institut international de statistique*, (Tome XVIII, 2<sup>e</sup> livraison) donne quelques éléments sur l'estampillage (capital nominal en francs)

\* Agents non-espagnols résidant en Espagne.

bons du Trésor (à court terme) et oblige la Banque du Portugal à absorber une fraction importante de sa dette. L'étalon or est abandonné et la devise portugaise se déprécie. En février 1892, le gouvernement réduit les intérêts sur sa dette interne. En avril 1893, c'est le tour de la dette externe. Par ailleurs il incite les créanciers étrangers à convertir leurs créances or en créances papier, dont le coupon a été moins réduit, mais qui portent un risque de change important. Ces décisions cependant se heurtent à la résistance des rentiers et la Junta de Crédito Publico, est créé : les créanciers y sont majoritaires. Ils obtiennent diverses mesures en matière de réduction de dépenses publiques, mais ceci se révèle insuffisant.

En 1896, le Conseil de la corporation des créanciers étrangers (Council of the Corporation of Foreign Bondholders) est créé à son tour. Plusieurs plans de restructuration ou de rééchelonnement sont examinés, sans succès. C'est finalement en 1902 que la crise se dénoue : par la loi du 9 août, le Portugal réduit ses engagements de montants variant entre 50 et 75 %. Une partie des anciennes dettes sont converties en nouvelle dette consolidée, comprenant trois « séries » à intérêt réduit. On peut se faire une idée de la distribution des créanciers du Portugal au travers des statistiques concernant les paiements à l'étranger : la France détient environ 71 % de la dette extérieure portugaise, l'Angleterre et l'Allemagne à peu près 14 % chacune, la Suisse et la Belgique se partagent le reste <sup>28</sup>.

27. Ou pour reprendre l'expression du *Statesman's Yearbook*, « a faulty payer ».

Les années de la Belle Epoque sont moins bien connues. Tandis que le Portugal continue de stabiliser ses finances, il entreprend un certain nombre d'opérations : en particulier, le gouvernement portugais rachète sa dette interne sur le marché (« *buy-backs* »). Ces rachats, qui représentent à peu près 33% du total de la dette dans le courant des années 1900, s'élèvent à 40 % en 1910, et à 41% en 1916. Par ailleurs, il semble que le gouvernement portugais se soit engagé dans des interventions visant à stabiliser les changes par diverses opérations <sup>29</sup>.

### La Grèce

A l'instar de l'Espagne, la Grèce se caractérise tout au long du XIX<sup>e</sup> siècle par des finances structurellement faibles, qui la conduisent à défaillir de façon récurrente sur sa dette publique. Selon le *Statesman's Yearbook*, la Grèce ajoute à des dépenses militaires importantes, des frais élevés pour entretenir un nombre important de fonctionnaires, disproportionné pour un petit Etat peu développé. Par ailleurs, une partie des dettes grecques étant garantie par la France et la Grande-Bretagne, la Grèce pouvait suspendre le service sans que les créanciers aient à en subir les conséquences. Les budgets français et britannique se retrouvaient contraints de payer les coupons.

En 1885, la Grèce a recours à l'émission de papier inconvertible pour financer ses déficits. La devise entame un mouvement de dépréciation qui reste partiellement contrôlé. Dans le même temps, la Grèce continue d'emprunter, à des taux d'intérêt croissants. En 1889, une partie importante de la dette grecque (dette en général à terme) est convertie en rente perpétuelle unifiée à 4 %. L'opération destinée à améliorer la maîtrise de la gestion des intérêts aboutit à un appel de fonds supplémentaire, facilité par un apport de capital européen.

Dès 1890 cependant, la situation devient critique. A la fin de 1892, le gouvernement grec ne maintint le paiement des intérêts qu'avec l'aide de nouveaux emprunts. En 1893, il obtenait un vote du parlement lui permettant de négocier un rééchelonnement avec les créanciers internationaux (britanniques, allemands, français). Les discussions s'éternisèrent sans véritable solution jusqu'en 1898. Ce fut la défaite grecque dans sa guerre avec la Turquie qui servit de catalyseur à une résolution des problèmes de finances publiques. En effet, l'intervention des puissances étrangères ainsi que leur appui dans la collecte des fonds réclamés par la Turquie pour évacuer la Thessalie s'accompagna d'une mise sous tutelle des finances grecques. Une société privée sous contrôle international reçut la mission de collecter les impôts et de régler les dépenses grecques suivant une règle de séniorité aboutissant à assurer le versement d'un intérêt minimal. Les surplus budgétaires étaient alors affectés à raison de 60 % pour les créanciers et 40 % pour le gouvernement.

---

28. Notons cependant qu'à la différence de l'Espagne et de l'Italie, le Portugal ne semble pas avoir adopté de mesures visant à empêcher ses nationaux de détenir de la dette extérieure. Il se peut donc qu'une partie des coupons payés à Paris l'étaient à des Portugais.

La mécanique incitative se retrouvait dès lors totalement inversée, puisque l'équilibre ou même le surplus devenait la seule façon d'augmenter les dépenses publiques. Très rapidement, la Grèce se retrouva avec des surplus systématiques qui permirent une reprise des flux d'investissement, en particulier industriels. Le fardeau de la dette s'allégea, et la Grèce revint sur le gold standard en 1910. Au prix d'une intervention étrangère, la Grèce semblait connaître une Belle époque bien plus prospère que le Portugal, ou même l'Espagne.

### **Vieux Empires**

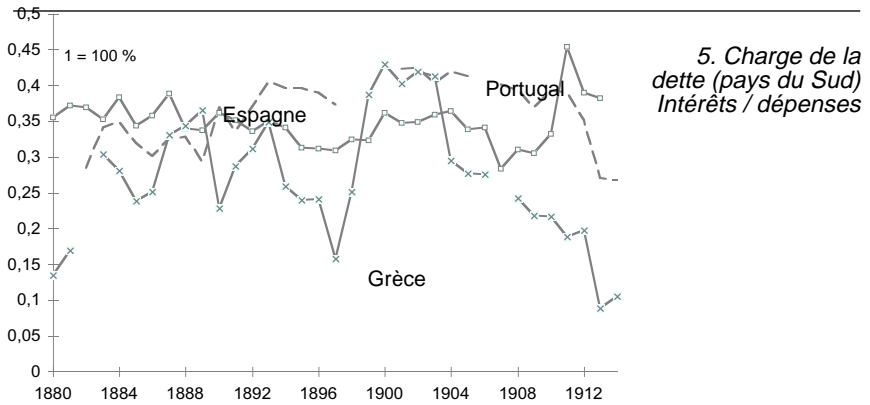
- Depuis le XVIII<sup>e</sup> siècle, l'**Empire d'Autriche-Hongrie** avait tenté de promouvoir sa propre unification en favorisant l'intégration commerciale, monétaire et financière. Après la défaite des intérêts séparatistes en 1848-1849, l'absolutisme domina dans les années 1850, matérialisé par une défense commune et une bureaucratie homogène. Ses rêves d'hégémonie sur l'Europe centrale ayant été détruits à Solferino et à Sadowa, l'Empire dut se résoudre au compromis de 1867. Ce compromis allait devenir le point focal des forces centrifuges jusqu'en 1914. Selon le compromis de 1867, les finances de l'Empire étaient organisées en trois budgets communs. Le premier budget était celui dit des « délégations » c'est-à-dire de l'Empire dans son ensemble. Le second et le troisième budgets correspondaient respectivement au budget Autrichien et au budget Hongrois.

Le budget commun comprenait les dépenses d'armée, qui représentait le plus gros poste. Ces dépenses étaient alimentées par les recettes des douanes, le complément étant fourni par l'Autriche et la Hongrie à hauteur d'environ 70 % et 30 % respectivement<sup>30</sup>. Les dettes héritées de la période antérieure à 1867 ayant souvent correspondu à des dépenses militaires qui n'avaient pas été le fait de la Hongrie, celle-ci insista pour que l'Empire s'interdise d'émettre de nouvelles dettes. Les anciennes dettes furent quant à elles imputées aux budgets de l'Autriche et de la Hongrie à hauteur de 70 % et 30 %. Par ailleurs, les montants maximums qui pouvaient être empruntés auprès de la Banque d'Autriche-Hongrie étaient eux aussi spécifiés, de sorte que l'Autriche et la Hongrie étaient soumis à la discipline des marchés financiers, et ne pouvaient donc s'endetter que tant que le public acceptait de leur prêter<sup>31</sup>.

Jusque dans le courant des années 1890, l'Autriche et la Hongrie se heurtent à des problèmes de finances publiques considérables. Après quelque années de budgets grossièrement équilibrés (1868-1874), l'Autriche plonge à nouveau dans l'endettement. Ses budgets font apparaître des déficits réguliers, généralement imputables à son incapacité à contrôler ses dépenses. La Hongrie ne connaît même pas l'intermède de 1868-1874, puisque dès 1868, elle se lance dans une campagne active de subventions publiques et de constructions d'infrastructures, destinée à encourager son développement aux dépens de l'Autriche.

---

29. Ceci est suggéré par les comptes du gouvernement portugais, qui font état de « *loss in exchanges* » (*Statesman's Yearbook*).



Source : Données collectées par les auteurs.

Cependant, les intérêts sur la dette externe sont payés régulièrement, et une partie des nouveaux emprunts sont émis en monnaie papier sur le marché national. Ceci permet de comprendre que dès les années 1880, la dégrèvement des taux longs sur la dette externe est marquée, la prime de risque sur les titres hongrois — (reflétant l'état plus délétère des finances hongroises) — finissant par rejoindre le niveau autrichien.

La dévaluation de la devise austro-hongroise et sa stabilisation dans les années 1890, s'accompagnant d'un respect des engagements extérieurs, et d'une réforme fiscale, on assiste à une convergence des taux austro-hongrois vers ceux des grands pays de la zone or. Tandis que les finances publiques sont graduellement assainies, la charge de la dette décroît substantiellement. Ce mouvement, qui s'accompagne d'une hausse de la dette totale des deux parties de la monarchie, reflète surtout la baisse de l'intérêt supporté sur les nouveaux emprunts, et l'allègement des anciens du fait de conversions (comme par exemple en 1890). Jusque vers le début des années 1900, il n'est pas rare que l'Autriche et la Hongrie se retrouvent avec des surplus budgétaires.

Dans le même temps, on assiste à un mécanisme de réduction de la fraction de la dette austro-hongroise détenue par des étrangers. Ainsi, Köver (1991), indique que la fraction de la dette autrichienne détenue à l'étranger passe de 53,8 % en 1868 à 26,6 % en 1903. Les années de la Belle époque se caractérisent par une reprise de l'endettement de l'Empire austro-hongrois, au fur et à mesure que la guerre approche. La dette croît, mais la devise reste stable. L'Autriche-Hongrie semble profiter de l'environnement international favorable et de la crédibilité de son

30. Jusqu'en 1897, le mode de financement des dépenses communes était le suivant : on calculait d'abord le total des dépenses et on lui retranchait le produit des douanes. La Hongrie devait alors payer 2 % de ce qui restait à couvrir. Puis le solde était partagé à raison de 30 % par la Hongrie et 70 % par l'Autriche. Par la suite, du fait de modifications dans la législation douanière, le mode de partage exact donnera lieu à des débats longs et difficiles entre les deux parties de la monarchie, sans grand succès cependant.

engagement à rester étroitement reliée à la zone or pour s'endetter aisément.

- Jusque vers 1815, les finances de la **Russie** avaient une longue pratique de déficits récurrents. Sous Catherine II, d'importantes émissions de papier monnaie furent faites afin de couvrir les déficits annuels. Par la suite, les guerres napoléoniennes furent financées, comme en Angleterre, par des émissions considérables. Après 1815, des efforts importants furent faits pour retirer le papier en circulation. La consolidation se poursuivit jusque dans le courant des années 1850 : la Guerre de Crimée vint ruiner ces patients efforts, et le cours du rouble s'effondra à nouveau. Après la défaite russe, les finances publiques furent à nouveau assainies, de sorte que le retour à la convertibilité or fut envisagé.

En 1859, la Banque d'Etat de Russie fut créée et placée sous le contrôle du ministère des Finances. Elle servit d'intermédiaire principal pour les émissions domestiques, tandis que pour les émissions à l'étranger, les maisons britanniques restaient les intermédiaires privilégiés. Après 1866, la Russie recommença à emprunter tant pour financer l'accroissement de ses dépenses que pour construire des voies ferrées.

Les emprunts s'accéléchèrent et à nouveau, à la fin des années 1870, on eut recours à des émissions de papier monnaie. En 1880, les principaux financiers en France et en Grande-Bretagne déclinèrent de fournir tout soutien additionnel à la Russie. L'usage du papier monnaie s'intensifia. Les difficultés s'amplifièrent du fait qu'une portion substantielle de la dette russe était exprimée en or. Les variations considérables du change sur Saint-Petersbourg déterminaient donc des hausses brutales dans le service des intérêts.

Par ailleurs, les finances russes échappaient à tout contrôle. D'après une loi organique datant de 1862, chaque ministère devait établir son propre budget, qu'il faisait parvenir au contrôle impérial, lequel était placé sous l'autorité du ministère des Finances. Le budget général était alors discuté pendant le conseil impérial. Après quelques arbitrages, le budget était adopté dans les premiers jours de la nouvelle année.

Les années 1890 furent marquées par plusieurs changements majeurs. D'un côté, l'alliance franco-russe créait des circonstances favorables pour une reprise des flux de capitaux plus ou moins interrompus depuis dix ans. De l'autre, les réformes économiques engagées par le Comte Witte s'accompagnaient d'un désir d'ancrage à la zone or, impliquant un réajustement de l'ancienne parité, depuis longtemps abandonnée. Le processus de contrôle des finances publiques fut réformé. Ceci permit, comme en Autriche-Hongrie, une réduction forte de la charge de la dette,

---

31. Quoique théoriquement séparées, les deux parties de l'Empire communiquaient donc par l'intermédiaire des dépenses communes. En effet, si l'un des deux « pays » plongeait dans une crise de paiement, l'autre pays risquait de se retrouver dans une situation difficile, du fait de l'incapacité de son partenaire à participer aux dépenses communes.

acquise au prix d'une taxation étendue, et dont les effets récessifs ont souvent été débattus par les historiens.

Il faut remarquer cependant, qu'une grande partie des dépenses publiques se rattachait à des dépenses d'infrastructures destinées à promouvoir la croissance. D'un côté, l'Etat contribuait avec le secteur privé à la création d'un important réseau ferré et, de l'autre, le secteur industriel était puissamment soutenu par des commandes publiques, elles-mêmes financées au travers d'emprunts extérieurs (Portal, 1965). En pratique, ces dépenses étaient affectées au budget extraordinaire dont les fonds provenaient d'emprunts prévus <sup>32</sup>.

Par ailleurs, l'Etat intervenait à un second niveau, au travers des dépenses associées au fonctionnement des infrastructures opérées par le gouvernement. C'est ainsi qu'on voit le gouvernement tsariste gérer les voies de chemin de fer qu'il possède, ainsi que plusieurs entreprises en métallurgie, agriculture, production de bois, le monopole des spiritueux, et la compagnie de téléphone. A cela s'ajoute un certain nombre de subventions directes ou indirectes par lesquelles l'Etat soutient les entreprises privées <sup>33</sup>.

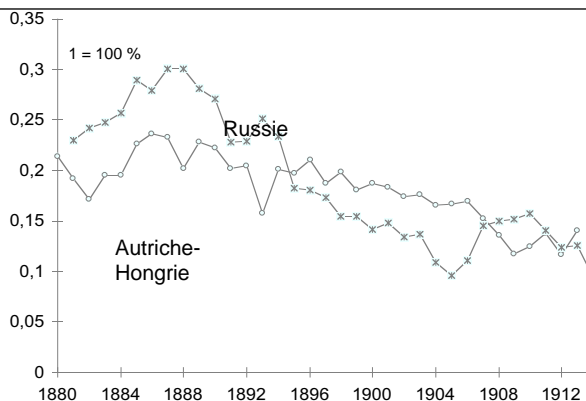
Aussi, pendant la période 1890-1914, la dette publique russe augmente de façon considérable. Cette augmentation cependant s'accompagne d'une réduction régulière de la charge de la dette, rendue possible par l'extension de la taxation, et la baisse des taux d'intérêt. Comme l'Empire d'Autriche-Hongrie, la Russie finira la période avec l'une des dettes publiques les plus élevées d'Europe, dette en grande partie accumulée pendant la période d'appartenance à l'étalon or.

## **En guise de conclusion : les facteurs de convergence ?**

En l'absence de règles explicites sur les finances publiques et de « critères nominaux » édictés dans des accords internationaux, le processus de convergence observé, pendant la période 1880-1913, dans la zone monétaire que constituent les pays adhérant aux disciplines monétaires de l'étalon or présente des caractéristiques remarquables. Dans les secteurs réels des économies européennes, la période est, en effet, caractérisée par un renforcement de l'interdépendance et de l'intégration commerciales, en dépit d'une tendance générale — à l'exception notable du Royaume-Uni — et de plus en plus marquée à la pratique de droits de douane élevés sur les échanges commerciaux. Les taux de croissance réels enregistrent des évolutions cycliques apparemment communes, ces co-variations n'empêchant pas que se



6. Charge de la dette  
(Autriche, Russie)  
Intérêts / dépenses



Source : Données collectées par les auteurs.

produisent des phénomènes de « rattrapage » : plusieurs économies d'Europe continentale — notamment l'Allemagne, ou les pays scandinaves, par exemple — connaissent alors des taux de croissance moyens sensiblement supérieurs à ceux de l'économie britannique, dont l'avance initiale est indéniable. En termes d'inflation, la corrélation étroite que l'on observe entre les pays solidement arimés à l'étalon or n'a rien de surprenant. En revanche, la convergence forte des taux d'intérêt à long terme et des ratios d'endettement public incite à s'interroger sur les mécanismes à l'œuvre.

A l'aune des critères édictés aujourd'hui dans le traité de Maastricht, les dettes publiques sont, en effet, « excessives » dans bon nombre des pays européens, ce qui n'empêche, dans la plupart des cas, ni le strict respect des disciplines monétaires de l'étalon or, ni une convergence sensible vers le bas des ratios d'endettement public. Plus précisément, au cours des deux dernières décennies du XIX<sup>e</sup> siècle, se dessine une « géométrie » complexe de la zone monétaire européenne, initialement caractérisée par un « noyau dur », formé des trois grandes économies que sont le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne, et des petites économies ouvertes développées de l'Europe du Nord-Ouest et du Nord, et des « périphéries » dont l'attachement à l'étalon or est moins constant et les évolutions des finances publiques plus ou moins « vertueuses ». Mais si plusieurs de ces économies « périphériques » traversent des épisodes de crise financière et monétaire, aucune d'entre elles ne semble diverger

32. Portal indique qu'assez rapidement, ces dépenses furent relayées par des investissements qui n'étaient pas assortis de garantie publique, et qui devinrent très vite très populaires.

33. Ces dépenses représentent cependant une part relativement modeste des dépenses totales. Les plus importantes de ces subventions vont aux compagnies de chemins de fer, sous formes de garanties de profit. L'ensemble de ces dépenses apparaissent dans les budgets « intermédiaires ».

durablement, au contraire : en fin de période, la convergence financière est générale.

Cette convergence est d'autant plus remarquable qu'elle se produit entre des économies dont les niveaux de développement diffèrent sensiblement et dont les structures budgétaires et fiscales sont très hétérogènes. Du moins convient-il de distinguer l'économie britannique, dont le revenu par tête est bien supérieur à ceux des économies d'Europe continentale, mais aussi dont les gouvernements successifs maintiennent, tout au long de la période, des orientations « libérales » — faible degré d'intervention publique dans l'économie, notamment dans les infrastructures, absence de politique commerciale et de protection tarifaire, mais aussi présence d'un impôt progressif sur l'ensemble des revenus des personnes et d'un impôt substantiel sur les héritages —, des économies continentales, dont l'interventionnisme public est beaucoup plus marqué, tandis que les structures fiscales sont sensiblement plus « archaïques » et moins performantes en termes de recettes, les revenus des monopoles publics compensant, dans des proportions variables selon les cas, cette faiblesse.

L'intégration financière étroite qui caractérise l'ensemble de la période imposerait-elle, en soi, une « discipline de marché » aux évolutions budgétaires nationales ? L'apparente convergence des taux d'intérêt longs et des ratios d'endettement public, permanente entre les pays du « noyau dur » de l'étalon or et s'affirmant après chaque crise de financement dans ceux de la « périphérie » du système, est, pour le moins, compatible avec une telle hypothèse. Mais comment expliquer, alors, que certains pays connaissent des « accidents de parcours » ? Au plan macroéconomique et financier, il apparaît que ceux-ci sont tous des pays « émergents », débiteurs nets du reste du monde et dépendants, notamment pour le financement de leur « rattrapage », des entrées de capitaux : ils sont, de ce fait, particulièrement vulnérables aux crises de balance des paiements et aux mouvements de défiance des investisseurs, étrangers en particulier. Pourtant, ni le « noyau dur » ni la « périphérie » n'apparaissent, de ce point de vue, très homogènes. La « géométrie » des primes de risque et la géographie des crises financières suscitent une hypothèse, complémentaire de celle de discipline de marché : les capacités de régulation budgétaire nationale apparaissent très dépendantes des institutions politiques et, singulièrement, du parlementarisme et du fédéralisme. D'une part, en effet, les régimes parlementaires semblent mieux à même que les régimes autoritaires de conduire des politiques budgétaires « vertueuses » et d'éviter les crises de finances publiques<sup>34</sup> ; d'autre part, les budgets centraux des Etats dont les structures politiques sont fédérales subissent des contraintes financières fortes du côté des recettes, sources de tensions dès lors que les besoins de dépenses au niveau fédéral sont croissants.

Ces conclusions suggèrent que l'organisation des procédures budgétaires et du degré de fédéralisme jouera un rôle beaucoup plus important dans la stabilité de la future Zone Euro que les simples critères de Maastricht.

---

34. Le cas russe après les années 1890 suggère cependant que ce principe est susceptible d'amendement.

## Références bibliographiques

- AGLIETTA, Michel, 1984 : *La fin des devises-clés*, Paris : La Découverte.
- BAIROCH, Paul, 1976 : « Geographical structure and trade balance of European foreign trade from 1800 to 1970 », *Journal of European Economic History*, 557-608.
- BAIROCH, Paul, 1989 : « European trade policy, 1815-1914 », Chap. I in *The Cambridge economic history of Europe*, vol.VIII, *The industrial economies: The development of economic and social policies*, sous la direction de Peter Mathias et Sidney Pollard, Cambridge : Cambridge University Press, 1-160.
- BAIROCH, Paul, 1993 : *Economics and world history — Myths and Paradoxes*, New York et Londres : Harvester Wheatsheaf.
- BAIROCH, Paul, 1996 : « Globalization myths and realities — One century of external trade and foreign investment », Chap. 7 in *States against markets — The limits of Globalization*, sous la direction de Robert Boyer et Daniel Drache, Londres et New York : Routledge, 173-192.
- BAIROCH, Paul, et Richard KOZUL-WRIGHT, 1996 : « Globalization myths: Some historical reflexions on integration, industrialization and growth in the world economy », *UNCTAD Discussion Paper Series*, n°113, mars.
- BAYOUMI, Tamin, 1990 : « Saving-investment correlations: Immobile capital, government policy or endogenous behavior? », *IMF Staff Papers*, n°37, 360-87.
- CAMERON, Rondo , et Valeri BOVYKIN, eds., 1991 : *International banking, 1870-1914*, Oxford : Oxford University Press.
- DE CECCO, Marcello, 1990 : « The Italian national debt conversion of 1906 », in *Public debt management: theory and history*, Rudiger Dornbusch et Mario Draghi, eds., Cambridge : Cambridge University Press, CEPR, 263-84.
- EICHENGREEN, Barry, et Marc FLANDREAU, 1995 : « The Geography of the gold standard », in *Currency convertibility*, sous la direction de Barry Eichengreen, James Reis, Jose Braga de Macedo, Londres : Routledge.
- FELDSTEIN, Martin, et Charles HORIOKA, 1980 : « Domestic saving and international capital flows », *Economic Journal*, vol.90, 314-28.
- FERGUSON, Niall, 1994 : « Public finance and national security: The domestic origins of the first world war revisited », *Past and Present*, n°142, février, 141-68.

- FLANDREAU, Marc, 1995 : *L'Or du monde — La France et la stabilité du système monétaire international, 1848-1873*, Paris : L'Harmattan.
- FORD, Alec, 1962 : *The gold standard, 1880-1914: Britain and Argentina*, Oxford : Clarendon Press.
- GERSCHENKRON, Alexander, 1961 : *Economic backwardness in historical perspective*, Cambridge, MA.: The Belknap Press of Harvard University.
- GILLE, Bertrand, 1967 : *Histoire de la Maison Rothschild*, Tome II, Genève : Droz.
- GOSCHEN, G.J., 1861 : *The theory of foreign exchanges*. Traduction française, 1896 : *Théorie des changes étrangers*, Paris: Guillaumin.
- GREGORY, Paul, 1982 : *Russian national income, 1885-1913*, Cambridge : Cambridge University Press.
- JEANNENEY, Jean-Marcel, et Elizabeth BARBIER-JEANNENEY, 1985 : *Les économies occidentales du XIX<sup>e</sup> siècle à nos jours*, Paris : Presses de Sciences-Po.
- KÖVER, G., 1991 : « The Austro-Hungarian banking system », in Cameron et Bovykin, eds., 1991, *op. cit.*
- LEVY-LEBOYER, Maurice, et François BOURGUIGNON, 1985 : *L'économie française au XIX<sup>e</sup> siècle*, Paris : Economica.
- LINDERT, Peter, 1969 : « Key currencies and gold », *Princeton Essays in International Finance*, Princeton, NJ.: Princeton University.
- MADDISON, Angus, 1991 : *Dynamic forces in capitalist development*, Oxford : Oxford University Press.
- MITCHELL, B., 1992 : *International historical statistics: Europe 1750-1988*, Londres : MacMillan.
- NEAL, Larry, 1985 : « Integration of international capital markets: Quantitative evidence from the eighteenth to twentieth centuries », *Journal of Economic History*, vol. XLV, n°2, juin, 219-226.
- NEYMARCK, Alfred, 1887 : *Les dettes publiques européennes*, Paris : Guillaumin.
- PORTAL, Roger, 1989 : « The industrialization of Russia », in *The Cambridge Economic History of Europe*, vol 6, tome II, *op. cit.*, 801-874.
- RITSCHL, Albrecht, 1996 : « Sustainability of high public debt: What the historical record shows », *CEPR Discussion Paper Series*, n°1357,

février.

SAINT-GEOURS, Jean, 1969 : « Le meilleur système monétaire international et les lancinantes thèses de M. Rueff », *Analyses & Prévision*, vol.VIII, n°6, décembre, 747-70.

SCHREMMER, D.E., 1989 : « Taxation and public finance: Britain, France, and Germany », Chap.V in *The Cambridge economic history of Europe*, vol.VIII, *The industrial economies: The development of economic and social policies*, sous la direction de Peter Mathias et Sidney Pollard, *op. cit.*, 315-494.

*The Statesman's Yearbook*, années 1880-1917.

WILLIAMSON, Jeffrey, 1996 « Globalization and inequality then and now: the 19th and late 20th centuries compared », *NBER Working Papers*, n°5491.

YEAGER, Leyland B., 1969 : « Fluctuating exchange rates in the nineteenth century: The experiences of Austria and Russia », in *Monetary problems of the international economy*, sous la direction de Robert Mundell et Alexander Swoboda, Chicago, IL.: Chicago University Press.