

MARC FLANDREAU  
CHANTALE RIVIERE<sup>1</sup>

# LA GRANDE 'RETRANSFORMATION' ? CONTRÔLES DE CAPITAUX ET INTÉGRATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE, 1880-1996

**RÉSUMÉ.** Cet article étudie l'histoire des contrôles de capitaux sur longue période (1880-1996) et rapproche celle-ci de l'évolution de l'intégration financière internationale. Dans un premier temps, on présente une histoire institutionnelle des contrôles de capitaux. Cette approche permet d'identifier *a priori* les grandes 'époques' de l'intégration financière internationale ainsi que de risquer quelques hypothèses sur les liens entre intégration et contrôles de capitaux. Dans un second temps, en utilisant les techniques de l'économétrie de panel sur une cohorte de pays, on met en évidence l'importance de la première guerre mondiale dans le déclin de l'intégration finan-

cière qui prévalait au XIX<sup>e</sup> siècle. Celle-ci a en effet ouvert une phase de désintégration qui s'est prolongée jusqu'après la chute de Bretton Woods. Par ailleurs, on met en lumière le caractère très lent des progrès de l'intégration internationale qui se sont produits depuis. L'intégration financière ne s'est, semble-t-il, accélérée que depuis le début des années quatre-vingt-dix. Encore ne s'agit-il là que d'un phénomène qui est resté circonscrit à l'Europe et aux pays anciennement industrialisés. Les marchés émergents, en revanche semblent être restés largement en dehors de ce mouvement.

Classification JEL : G18, F36, C33.

1. MARC FLANDREAU est chercheur au CNRS (Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales et Centre François Simiand, Paris) chercheur associé à l'OFCE (Observatoire Français des Conjonctures Economiques) et *research affiliate* au CEPR (Center for Economic Policy Research, Londres) (flandreau@ofce.sciences-po.fr) ; CHANTALE RIVIERE est ingénieur de recherche au département de Recherche et Développement de Sinopia Asset Management, Paris (mcriviere@sinopia.fr). Cet article a été écrit lorsque Chantale Rivière était stagiaire à l'OFCE.

Les auteurs remercient les chercheurs, les documentalistes et les institutions qui ont bien voulu partager avec eux leur expertise, permettant ainsi la mise en place de la base de données sur laquelle cet article se fonde. Parmi eux, ils mentionnent spécialement Josette Hardy, Kotaro Ishi, Christine de la Maison Neuve, Angus Maddison, Alonso de Ojeda, Gunnar Persson, Leandro Prados de la Escosura, Andres Regalsky, Alan Taylor, Muriel Toma, Pierre Villa, Guy Violin, Aurélie Boubel, Lauri Sarkki, Sophie Faber, Linda Groulx, C.J. Thomas, Ferdinand R.M. Lekkerkerker, Tracey Green, ainsi que l'OCDE, la Banque du Japon, la Banque du Canada, la Banque Nationale de Suisse, la Banque de Finlande, la Banque d'Espagne, la Banque d'Angleterre, la Banque des Pays-Bas, la Banque de Suède et la Banque de France. Ils remercient par ailleurs Jérôme Sgard pour avoir facilité l'accès aux données relatives aux marchés émergents, ainsi que pour l'ultime *proofing* qu'il a bien voulu faire. L'aide indéfectible de Christine Paquentin et Gwenola de Gouvello à la documentation de l'OFCE n'a pas failli à sa réputation. Les auteurs remercient également Frédéric Zumer pour son intérêt amical pour ce projet, et pour ses suggestions et ses critiques nombreuses et utiles, ainsi que Jacques Le Cacheux pour une lecture impitoyable. Ils remercient enfin les deux rapporteurs pour leurs commentaires judicieux. Les auteurs ont une gratitude particulière pour le généreux soutien financier du Commissariat Général du Plan (CGP). Par ailleurs, Chantale Rivière remercie l'OFCE pour son soutien dans la poursuite de l'étude. Il est clair que les opinions présentées dans ce texte n'engagent ni le CGP ni l'OFCE.

L'orage financier qui gronde désormais depuis l'été 1997 a conduit plusieurs pays à introduire ou réintroduire différentes formes de contrôles de capitaux, dont le démantèlement est pourtant au cœur de nombreux plans d'ajustement du FMI ainsi que du code de libéralisation de l'OCDE. Cependant, les décisions prises en Malaisie ou au Chili, n'ont pas provoqué le tollé qu'on aurait pu imaginer, peut-être parce que la violence de la crise a fragilisé la position des tenants de la libéralisation financière. Ceux-ci ont préféré faire le dos rond et laisser passer la tempête. Au contraire, de nombreux économistes se sont rangés du côté des adeptes des contrôles de capitaux. Du coup, chez les politiques, et dans l'opinion publique en général, les contrôles retrouvent un peu de *glamour*, et la perspective de leur réintroduction est particulièrement goûtée par les adversaires de l'expansion du capital, qui semblent penser que leur quart d'heure est venu.

À première vue, la formule paraît évidente : plus les contrôles de capitaux sont nombreux et moins l'intégration financière est prononcée. Pour ceux qui pensent que l'intégration financière est nuisible, les contrôles de capitaux sont donc souhaitables. Pour leurs adversaires, les contrôles de capitaux sont au contraire le symbole de l'interventionnisme public. De part et d'autre du débat sur la mondialisation, on semble ainsi admettre ce lien entre contrôles de capitaux et limitation de l'intégration financière. Dès lors, les désaccords sur la signification, la portée et l'avantage de la mondialisation se reflètent dans les débats sur les contrôles de capitaux. Finalement tout se ramène à la question suivante : faut-il voir dans l'abolition des contrôles de capitaux l'huile versée sur les rouages de la croissance – ou au contraire l'huile sur le feu ?

Ces deux points de vue supposent de fait que les contrôles de capitaux sont un instrument dans les mains de l'autorité publique. Cet instrument agirait un peu à la manière d'une taxe, car il introduit une distorsion dans l'allocation de l'épargne. Qu'il s'agisse d'un quota sur le montant des emprunts ou des prêts extérieurs, d'une mesure visant à renchérir le coût de location du capital, de contrôles à l'entrée qui réduisent l'investissement, de contrôles à la sortie qui réduisent l'entrée, ou d'une mesure fiscale venant au contraire encourager l'importation de capital, etc., les effets théoriques des contrôles sont de déformer l'offre de fonds prêtables auxquels un pays donné peut avoir accès. Or ce mécanisme correspond toujours à une perte de bien-être. Toute la question est alors de savoir si cette perte ne peut être compensée par d'autres gains<sup>2</sup>. Dans le monde parfait des modèles de référence, il s'agit bien sûr d'une perte sèche : alors, seul un « système assurant la pleine mobilité du capital permettrait une allocation efficace de l'épargne mondiale »<sup>3</sup>. À l'inverse, certaines imperfections du mécanisme de marché permettent de rendre optimales les distorsions engendrées par l'imposition de contrôles de capitaux. Distorsions contre distorsions, les contrôles se justifient comme optimum de second rang.

2. Pour un *survey* détaillé de la littérature économique sur les contrôles de capitaux, voir Dooley (1996).

3. Quirk & Evans (1995).

Par exemple, dans une perspective keynésienne de rigidités nominales internes, il peut être optimal pour un pays d'isoler, par des contrôles de capitaux, son taux d'intérêt des influences internationales. La mise en œuvre des contrôles devient alors un moyen de rétablir un certain degré d'autonomie monétaire et financière. Ainsi, en Europe, le rétablissement de contrôles de capitaux a, jusque récemment, été présenté comme seule alternative logique à l'adoption d'une politique monétaire commune (sur ce point, voir Padoa-Schioppa, 1985). Une autre justification courante des contrôles de capitaux a trait à leur éventuelle capacité à enrayer des crises spéculatives. Selon Wyplosz (1986), par exemple, il est possible de retarder (mais pas d'éliminer) les attaques spéculatives en limitant par des contrôles de change, les montants que les spéculateurs peuvent jeter sur le marché<sup>4</sup>. En supposant en outre que les attaques spéculatives sont le produit d'anticipations auto-réalisatrices (Jeanne, 1996), l'imposition de contrôles de capitaux devient un moyen d'éviter des perturbations sous-optimales. Dans le même esprit, l'existence de taxes sur les mouvements de monnaie permet d'éviter les allers et retours gratuits : en renchérissant le coût marginal de la spéculation, on préviendrait ainsi des fluctuations destructrices pour le système financier international<sup>5</sup>.

Qu'ils soient pour ou contre les contrôles de capitaux, les économistes, toutes tendances confondues, envisagent donc généralement ceux-ci de manière mécaniste. Les contrôles sont 'allumés' ou ils sont 'éteints', comme un interrupteur, qu'une autorité publique, bien définie et extérieure, actionnerait en vue d'obtenir des effets spécifiques, connus, souhaitables ou non. Cette position qui peut paraître raisonnable soulève néanmoins des obstacles importants. Ainsi, l'idée suivant laquelle l'existence de contrôles de capitaux permet d'isoler l'économie nationale pour lui appliquer des politiques spécifiques a suggéré à Alesina et *al.* (1994) d'explorer le lien entre majorité politique et imposition de contrôles de capitaux : l'intuition est qu'un gouvernement plus interventionniste sera plus prompt à introduire des contrôles que ne le sera un gouvernement libéral. En se concentrant sur les années de l'après-guerre qui offrent pour les pays européens suffisamment de revirements dans les contrôles de capitaux et suffisamment de diversité politique pour que l'on puisse espérer identifier quelque chose, Alesina et *al.* ont montré que la polarité interventionniste-libéral était en fait très faible<sup>6</sup>. Cela suggère qu'en pratique, certains motifs plus puissants se superposent à de purs objectifs instrumentaux et imposent à l'évolution des contrôles de capitaux une dynamique spécifique.

Ce constat invite à adopter une autre démarche, historique, de façon à proposer un éclairage différent à la réflexion sur les contrôles de capitaux et sur leurs

4. Cependant, en l'absence d'ajustement, la crise aura finalement lieu avec ou sans contrôles. Effectivement, le récent exemple de la Corée nous rappelle que l'existence de contrôles importants n'a pas empêché la spéculation sur le won. Ceci est lié entre autre au canal du commerce extérieur coréen qui a permis aux exportateurs de thésauriser leurs ressources de change, asséchant ainsi les réserves de la banque centrale.

5. Sur la taxe de Tobin, voir par exemple le *policy forum* de l'*Economic Journal* (1995).

6. Comme le montrent les auteurs, la probabilité d'imposition de contrôles de capitaux (pour la période 1950-1989), sachant que le gouvernement en place est libéral, est de 63 %, contre 69 % lorsqu'il s'agit d'un gouvernement socialiste ou social-démocrate. En revanche, ces auteurs trouvent un lien plus marqué entre l'imposition de contrôles de capitaux et certains mécanismes institutionnels comme l'indépendance de la banque centrale.

rapports à l'intégration financière internationale. Plus précisément, cet article propose de combiner une chronique de l'histoire des contrôles de capitaux avec un travail statistique visant à évaluer les progrès de l'intégration financière internationale sur longue période. Comparer les conclusions de l'analyse qualitative et de l'analyse statistique, permet alors de dégager une interprétation de la signification des rapports entre contrôles de capitaux et intégration financière. En particulier, cette comparaison montre que les contrôles, loin d'être un instrument dans la main de l'autorité politique, apparaissent plutôt comme une modalité de l'échange international – une façon parmi d'autres de gérer l'expansion du capital.

## Une histoire institutionnelle des contrôles de capitaux

### La démarche

Il n'existe pas d'histoire des contrôles de capitaux<sup>7</sup>. Ce bref article propose donc, à sa mesure, une chronique des principales évolutions en matière de contraintes sur les transferts d'argent, de 1880 à aujourd'hui<sup>8</sup>. Cette chronique se concentre sur les contrôles de capitaux, terme par lequel on comprendra, de façon générale, toutes les distorsions portant sur le passage d'une monnaie, d'une économie dans une autre. De façon plus spécifique, on peut distinguer trois niveaux de contrôle sur les mouvements de capitaux. Le premier (le niveau 'blanc') correspond aux contrôles sous forme de taxe, de subvention, ou de plafonnement, visant à influencer la transférabilité des fonds à l'entrée ou à la sortie, sur le compte de capital. Parmi les plus caractéristiques, figure bien sûr le contrôle des changes qui régleme les conditions d'obtention d'une devise à partir d'une autre. Ces conditions peuvent être plus ou moins sévères, discriminer par type de détenteur, etc. À la limite, si une monnaie ne peut en acheter aucune autre, elle devient 'inconvertible'<sup>9</sup>. Bien sûr, le contrôle des changes, parce qu'il limite la quantité de monnaie qui peut être transférée, implique un contrôle sur les flux de capitaux, puisque le volume de capital qui transite par le compte courant est ainsi

7. Ni même d'histoires portant sur des sous-périodes, qu'il serait alors possible de recoudre les unes aux autres. Seul l'après-guerre est relativement bien documenté grâce à quelques contributions récentes. On peut citer notamment l'ouvrage de Bakker (1996) ainsi que celui de James (1996). Pour les périodes antérieures, le livre d'Einzig (1962), reste une référence obligée, même si, trop bref, il n'aborde que de biais la question des contrôles de capitaux. Pour les sources officielles, on mentionne la série *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, du FMI, publiée depuis les années cinquante.

8. Comme on le verra, de nombreuses références portant notamment sur les périodes charnières, sont très récentes, indiquant que la recherche dans ce domaine est en plein renouvellement.

9. Cette inconvertibilité ne doit cependant pas être confondue avec celle qui consiste pour une banque centrale théoriquement engagée dans un accord de changes fixes (étalon-or, SME) à racheter sa monnaie contre ses réserves, à suspendre ses opérations. En effet, dans ce cas, la monnaie peut rester pleinement convertible sur le marché des changes sans être convertible au guichet de la banque. Bordo et Schwartz (1996) ainsi que Obstfeld et Taylor (1998), dans leur *survey* historique, font un usage ambigu des différents sens du terme convertibilité. La raison probable de cette confusion provient de ce que, lorsqu'un régime de change fixe s'achève par une crise spéculative, il arrive que les deux formes d'inconvertibilité soient imposées : l'autorité monétaire suspend ses interventions pour soutenir la parité (suspension de la convertibilité en monnaie de réserve) et elle peut décider au même moment d'imposer un contrôle des changes de façon à limiter l'ampleur de la spéculation. On ne saurait trop souligner cependant, la différence entre ces deux notions.

borné. Une monnaie non transférable (totalement 'inconvertible en compte courant' suivant l'expression consacrée) condamne à l'échange bilatéral par troc (identité des importations et des exportations), à moins que, sur cette même base bilatérale, on accepte l'accumulation de déficits officiels, ou qu'un certain nombre de pays décident de consolider leurs positions bilatérales vis-à-vis d'un tiers, ce qui assouplit la contrainte.

À l'inverse, l'absence de contrôle des changes ne signifie pas que le capital peut s'exporter facilement, puisque des mesures de contrôle direct peuvent en restreindre la mobilité<sup>10</sup> : c'est le deuxième niveau des contrôles sur les flux de capitaux. Ces contrôles 'gris' sont typiquement représentés par les proscriptions qui touchent certains types d'investissements : par exemple, le rationnement du montant des importations de capitaux par investissement direct (destiné à limiter le contrôle de l'industrie nationale par l'étranger), ou au contraire son encouragement (pour accroître l'emploi). Enfin, le troisième niveau de contrôles, 'noirs', inclut toutes les limitations prudentielles sur l'exposition aux risques internationaux (risque de change, etc.) qui sont appliquées, soit par les autorités de supervision, soit par les agents privés eux-mêmes. Ces limitations peuvent inclure 'en creux' l'absence de mécanisme juridique international qui assure le paiement des dettes étrangères, par exemple par l'existence d'un mécanisme de faillite internationale, d'un mécanisme de coordination entre prêteurs, etc. Dans une telle situation, les exportations de capitaux peuvent être plafonnées par les investisseurs eux-mêmes qui refusent d'exporter un montant supérieur à celui qu'ils peuvent escompter récupérer. La limitation à l'exportation de capital sera alors endogène, auto-appliquée par les créanciers. Ainsi, le degré d'intégration financière ne pourra être mesuré par la seule référence au niveau des contrôles existants et visibles.

Bien sûr, une histoire complète des contrôles de capitaux se devrait de traiter conjointement les trois niveaux, blanc, gris, et noir. En effet, il se peut que derrière une apparente liberté des mouvements de capitaux (au sens du contrôle des changes, etc.) se cache un labyrinthe d'interactions politiques, industrielles, stratégiques qui aboutit de fait à limiter la mobilité du capital tout aussi sûrement (plus sûrement peut-être ?) que les contrôles visibles sur la transférabilité des monnaies. Cependant, si le premier niveau est accessible à une histoire institutionnelle internationale, puisqu'il inclut typiquement des accords longuement débattus et négociés, le second nécessite d'écrire autant d'histoires nationales spécifiques qu'il y a de pays participant à l'échange financier international<sup>11</sup> : pour des raisons stratégiques, politiques, industrielles, etc., tel pays décidera d'encourager les investissements directs par rapport aux investissements de portefeuille dans tel secteur, mais pas dans tel autre. Quant au troisième niveau, il requiert d'ouvrir la boîte noire du mécanisme de marché de façon à cerner la

10. Cette opposition recouvre la distinction faite par le FMI sur la différence entre contrôles sur le compte courant et contrôles sur le compte de capital.

11. Bien sûr, la différence entre contrôles officiels et contrôles réels est importante, rendant problématique toute approche naïve utilisant des *dummies* construites à partir des publications des agences internationales. Pour une utilisation de ce type de données, voir Rodrik (1998).

disponibilité à prêter des investisseurs internationaux. Or, en dépit de quelques éclairages ponctuels, les éléments nécessaires pour écrire une telle histoire restent à élaborer<sup>12</sup>, et cet article ne peut prétendre faire plus qu'inciter la recherche (historique et économique) à s'engager sur ces voies inexplorées.

La notion d'intégration financière est ici approchée exclusivement sous l'angle des quantités, c'est-à-dire par l'étude des flux internationaux de capitaux constituant la contrepartie du compte courant des pays considérés. Un certain nombre d'approches permettent de cerner cette notion au travers d'une étude des prix, en examinant par exemple la parité des taux d'intérêt couverte (Frankel, 1992), ou en tentant de croiser des variables indicatrices censées saisir l'existence de contrôles de capitaux visibles avec le niveau des taux d'intérêt (Wyplosz, 1999). Comme le rappelle Einzig (1962), le problème est cependant que les marchés des changes à terme ne se sont développés que dans l'entre-deux-guerres, c'est-à-dire relativement tard par rapport à la période considérée, ce qui interdit d'étudier l'évolution de la parité des taux d'intérêt couverte sur longue période<sup>13</sup>. D'un autre côté, l'absence de source officielle décrivant de façon systématique les contrôles de capitaux visibles avant les années cinquante, proscrit le recours à une économétrie institutionnelle sur longue période. Par comparaison, les données portant sur les balances des paiements, grâce aux efforts des travaux quantitatifs rétrospectifs qui ont été conduits dans un grand nombre de pays, sont riches et relativement fiables. Il va de soi que derrière la continuité apparente des estimations que l'on calcule, se cache de profondes variations, tant dans les objectifs, que dans les moyens de la politique économique. De sorte que si la mesure de l'intégration est uniforme, la contrainte que les autorités économiques ont perçue au cours du temps, a pu se modifier, même en l'absence de modifications substantielles dans le degré d'intégration 'objectif'.

Disons un mot de la perspective géographique et temporelle. L'échantillon a été construit à partir de la liste des pays actuellement membres de l'OCDE, pour la période 1880-1996, tout en essayant de l'enrichir de plusieurs 'pays émergents' tant pour le XIX<sup>e</sup> siècle (Argentine) que pour la période plus récente (Asie du Sud-Est), de façon à rééquilibrer la population étudiée dans les dernières années. Le choix de l'échantillon de référence<sup>14</sup> a trait à ce que les pays aujourd'hui industrialisés (qui se trouvent être ceux pour lesquels les données sont les plus riches) ont été, sur longue période, les principaux importateurs et exportateurs de capitaux : se centrer sur eux permet de couvrir la plus grande part des flux, surtout si l'on tient compte des marchés émergents dans les dernières années.

Enfin, du point de vue chronologique, il faut bien reconnaître que l'origine des temps n'est jamais innocente : rapportée à la situation de l'après-guerre, la libéralisation actuelle est un retournement important. À l'aune de la globalisation que séculaire, qui dure au moins depuis que des galions ramenèrent les

12. Pour la période avant 1914, voir cependant Flandreau (1999).

13. Contrairement à ce que prétendent Obstfeld et Taylor (1998) qui ont confondu, avant 1914, cours à terme (*forward*) et cours au comptant d'effets de commerce à trois mois de maturité.

14. Voir en ANNEXE la liste des pays de l'échantillon de référence.

métaux d'Amérique du Sud, la situation présente n'est qu'un bref épisode. À mi-chemin entre le très long terme et la courte période, cet article prend comme objet d'étude la période qui va de 1880 à aujourd'hui.

## 1880-1914 : l'âge du laisser-faire monétaire et financier ?

On a coutume de dépeindre la période antérieure à 1914 comme un âge d'or du libéralisme financier. Ainsi, Einzig définit la période 1815-1914 comme un siècle de « *laissez-faire* dans la sphère du change » (Einzig, 1962, p. 280). Le XIX<sup>e</sup> aurait ainsi été caractérisé par l'absence totale d'interventionnisme public. Ceci ne signifie cependant pas l'absence d'interventions sur la *direction* des flux de capitaux, pas plus que celle d'interventions sur le taux de change lui-même. Dès avant 1914, un grand nombre de pays intervenaient de façon routinière pour soutenir leur monnaie ou en lisser les fluctuations (voir par exemple de Cecco, 1996). Par ailleurs, certains auteurs ont souligné l'importance des interventions diplomatiques dans le processus de marché (Feis, 1931). Celles-ci, aussi sûrement que des limitations formelles, étaient susceptibles d'influencer la direction des flux de capitaux.

**LES PRÊTS À LONG TERME**<sup>15</sup>. Avant 1914, les flux financiers internationaux prennent trois formes principales (Wilkins, 1999) : les emprunts étrangers, publics notamment, émis sur les grands marchés financiers (Londres, Berlin, Paris) ; les investissements directs à l'étranger qui acquièrent, au tournant du siècle, une importance prépondérante avec le développement des firmes multinationales ; enfin, ce que Mira Wilkins a proposé d'appeler les *free standing companies*, créées dans le pays dans lequel elles émettent leurs titres, mais opérant dans un pays étranger.

Pas plus hier qu'aujourd'hui, les Etats ne peuvent ignorer les conséquences des mouvements internationaux de capitaux, ce qui débouche inexorablement sur une interpénétration des questions économiques et diplomatiques : d'un côté, tel pays qui se préoccupe de sa croissance a intérêt à stabiliser le financement de son compte courant, et tente donc de conclure des accords diplomatiques qui lui permettent d'assurer la continuité de son approvisionnement financier. De l'autre côté, telle nation qui se préoccupe des revenus d'une population comparativement vieillissante (on parle alors des rentiers et non des fonds de pension) comme l'Angleterre ou la France, veut éventuellement s'assurer du remboursement des fonds avancés aux nations jeunes (Etats-Unis, Argentine, Russie) ; elle peut ainsi être conduite à conclure des accords défensifs ou bien à développer des mécanismes de conditionnalité incluant l'interdiction de l'accès au marché de tout débiteur défaillant. Ainsi, la diplomatie financière est indissociablement liée aux stratégies de croissance et d'accumulation. Bien sûr, l'arbitrage entre objectifs

15. La distinction entre long terme et court terme renvoie à la nature des instruments sous-jacents et non à celle des flux. Les statistiques de balance des paiements disponibles reconstruisent le compte de capital comme un solde dans lequel peuvent figurer, dans des proportions inconnues, instruments à long terme et à court terme. Sur ce point, voir les remarques lumineuses de Bloomfield (1963).

stratégiques et économiques est difficile et les conflits sont nombreux, notamment en raison des problèmes de coordination entre prêteurs (Aggarwal, 1996). Mais comme aujourd'hui, l'action sur les mouvements financiers dans une économie mondiale essentiellement capitaliste s'inscrit à l'intérieur d'un ensemble de contraintes : les gouvernements ont la capacité d'influencer partiellement les flux de capitaux, mais *partiellement* seulement.

Comme aujourd'hui, la question du contrôle des mouvements de capitaux se pose, tant à l'entrée qu'à la sortie. Et, en raison de la polarité entre pays structurellement exportateurs et pays structurellement importateurs, la nature des débats se déplace suivant la région concernée. Du côté de la sortie de capitaux, c'est *via* la bourse que le contrôle s'exerce dans les pays riches, puisque l'exportation de capitaux y est visible et concentrée, réduisant ainsi les coûts de la supervision. Ce contrôle chez les pays les plus riches n'est pas tant lié au souci de retenir le capital qu'à celui d'empêcher qu'il ne soutienne des nations ennemies, et qu'à celui de sauvegarder les intérêts des investisseurs nationaux. En dépit des oppositions croissantes à l'exportation de capitaux, vue comme une manière, pour les capitalistes, de priver les ouvriers de travail en venant fournir des moyens de développement aux pays émergents qui pouvaient alors concurrencer la main-d'œuvre locale (Wilkins, 1989), les gouvernements adoptent le point de vue que l'exportation de capitaux est globalement favorable pour le pays exportateur<sup>16</sup>. Les opposants marxistes ajoutent seulement que le gain n'existe que pour la classe dirigeante, la bourgeoisie européenne (Hobson, 1914 ; Hilferding, 1910).

Le processus pour contrôler la direction des sorties de capitaux est formel dans le cas de la France ou de l'Allemagne où il faut un accord officiel pour pouvoir émettre un titre étranger (exemple du *Lombardverbot* de Bismarck en 1887 qui interdit au gouvernement russe l'accès du marché de Berlin), et beaucoup plus implicite (mais pas moins présent) en Grande-Bretagne<sup>17</sup>. Mais en raison de la pluralité des prêteurs, aucune nation n'a, à elle seule, la capacité de priver un pays de capital : la concurrence limite assez fortement l'efficacité des contrôles. C'est ainsi que la fermeture du marché de Berlin aux emprunts russes en 1887 a conduit le gouvernement du Tsar à s'adresser à Paris, avec succès. Cette évolution est consolidée, quelques années après, par un accord stratégique entre les deux pays. Par ailleurs, comme il est difficile à un gouvernement particulier de s'assurer que ses ressortissants, par le truchement d'intermédiaires, n'achètent pas de titres 'ennemis' *via* un marché tiers (Paris pour les Allemands dans le cas des titres russes), le contrôle est imparfait. De fait, les décisions d'autoriser les exportations de capitaux, au lieu de faire partie d'un système d'accords généraux, sont prises dans un cadre bilatéral. Cette situation, comparable à celle qui prévalait pour le commerce mondial, signifiait que les pouvoirs politiques pouvaient, au mieux, influencer la distribution, et, beaucoup moins, le volume de l'endettement interna-

16. « À cette heure terrible où d'immenses pays, nouvellement venus à la civilisation moderne, outillés par les capitaux de la vieille Europe, organisés par ses ingénieurs et ses industriels, possédant des terres d'une fertilité incomparable, ayant à leur disposition une main-d'œuvre presque gratuite, ne craignant ni les grèves ni les syndicats, étaient prêts à marcher à la conquête économique du monde » (Théry, 1894, p. 92).

17. Sur la législation et la politique française en matière d'exportation de capitaux, voir Flandreau (1998).



tional<sup>18</sup>. Pour un emprunteur, aucun contrôle n'était donc totalement incontournable : en dernière analyse, tout se ramenait à trouver un marché prêteur, car il n'était pas de créancier qui ait à lui seul le contrôle de tous les marchés.

Du côté des emprunteurs, on rencontre deux types d'attitude. D'un côté, une majorité de pays émergents tentent d'encourager les entrées de capitaux au moyen de politiques actives de promotion de leur pays auprès des investisseurs étrangers. C'est le cas de la Russie, de l'Autriche-Hongrie, ou de l'Argentine. L'adoption de *packages* financiers (réforme monétaire, réforme institutionnelle, réforme fiscale, etc.) sert à signaler la bonne volonté de l'emprunteur<sup>19</sup>. Les Etats jouent alors le rôle de précurseurs, étant les premiers à emprunter à l'étranger et offrant ainsi aux futurs emprunteurs privés un *benchmark* qui va permettre de fixer la valeur des émissions ultérieures. D'un autre côté, il y a l'exception japonaise. Après avoir tenté d'emprunter, ce pays, confronté à des taux d'intérêt qu'il juge trop élevé, décide de s'interdire l'accès au capital étranger. Ainsi, le Japon de l'ère Meiji est-il, jusqu'en 1898 (date à laquelle il renverse sa politique), un pays essentiellement fermé financièrement, et qui fonde sa croissance sur un modèle de développement autocentré avec forte épargne et intervention importante de l'Etat (Rosovsky, 1961). Ce n'est que lorsque le pays a atteint un degré de développement économique important et que sa position stratégique dans la région l'a conduit à accroître ses dépenses militaires (qui entrent alors en conflit avec les dépenses publiques de développement) que le Japon inverse ses politiques et ne ménage plus ses efforts pour attirer les investisseurs (Suzuki, 1994). Finalement, pour les mouvements de capitaux à long terme, le XIX<sup>e</sup> siècle s'apparente à un système de contrôles 'à trous' qui limite le pouvoir des exportateurs de capitaux sur des pays en développement qui veulent attirer les ressources étrangères.

**LA TAXE DE TOBIN SOUS L'ÉTALON-OR.** Personne ne semble avoir remarqué qu'une version primitive de la taxe de Tobin sur les opérations de change existait sous l'étalon-or, qui est ici présentée succinctement. Avant 1914, tant les opérations de change que les opérations de bourse étaient passibles, sur les trois principaux marchés exportateurs de capital (Londres, Paris et Berlin), d'un impôt proportionnel, de l'ordre de 1 pour mille, payé à l'Etat : chiffre comparable en taille aux propositions récentes<sup>20</sup>. Il en est résulté un développement de marchés d'eurodevises dans chaque centre financier, qui permettaient de réduire les coûts de transaction. Ainsi, il existait aussi bien à Londres qu'à Paris, un marché monétaire pour le franc. Par exemple, plutôt que d'aller acheter du franc à Paris (ce qui impliquait d'acquitter la taxe), les banques britanniques pouvaient investir directement sur le marché londonien du franc. La rémunération sur le franc à Londres pouvait être supérieure à celle du franc à Paris puisque les banques françaises qui voulaient accéder à ce marché devaient, en sus, payer un coût d'accès. La rémunération ne pouvait cependant pas s'élever au-delà du montant qui compensait exactement le paiement de cette taxe d'entrée. Le taux *off shore* était donc « borné »

18. Irwin (1996) a opposé le « multi-bilatéralisme » des négociations commerciales au XIX<sup>e</sup> siècle au « multilatéralisme » moderne.

19. Pour une discussion de ce type de problème, voir Sussman (ce volume) et Flandreau & al. (1998).

20. À cela s'ajoute une commission payée à l'agent de change, mais qui est plus faible et négociable. On la néglige donc.

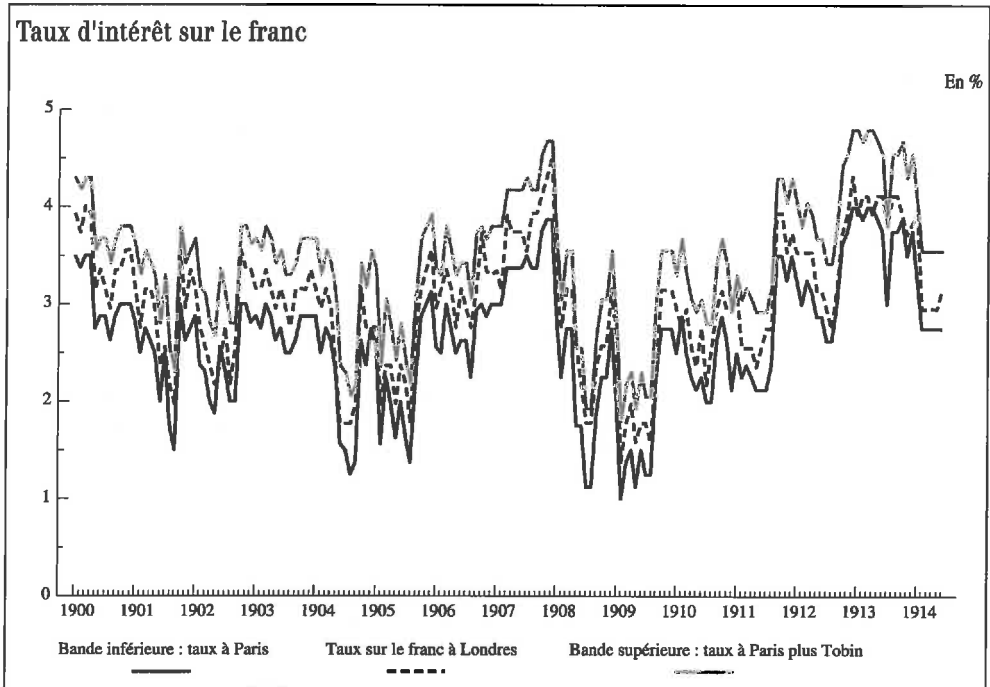
au-dessus et au-dessous. En appelant  $i_P$  le taux domestique sur le franc,  $i_L$  le taux *off shore* sur le franc,  $C_L$  et  $C_P$  la taxe de Tobin payée respectivement sur le marché des changes parisien et britannique, et  $n$  la fraction d'année correspondant à la durée de l'investissement ( $n=4$  pour un taux à trois mois), on a :

$$i_P \leq i_L \leq i_P + n(C_L + C_P) \quad (1).$$

Le GRAPHIQUE 1 représente le taux sur le franc à Paris, à Londres, et le taux à Paris augmenté de la 'bande de Tobin', pour le taux à trois mois (chaque taxe étant d'environ 1 pour mille, la bande de Tobin est de 0,8 point). On vérifie bien que les positions relatives de ces trois courbes sont en conformité avec l'équation (1). Pour voir l'importance de ce mécanisme, supposons qu'à l'occasion d'une tension sur le marché monétaire anglais, le taux londonien s'élève. Les banques britanniques cherchent à réduire leur portefeuille étranger, puisque les taux anglais sont plus attractifs. Elles vont donc liquider leurs avoirs en francs ce qui fait monter le taux *off shore* sur le franc (ceci est perceptible par exemple pendant la crise de l'automne 1907 où l'on voit effectivement le taux *off shore* se rapprocher de sa borne supérieure). En l'absence de 'bande de Tobin', ce mouvement devrait se répercuter immédiatement sur les taux français. En pratique, ce ne sera pas forcément le cas puisque le taux français *off shore* peut monter sans nécessairement percuter sa bande d'arbitrage. Le taux français est donc, dans une certaine mesure, isolé du taux anglais, ce qui peut mitiger le dilemme de l'arbitrage entre stabilité de la monnaie et maintien de bas taux d'intérêt (cependant, le taux domestique français s'est effectivement élevé en 1907). Dans quelle mesure ce

GRAPHIQUE 1

## Taux d'intérêt sur le franc



mécanisme a-t-il été à l'origine d'une plus grande stabilité ? Cette question doit faire l'objet de tests approfondis, même si à première vue, la période n'a pas été exempte de crises retentissantes. Pour l'heure, notons seulement que le XIX<sup>e</sup> libéral a connu des réglementations que l'on n'ose imposer aujourd'hui.

**ENTRAVES À COURT TERME : CRÉDIT AU COMMERCE VS CRÉDIT À LA SPÉCULATION.** Cette analyse débouche naturellement sur le problème de la mobilité des capitaux à court terme (c'est-à-dire essentiellement le marché monétaire international). Dès le milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, un débat s'engage sur ce que l'on appellerait aujourd'hui les effets de la globalisation financière. Au début des années 1860, Goschen publie un ouvrage sur les taux de change dans lequel il développe la thèse de la solidarité financière : les marchés sont solidaires, remarque-t-il, car leurs fluctuations sont corrélées. En effet, depuis les années 1830, nombre de crises sont globales. Elles commencent souvent aux Etats-Unis, se transmettent à l'Angleterre qui lui sert de banquier, puis gagnent les places continentales (Flandreau, 1996). La question qui se pose alors est étonnamment moderne : faut-il voir dans l'intégration financière un moyen de répartir les chocs (et donc de les amortir) ou au contraire un canal par lequel les déséquilibres se propagent ? C'est ainsi que certains auteurs s'opposent, à l'époque de la création des unions monétaires européennes (Union latine en 1865, Union scandinave en 1873), aux propositions qui sont faites de réduire l'intervalle des *gold points* qui bornent les fluctuations des changes, en définissant des types monétaires internationaux qui, s'ils sont toujours soumis au coût de transport, échappent du moins au coût de fonte et de reffrappe. Tandis que certains économistes y voient une réduction des coûts de transaction, d'autres y décèlent une limitation de l'autonomie monétaire. Préfigurant une analyse qui sera systématisée par Keynes (Eichengreen & Flandreau, 1997), certains auteurs insistent explicitement sur l'arbitrage entre autonomie politique et intégration financière.

La question de la spéculation conduit très tôt certaines grandes banques centrales à distinguer, sur le marché monétaire le papier financier du papier commercial. L'idée est la suivante : le papier commercial provient du financement du commerce. Il est relié à une véritable transaction et mérite donc un traitement privilégié. Le papier financier, en revanche, est typiquement lié à une opération spéculative : si le taux d'intérêt est plus élevé à Londres qu'à Paris, les banquiers parisiens ont avantage à placer leur argent sur ce marché. Les banquiers tentent alors de déplacer leurs capitaux, vendant du papier financier sur Paris pour acheter du Londres. La vente de francs fait chuter le change à proximité du point de sortie de l'or. C'est pourquoi la Banque de France décide à maintes reprises, surtout en période de tension monétaire, de refuser d'escompter le papier financier, faisant ainsi courir aux acheteurs de ce type de papier le risque de ne pouvoir obtenir de la liquidité en dissuadant ainsi la circulation de ces instruments. Outre la taxe de Tobin, les agents doivent faire face à des risques supplémentaires ce qui décourage encore plus les mouvements spéculatifs<sup>21</sup>.

21. À l'époque, certains économistes ont critiqué la Banque de France en disant que sa politique aboutissait finalement à nuire au crédit commercial en tentant d'entraver l'action des banquiers puisque ces derniers étaient alors incités à refuser les facilités de refinancement aux exportateurs (voir White, 1933). On ne peut manquer de remarquer l'analogie entre ce débat et les controverses modernes sur les distorsions induites par les contrôles de capitaux (voir, par exemple, les arguments développés par Garber et Taylor, 1995).

## 1914-1958 : de la première guerre mondiale au retour de la convertibilité

### 1914-1925 : LA GUERRE ET LA GÉNÉRALISATION DES CONTRÔLES.

Le début de la première guerre mondiale constitue le premier cas d'intervention massive de l'Etat sur les mouvements de capitaux. Si les méthodes employées pour réguler les flux de capitaux s'apparentent à celles utilisées avant 1914, l'échelle sur laquelle ces techniques sont appliquées est inégale. Dès l'ouverture des hostilités, l'Allemagne et la France suspendent la conversion en or de leur monnaie. De façon plus significative encore, puisqu'au fond la seule suspension de la convertibilité ne signifie rien d'autre que le passage à un système de changes flexibles, la monnaie devenant une monnaie papier sans référence à l'or, elles introduisent diverses formes de contrôle des changes et interdisent l'exportation de l'or. Il devient alors impossible de passer d'une monnaie à l'autre, tant directement qu'au travers de l'or. En Russie, la banque centrale prend le contrôle des transactions en devises. En Grande-Bretagne, où la convertibilité des billets en or est en revanche autorisée mais où l'exportation de métal jaune est proscrite, la Banque d'Angleterre s'entend avec les autorités douanières pour que les personnes à qui elle aurait remis de l'or en échange des billets soient soumises à une inspection particulièrement fouillée (Einzig, 1962).

Par ailleurs, en Europe, les mouvements internationaux de capitaux sont directement entravés afin d'en empêcher la sortie : en Allemagne, en France, la bourse est fermée. Cependant, tous les canaux d'écoulement du capital ne s'interrompent pas. En particulier, les flux entre les Etats-Unis et l'Europe se maintiennent, voire même s'intensifient. Ainsi, on estime que, entre le 1<sup>er</sup> août 1915 et le 1<sup>er</sup> août 1916, les Etats-Unis prêtent plus d'un milliard de dollars, répartis entre tous les pays belligérants : c'est en effet pendant cette période qu'ils vont devenir un grand créancier international, et en particulier un grand créancier de l'Europe. Outre le canal des prêts directs des banques de New York aux gouvernements européens, les flux de capitaux par les canaux traditionnels des marchés boursiers reprennent. C'est que, passées les premières mesures de protection où il s'est agi surtout d'empêcher la spéculation, plusieurs pays belligérants (France, Allemagne, Angleterre), parce qu'ils sont aussi, au début de la guerre, de grands créanciers, peuvent compter sur le rapatriement de leurs actifs, facilitant ainsi le financement de leur balance courante (Petit, 1929).

La poursuite de la guerre, notamment à partir de 1916, qui épuise les ressources extérieures, conduit à un renforcement du contrôle des changes, au fur et à mesure que la dépréciation des monnaies européennes s'accroît<sup>22</sup>. Les contrôles de capitaux se généralisent ensuite, notamment en raison de l'entrée en guerre des Etats-Unis, en 1917. À cette date, le gouvernement fédéral américain

22. Obstfeld et Taylor (1998) s'étonnent que même les Etats-Unis, qui connaissaient une position privilégiée de leur balance courante, aient fait appel aux contrôles de capitaux. Bien sûr, il s'agissait de contrôles politiques.

décide de prohiber les exportations d'or (ce qui, encore une fois n'empêche pas le capital de passer), et plus substantiellement, il introduit, en 1918, un système d'inspection des banques américaines destiné à contrôler leurs investissements étrangers : c'est que le gouvernement fédéral veut empêcher que des prêts à l'ennemi viennent entraver les objectifs militaires. Dans une certaine mesure, les canaux financiers du Nouveau Monde vers l'Ancien se maintiennent mais ils sont désormais creusés à l'abri des balles, dans les tranchées dessinées par les alliances politiques<sup>23</sup>. Ainsi, de nombreuses négociations financières ont lieu entre les États-Unis, la France, et la Grande-Bretagne.

Les contrôles de capitaux stratégiques imposés pendant la guerre trouvent en quelque sorte leur prolongement dans les contrôles économiques qui marquent l'immédiat après-guerre. Avec la reprise des transactions internationales sur une base multilatérale, les pays sont en proie à des problèmes d'ajustement importants. Les monnaies surévaluées par le maintien de contrôles et le financement monétaire des dépenses publiques sont confrontées à des mouvements massifs de spéculation ainsi qu'à une inflation forte, ce qui engendre toutes sortes de difficultés pour la balance courante, et accroît la tentation d'appliquer des contrôles draconiens. Ceux-ci visent bien sûr à défendre l'encaisse or et devises des banques centrales, d'autant que l'objectif général, tel qu'il s'exprime dans la Conférence de Gênes, est un retour à l'étalon-or qui requiert une accumulation préalable de réserves, ainsi que d'éviter la fuite des capitaux<sup>24</sup>. Par conséquent, les contrôles, mis en place au cours de la première guerre mondiale, sont non seulement maintenus, mais renforcés.

Leurs formes sont variées : par exemple, seuls les détenteurs de quantités substantielles de devises peuvent se procurer de l'or. En outre, de nombreuses limitations entravent les transactions en devises étrangères. La Grande-Bretagne fait un usage intensif de mesures directes sur les changes ou d'embargos sur les crédits à l'étranger, afin d'enrayer les mouvements spéculatifs (Eichengreen, 1992a). De même en Allemagne, des restrictions sur les changes sont imposées afin de limiter la chute du mark durant l'hyper-inflation. Ces mesures sont complétées par des contrôles sur les importations et les exportations de biens. Mais malgré tous ces efforts, de nombreux pays sont confrontés à des fuites récurrentes de capitaux.

**1925-1931 : L'INTERMÈDE DE LA RESTAURATION DE L'ÉTALON-OR.** De même que les contrôles de l'après-guerre répondent aux problèmes de stabilisation, de même la résolution de ces problèmes amène un retrait des contrôles de capitaux. La chronologie des limites institutionnelles à la mobilité des capitaux se fonde alors dans celle de l'étalon-or : de fait, les contrôles sont, pour l'essentiel, levés avec le succès des politiques de stabilisation. Ce mécanisme est renforcé par la mise en œuvre, en accord avec la Société des Nations, de *packages* de stabilisation comprenant une conditionnalité qui prévoit notamment

23. En 1917, Vidal peut écrire, en pleine guerre, que « l'internationalisme de la finance étant une nécessité, ainsi que nous croyons l'avoir démontré, on comprendra aisément que les marchés où sont négociées les valeurs étrangères soient internationaux » (p. 80). Selon Obstfeld et Taylor (1998), de 1915 à 1919, les prêts de guerre ont provoqué un accroissement des flux de capitaux de 5 %.

24. Sur les résultats de la conférence de Gênes, voir notamment Eichengreen (1992a).

l'adoption du statut d'indépendance pour la banque centrale du pays concerné, ainsi qu'une libéralisation des mouvements de capitaux. Le principe est le suivant : c'est l'adoption de politiques 'appropriées', et non la tentative de retenir le capital par la force, qui doit faciliter le retour des capitaux étrangers, qui viendront alors financer la balance courante des pays en difficulté, réglant d'eux-mêmes les problèmes d'ajustement.

En raison de la diversité des chronologies nationales, il est impossible de dater avec précision le démantèlement des contrôles de capitaux. Cependant, dans la mesure où ceux-ci accompagnent le rétablissement de l'étalon-or, on peut considérer que le plus gros du travail est accompli vers 1925, puisque cette date marque en particulier le retour de la livre sterling et de nombreuses autres monnaies à l'étalon-or<sup>25</sup>. À partir de cette date s'ouvre alors un intermède de relatif libéralisme financier. Les flux financiers reprennent, notamment des États-Unis vers l'Europe. Schuker (1988), comme Ritschl (ce volume) soulignent d'ailleurs le caractère 'pathologique' et transitoire des flux entre l'Amérique et l'Allemagne, qui servent, en exploitant une clause de séniorité du Plan Dawes, à retarder la reprise des réparations.

L'intermède est cependant de courte durée. La crise de 1929 anéantit les efforts faits pendant les années vingt pour rétablir le libéralisme financier d'avant-guerre. Ainsi, pour Einzig (1962., p. 287), la crise marque « un tournant essentiel [...] au moins aussi important que 1914 ». La reconstitution de l'étalon-or et le démantèlement des divers contrôles sur les mouvements de capitaux ont abouti à la fin des années vingt à faciliter la transmission internationale des chocs monétaires et financiers. La crise américaine de 1929 se propage alors immédiatement en direction de l'Europe. Elle passe par la hausse des taux d'intérêt américains. Celle-ci contraint les pays qui dépendent des capitaux américains à répondre par d'autres hausses ou à affronter une fuite des capitaux. Les pays débiteurs ont alors de plus en plus de mal à se financer. La chute de Wall Street provoque l'interruption pure et simple de certains prêts et le rapatriement des fonds. Les parités sont attaquées alors qu'en même temps, les systèmes bancaires des pays débiteurs sont fortement secoués.

**1931-1944 : DE LA MONNAIE ADMINISTRÉE À L'ÉCONOMIE DE GUERRE.** Tout s'accélère avec la chute de la *Credit Anstalt* en mai 1931, qui provoque une attaque massive sur l'Autriche, la Hongrie, puis l'Allemagne. La spéculation sur la monnaie allemande gagne alors la livre sterling, notamment en raison des positions importantes des banques anglaises en Allemagne. Pendant l'été 1931, la livre est soumise à des assauts répétés et doit décrocher de l'étalon-or. Tandis que l'Angleterre se défend en laissant flotter sa monnaie et en créant un fonds de stabilisation des changes, de nombreux pays, au fur et à mesure que les retraits de capitaux se multiplient, s'engagent dans la voie du contrôle des

25. La chronologie du retour de la livre à l'or souligne bien le lien entre étalon-or et suppression des contrôles sur les mouvements de capitaux : en 1924 la Réserve Fédérale décide d'abaisser son taux d'escompte afin de favoriser le rétablissement de la convertibilité en Grande-Bretagne. Le capital se dirige alors de New York vers Londres. La livre retrouve finalement sa parité d'avant-guerre au début de 1925 et le 25 avril, la Banque d'Angleterre reprend les paiements en or et supprime les contrôles (voir Eichengreen, 1992a et 1996).

changes, d'autant que le vote du tarif protectionniste aux Etats-Unis (loi Smoot Hawley, 1930) réduit la possibilité d'une sortie de crise par la reprise des exportations. Les premiers pays à s'engager dans la voie des contrôles sont donc ceux dont la situation macroéconomique est la plus précaire. Il s'agit de l'Allemagne, de l'Autriche et des autres pays d'Europe centrale qui imposent des contrôles de change dès l'été 1931.

La spéculation gagne ensuite les Etats-Unis, amplifiée par l'approfondissement de la crise bancaire, en 1933. C'est au tour du dollar de subir les assauts de la spéculation. L'élection de Roosevelt marque alors un tournant décisif dans la position américaine face au contrôle de l'économie et de la finance. Dès qu'il entre en fonction, le nouveau président américain proscribit les exportations d'or et la détention privée de métal jaune. Les Etats-Unis, comme d'autres pays, adoptent par ailleurs un certain nombre de réformes visant à contrôler le système monétaire et bancaire. Ces mesures trouvent leur prolongement dans diverses manières de limiter la mobilité du capital. Le renforcement de législations protectionnistes vise entre autre à dégager des surplus commerciaux et donc à limiter les fuites de capitaux. Ces mesures restrictives répondent aux mesures prises dans d'autres pays en même temps qu'elles amplifient ces dernières.

Ainsi, les années trente sont caractérisées par un mouvement de désintégration financière. Comme par le passé, les contrôles appliqués consistent à défendre ou à stabiliser le cours des changes, à influencer les prêts étrangers, etc. Mais les politiques de contrôle visent aussi à isoler l'économie domestique afin de pouvoir mettre en œuvre des mesures de relance. Cette évolution est indissociable de la prise en main par les autorités publiques du développement économique. Les politiques nationales visant à orienter les flux d'investissements par secteurs s'accompagnent donc de contrôles permettant d'entretenir des différentiels d'intérêt importants. De cette façon, les gouvernements peuvent appliquer des objectifs autonomes. C'est la 'Grande Transformation'.

Pour caractériser ces politiques, l'historien américain Peter Temin (1988) a, quant à lui, suggéré d'appeler cette période l'âge du « socialisme dans plusieurs pays », expression qui n'est pas sans rappeler les analyses d'Hayek. L'évolution allemande est à ce titre à la fois extrême et caractéristique (Marcewski, 1941, p. 325 et suivantes). Le contrôle de l'économie et des flux financiers qui s'intensifie à partir de 1931 atteint des niveaux inégalés avec l'arrivée des nazis au pouvoir, en 1933. Pour gérer les relations économiques et financières internationales de l'Allemagne, ceux-ci perfectionnent le système de l'ASKI (*Ausländer Sonderkonto für Inlands Zahlungen*), particulièrement utilisé dans les années 1934-36. Le principe en est le suivant : les banques spécialement autorisées concentrent les opérations de compensation internationales. Une réglementation détaillée spécifie les conditions et les modalités par lesquelles les autorisations de compensations peuvent être délivrées. Celles-ci aboutissent à inciter ceux qui veulent exporter vers l'Allemagne à générer une demande d'importation compensatrice. Ce système fortement contrôlé peut être partiellement assoupli pour favoriser les échanges avec certains pays, dans le cadre d'accords diplomatiques, stratégiques, ou afin de favoriser la domination allemande sur certaines zones.

Ainsi, des crédits en marchandises sont ouverts par l'Allemagne aux Etats de l'Est et du Sud-Est européen. De façon symétrique, l'électricité que la Suisse vend à l'Allemagne est payée par un découvert accordé au Reich. Ainsi, comme en temps de guerre, c'est l'autorité politique qui détermine les sentiers obligés de l'ouverture financière. Selon Marcewzki cependant, ce type de contrôle s'allège quelque peu à la veille de l'entrée en guerre, au fur et à mesure que la situation financière se stabilise<sup>26</sup>.

La seconde guerre mondiale a ensuite marqué une relance de l'intensification des contrôles des capitaux. Ceux-ci permettent notamment de monopoliser les ressources nationales et de maintenir des taux d'intérêt faibles pour les emprunts de guerre. Dès leur entrée en guerre, la France, l'Angleterre et l'Allemagne renforcent le contrôle des changes. Les autres nations, même non belligérantes, suivent. En mars 1940, à l'exception du dollar américain et du franc suisse, toutes les monnaies sont soumises à des contrôles visant à en limiter la transférabilité. Encore une fois cependant, ceci ne signifie pas le tarissement complet des flux financiers, mais une modification de leur forme. Les flux de capitaux vont alors reprendre, comme pendant la première guerre mondiale, la route des accords politiques. C'est le cas notamment du fameux accord de *Lend-Lease* de 1941 entre la Grande-Bretagne et les Etats-Unis par lequel l'Angleterre se retrouve approvisionnée en matériel et en armement par les Etats-Unis, mais à des conditions qui ne seront liquidées qu'après la guerre. Pour sa défense, l'Angleterre peut donc dépenser plus que ce qu'elle gagne. Par ce type de mécanisme, le gouvernement fédéral américain soutient l'effort de guerre de ses alliés<sup>27</sup>.

**1944-1958 : ENTRE ÉCONOMIE DE GUERRE ET REPRISE DU LIBRE-ÉCHANGE.** Les lendemains de la seconde guerre mondiale poursuivent les contrôles mis en place pendant les années trente, puis amplifiés durant le conflit. La période est caractérisée par une reconnaissance du caractère exceptionnel des crises de balance des paiements et de la nécessité de les traiter pour éviter la formation de spirales protectionnistes. Certes, l'Accord de Bretton Woods, signé en 1944, prévoit « qu'aucun membre ne peut, sans l'autorisation du Fonds [Monétaire International], imposer des restrictions sur les paiements ou les transferts relatifs aux transactions internationales courantes » (article VIII, section 2 (a)). Cependant, dans le même temps, on admet l'existence de problèmes spécifiques requérant des solutions adéquates. Ainsi, l'article XIV permet de différer la convertibilité du compte courant « pendant la période de transition ». Ceci va permettre aux contrôles de capitaux de continuer de dominer la scène jusqu'en 1958, lorsque la convertibilité est finalement réintroduite.

Les architectes de l'accord de Bretton Woods perçoivent leur œuvre comme résultant d'un changement de doctrine fondamental par rapport à ce qui est, pour eux, l'idéologie libre-échangiste du XIX<sup>e</sup> siècle. Leur objectif est de promouvoir

26. Comme le souligne Broder (1991), la question des modalités de gestion administrée des mouvements de capitaux dans l'entre-deux-guerres demeure insuffisamment étudiée.

27. Techniquement, cette facilité était accordée en échange de concessions commerciales futures, visant à percer la carapace protectionniste qui s'était développée autour de l'Empire britannique dans les années trente (préférence impériale, etc.).



*certain*s contrôles de capitaux comme mode actif de gestion des relations financières internationales<sup>28</sup>. Pour White, par exemple, « les bases théoriques de l'idée, encore répandue, que les interférences avec les flux de marchandises, de capital et d'or, sont nuisibles, sont les restes de la croyance du XIX<sup>e</sup> siècle selon laquelle l'équilibre économique international, si on le laisse à lui-même, sera obtenu à un coût minimal pour le commerce et la prospérité mondiale... Notre tâche n'est pas d'interdire l'usage des instruments de contrôle, mais de promouvoir, parmi les mesures de contrôles et les moyens d'administrer ces derniers, ceux qui seront les plus adéquats pour remplir notre objectif de prospérité mondiale durable »<sup>29</sup>. En conséquence, comme le souligne James, il existe dans l'immédiat après-guerre un certain flou sur la question de la durée et des moyens de la phase de transition<sup>30</sup>.

C'est la crise de la livre sterling, en 1947, qui rappelle les dangers inhérents à un retour prématuré à la convertibilité du compte courant et en particulier, les bouleversements financiers qui peuvent en résulter, permettant ainsi à la phase de pré-convertibilité de durer. Sous la pression américaine, et dans la logique des accords *Lend-Lease* qui prévoient comme contrepartie au soutien américain, l'ouverture du marché commercial et de l'Empire, la Grande-Bretagne réintroduit la convertibilité du compte courant en 1947. Cette convertibilité reste assortie de contrôles divers ainsi que d'un prêt américain. Introduite le 15 juillet 1947, la convertibilité est néanmoins suspendue à nouveau six semaines plus tard, avec l'accord des Américains : en ce bref laps de temps, la spéculation a déjà épuisé les réserves de change de la Banque d'Angleterre (Schenk, 1994). En outre, les fuites de capitaux ont également touché la France, l'Italie et l'Allemagne dont les réserves s'amenuisent<sup>31</sup>.

L'épisode enterre les projets de retour prompt à la convertibilité et prépare le terrain pour un retour graduel à la convertibilité des comptes courants. Dans le prolongement des pratiques de guerre expérimentées en 1914-18, développées et raffinées depuis, ce sont les accords politiques, sur fond de guerre froide, qui ouvrent la route aux flux de capitaux. Sous cet angle, le plan Marshall, décidé en 1948, prend toute sa signification. Les nécessités de la reconstruction d'abord, la menace soviétique ensuite, dessinent le chemin d'un circuit d'alimentation 'politique' du compte de capital des pays européens, qui reçoivent du gouvernement des Etats-Unis, leur principal fournisseur, les moyens de solder leurs achats

28. On ne peut s'empêcher de rapprocher cette position de celle de Polanyi (1944) dont *La Grande Transformation* s'ouvrait sur le célèbre constat de décès : « La civilisation du XIX<sup>e</sup> siècle s'est effondrée. »

29. Keynes comme White étaient en effet partisans du contrôle public sur les flux de capitaux. Voir Horsefield (1969, Vol. 3, p. 64), et James (1996) p. 39.

30. James (1996, p. 35). Pour un *survey* détaillé des débats de l'époque, on renvoie à cet ouvrage, chapitre 2, 'Prosperity has no fixed limits'. Le cinquantenaire de l'Accord de Bretton Woods a apporté sa moisson de contributions. Parmi celles-ci, mentionnons les actes du colloque du ministère des Finances, *La France et les institutions de Bretton Woods, 1944-1994* (1998) ainsi que l'ouvrage collectif publié sous la direction de Bordo et Eichengreen, *A Retrospective on the Bretton Woods System* (1993). Pour une analyse des aspects techniques associés à la gestion de la contrainte extérieure sous le régime de la monnaie dirigée, la référence reste Bloch-Lainé, *Les finances extérieures de la France*.

31. Il est intéressant de préciser les conditions dans lesquelles la fuite des capitaux s'est produite, en dépit du maintien de contrôles pour de nombreuses catégories d'agents : outre la conversion des comptes sterling en dollar, les exportateurs ont utilisé les *leads and lags* (i.e. le termaillage, procédure visant à accélérer les paiements reçus en devises clés et à retarder les versements). Par la suite, la dévaluation de la livre a alourdi les déséquilibres de la balance des paiements des autres pays.

(James, 1996). L'Union européenne des paiements (UEP) se présente à son tour comme l'extension du même mécanisme, dans une version intra-européenne<sup>32</sup>. Face à la pénurie de dollars, les pays européens, dont les économies voisines n'ont jamais totalement interrompu leurs échanges, même pendant les années trente, et en dépit de la contraction massive du commerce, décident en décembre 1949 de mettre en commun leurs balances en dollars. Les pays qui participent à l'UEP adoptent un code de libéralisation interne, qui vise à faire descendre les restrictions de change intra-européennes au-dessous des niveaux internationaux. Dans le même temps cependant, des contrôles sélectifs sont maintenus, notamment en période de crises de balance des paiements. En particulier, sont maintenus, dans les pays européens, des systèmes de licences d'importation qui visent tant à protéger les balances courantes qu'à orienter le développement intérieur et extérieur. Ainsi, la RFA en 1950-51, la France dans les années cinquante, mais aussi la Grande-Bretagne (Milward, 1995) font un usage extensif des licences d'importation, rationnant de façon directe le montant d'achats étrangers et, du coup, les besoins de monnaie pour solder le compte courant. Cependant, en accord avec le code de libéralisation, les restrictions monétaires sur le commerce s'espacent peu à peu et l'inter-convertibilité des monnaies européennes progresse. Cette évolution ouvre la voie au retour à la convertibilité du compte courant, mise en place le 31 décembre 1958.

### 1958-1997 : les contrôles de capitaux après la convertibilité

**LE RETOUR À LA CONVERTIBILITÉ.** Selon le point de vue traditionnel, le retour à la convertibilité des comptes courants européens, en décembre 1958, permet le développement de marchés *off shore* où les eurodevises sont librement négociées, loin du contrôle des régulateurs. Cette expansion des euromarchés est généralement considérée comme le tournant décisif dans la libéralisation des marchés de capitaux, notamment parce qu'elle aurait rendu caduques les tentatives de contrôle. En libéralisant le 'dessus' de la balance des paiements, on aurait facilité l'intégration du 'dessous'. Certes, la création en 1961 de l'OCDE qui succède à l'OECE s'accompagne d'une réaffirmation du désir d'approfondir l'intégration financière<sup>33</sup>. Les pays membres s'engagent alors à « poursuivre [les] efforts en vue de réduire ou de supprimer les obstacles [...] aux paiements courants, et de maintenir et étendre la libération des mouvements de capitaux ». Ce principe est rendu opérationnel dans un code de libéralisation, défini en 1961, et dont la portée sera progressivement étendue pour inclure, en 1989, la totalité des postes du compte de capital. Le code de libéralisation de l'OCDE va alors servir de vecteur d'approfondissement de la libéralisation financière, tandis que les articles du FMI en fixent les conditions minimales. En 1961, les pays européens, ratifiant le code de l'OCDE, adoptent officiellement l'article VIII des accords de Bretton Woods, s'engageant ainsi sur la voie de la déréglementation. Le FMI, dans son rapport

32. Sur les relations initialement difficiles entre l'UEP et le FMI, qui y vit une organisation concurrente, voir Kaplan et Schleiminger (1989) ainsi que James (1996).

33. Ses membres en sont alors : l'Allemagne de l'Ouest, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse, la Turquie.

annuel sur les restrictions de change déclare alors les monnaies européennes officiellement convertibles<sup>34</sup>.

Tout semble donc indiquer qu'entre 1958 et 1961, une sorte de *Big Bang* se produit dans l'ordre financier international. Une telle conclusion serait cependant erronée : un regard plus attentif sur la chronologie indique en effet que la libéralisation des mouvements de capitaux a été un processus graduel, avant et après 1958. L'image des « gnômes de Zurich » a immortalisé le ressentiment face à la spéculation contre le dollar à la fin des années soixante, qui a opéré notamment à partir des places financières suisses (Kindleberger, 1992). Dans la mesure où la spéculation a besoin de s'alimenter au travers d'une offre de la monnaie qu'elle désire attaquer, les euromarchés sont des candidats tout naturels pour porter le blâme des spéculations monétaires. Le retour à la convertibilité, en 1958, en permettant le développement d'une offre de monnaie *off shore* dans un certain nombre de places aurait donc été le point de départ de l'invention des eurodollars et partant, de leur utilisation comme arme de destruction monétaire (Johnston, 1983).

Cependant, ainsi que l'a montré Schenk (1998), le développement du marché des eurodollars à Londres s'est en fait produit quelques années *avant* le retour à la convertibilité du compte courant britannique, ce qui relativise la portée de cette dernière. En 1955, le resserrement du marché monétaire à Londres, décidé par la Banque d'Angleterre, fait apparaître un *spread* entre le taux d'intérêt américain (plafonné par la réglementation Q) et le taux d'intérêt britannique. Exploitant un vide technique dans la réglementation des changes, la banque Midland, qui en tant que résident, a le droit d'acquérir du dollar pour des opérations commerciales et a donc accès à une convertibilité partielle, commence alors à emprunter en monnaie américaine pour prêter en livres sterling<sup>35</sup>. Le *spread* que la Midland peut offrir sur le dollar par rapport aux taux américains, est tellement alléchant que des montants importants de cette monnaie viennent se placer à Londres. L'afflux de monnaie américaine dans la City provoque la naissance (la renaissance compte tenu de ce que nous avons dit sur la période d'avant 1914) des euromarchés, trois ans avant la convertibilité officielle.

L'attitude du gouvernement britannique face à cette innovation est révélatrice des dilemmes de la réglementation financière. En effet, en présence d'une situation qui viole l'esprit des contrôles de change britanniques, le gouvernement, *via* la Banque d'Angleterre, se limite à faire savoir à la Midland qu'il étudie les « comportements de cette dernière ». C'est que le gouvernement britannique reste sensible au fait que l'innovation de la Midland attire des dollars en Grande-Bretagne et permet donc un financement plus facile de la balance courante<sup>36</sup>. Seulement, une fois rentrés, les dollars ne peuvent être chassés sans risquer de compromettre l'équilibre extérieur, économique ou politique. C'est dire à quel

34. Eichengreen (1996), p. 114.

35. En effet, le Royaume-Uni a, comme l'Allemagne, libéralisé dès 1950 certaines transactions de change de nature commerciale.

36. Par ailleurs, comme l'indique Schenk (1998), quoiqu'il y ait eu quelques inquiétudes, le Trésor et la Banque d'Angleterre n'avaient pas le pouvoir d'exclure ce nouveau type de produit financier, si Londres voulait demeurer un centre financier. L'intérêt de la City l'a finalement emporté.

point le développement du marché des eurodollars, contrairement à l'opinion courante, n'a pas été le résultat simple d'un conflit entre une autorité de contrôle aux objectifs univoques et des agents privés soucieux de contourner les autorités. D'ailleurs, dès les années soixante, les banques centrales européennes comptent parmi les principaux investisseurs sur le marché des eurodollars. L'affaiblissement des contrôles de capitaux semble donc être la conséquence inévitable de la reprise des échanges économiques, dans la mesure où leur développement rend plus coûteux les problèmes de financement du compte courant.

**1958-1989 : LES CONTRÔLES INTERMITTENTS.** Vu sous cet angle, le rétablissement de la convertibilité des comptes courants européens en 1958 est peut-être moins une bifurcation qu'une étape. Certes, à partir de cette date, le marché des eurodollars gagne considérablement en taille, d'autant plus que de nouvelles banques étrangères viennent y participer<sup>37</sup>. Mais d'un autre côté, le retour à la convertibilité ne signifie pas abolition pure et simple du contrôle des changes. En pratique, les pays de l'OCDE ont, soit au travers de *reservations* (c'est-à-dire de restrictions qui ont été maintenues lors de l'application du code de libéralisation), soit au travers de *derogations* (c'est-à-dire d'exceptions temporaires au code de libéralisation) maintenu des contrôles nombreux. Ainsi, jusque vers la fin des années quatre-vingt au moins, les autorités monétaires de nombreux pays ont fait un usage *au moins intermittent* du contrôle des changes et un usage soutenu des contrôles de capitaux. Pendant cette période, même les pays traditionnellement les plus libéraux ont eu recours à différents contrôles en cas de tension à la sortie ou à l'entrée des capitaux. En fait, on peut, pour schématiser, résumer deux types de stratégies.

D'un côté, les pays qui ont eu une tendance à avoir un compte courant structurellement déficitaire ont vite autorisé les entrées de capitaux, tout en bloquant éventuellement la sortie. Ce type de stratégie, illustrée notamment par la France et l'Italie, s'inscrit dans le droit-fil des préoccupations qui avaient conduit à l'introduction de contrôles dans l'entre-deux-guerres : il s'agit d'empêcher la spéculation, ou d'en limiter la portée lorsqu'elle est là. Ainsi, au milieu des années soixante, la France bénéficiant d'un compte courant positif, relâche ses contrôles en 1967. Elle les réintroduit l'année suivante en raison des événements de mai. Les Etats-Unis eux-mêmes feront appel à diverses mesures restrictives (comme la taxe d'égalisation des taux d'intérêt sur les titres étrangers vendus aux Etats Unis en 1963 ainsi que diverses limitations sur les prêts bancaires à l'étranger) au fur et à mesure où, dans les années soixante, leur position monétaire se fragilisera.

D'un autre côté, les pays au compte courant structurellement excédentaire, comme le Japon ou l'Allemagne, ont voulu au contraire prohiber les entrées de capitaux, tout en autorisant les sorties. C'est ainsi que l'Allemagne fait un usage intermittent des contrôles de capitaux à l'entrée, les relâchant en mai 1959, pour les réintroduire par la suite à diverses reprises, notamment en 1968. Ce n'est qu'en 1981 que ces contrôles seront définitivement démantelés. Cette opposition

37. Ainsi, les banques japonaises vinrent se joindre au marché en empruntant à des taux qui étaient de 2 points supérieurs au taux habituel de façon à financer des projets industriels nationaux.

entre contrôles à l'entrée et à la sortie ne signifie pas que tous les mouvements soient possibles dans la direction où ils sont autorisés. Ainsi, au Japon, le contrôle du système bancaire implique des contraintes très spécifiques sur la nature des investissements étrangers licites. De façon générale, ceci reste d'ailleurs vrai dans la plupart des pays.

Dès lors, l'imposition et le retrait des contrôles sur les mouvements de capitaux suivent les tourbillons monétaires internationaux. Après la dévaluation du dollar, l'Allemagne, la France, le Japon, les Pays-Bas et la Suisse défendent les parités définies par les accords 'Smithsonian' conclus en décembre 1971, en renforçant leurs barrières sur les entrées de capitaux, et en complétant ces mesures par diverses restrictions sur le crédit, comme le plafonnement des taux d'intérêt et le relèvement des réserves obligatoires. Mais l'accroissement de la volatilité des flux de capitaux conduit finalement à l'effondrement du système de Bretton Woods au début de l'année 1973. En mars, les pays industrialisés laissent flotter leur monnaie. Les tourbillons monétaires persistant, les contrôles de capitaux sont progressivement intensifiés pendant la période de mise en œuvre du Serpent monétaire, alors que les Etats-Unis subissent de sévères fuites de capitaux. De leur côté, les Européens luttent, les uns contre la surévaluation de leur monnaie qui aurait détérioré leur compétitivité, les autres contre les sorties spéculatives de capitaux. Dans les premières années de fonctionnement du SME, les contrôles de capitaux resteront un aspect essentiel du régime de change européen. On a souvent dit, par exemple, que ce sont les contrôles de capitaux qui ont permis le maintien d'un système de réajustements réguliers sans crainte d'attaques spéculatives.

Cependant, avec l'entrée dans l'ère de la désinflation qui a marqué les années quatre-vingt, les pays de l'OCDE, Europe y comprise, se sont engagés dans la voie du démantèlement des contrôles de capitaux.

**DEPUIS 1989 : VERS L'ABANDON COMPLET DES CONTRÔLES DE CAPITAUX ?** Ce démantèlement des contrôles de capitaux est indissociable du processus de libéralisation et de déréglementation financière dans lequel les Etats-Unis ont joué le rôle de *leader*, ainsi que des processus d'intégration régionale qui ont marqué les années quatre-vingt. Si les motifs invoqués pour justifier les réformes ont changé d'un endroit à l'autre (impératifs de l'intégration européenne pour les uns, impératifs nationaux pour d'autres), la dynamique a partout été la même : on a assisté à un approfondissement de la déréglementation bancaire dont le corollaire a été la libéralisation des mouvements de capitaux. Comme dans d'autres domaines, l'Europe a servi de cadre institutionnel et de prétexte politique à des réformes de structure. En particulier, l'adoption en 1988 de la seconde directive sur la libéralisation des mouvements de capitaux est un tournant essentiel<sup>38</sup>. Pourtant le mouvement n'est pas circonscrit aux frontières européennes, puisqu'il se produit aussi en Australie, en Nouvelle-Zélande, au Japon. L'Angleterre de Thatcher a d'ailleurs anticipé le mouvement avec une large avance.

38. D'ailleurs, dans les années soixante-dix, la Communauté européenne avait encouragé les contrôles de capitaux en dépit des principes de libéralisation des échanges et d'intégration économique (voir Eichengreen, 1997 ; Baillie & McMahon, 1997).

Par conséquent, le relâchement des contrôles sur les mouvements de capitaux a emprunté plusieurs voies parallèles. La première a trait à la poursuite de la libéralisation financière, soit dans le cadre de la dernière version du code de libéralisation de l'OCDE et de ses extensions, soit dans le cadre de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) : c'est le cas par exemple des *rounds* de négociation sur la libéralisation des services bancaires et financiers menés à l'OMC (Dobson & Jacquet, 1998), ou encore des tentatives pour élargir la libéralisation des mouvements de capitaux aux investissements directs à l'étranger (tentative de négociation d'un Accord Multilatéral sur l'Investissement). L'échec de cette dernière initiative suggère d'ailleurs l'existence d'un plancher dans la poursuite de l'approfondissement de la libéralisation financière, qui n'est pas sans rappeler ce que l'on a évoqué pour le XIX<sup>e</sup> siècle. Même si les institutions sont libérales, elles n'en restent pas moins nationales.

L'Union européenne, dans la mesure où elle prévoit comme élément constitutif la pleine intégration économique et le développement de tous les échanges sur une base non discriminatoire, constitue le deuxième vecteur de retrait des contrôles sous toutes leurs formes. Ainsi, le traité de Maastricht prévoyait explicitement le démantèlement des contrôles, dès 1990<sup>39</sup> : celui-ci allait alors progresser au rythme de la monnaie unique. Avec l'arrivée de l'euro, la libéralisation financière connaît une nouvelle avancée, puisque les dernières entraves aux investissements et à l'implantation financière sont en principe levées. Mais les vagues de fusion qui semblent procéder d'une logique nationale plus que transnationale permettent de douter d'une complète disparition des espaces financiers nationaux.

Enfin, le FMI est le dernier vecteur du démantèlement des contrôles de capitaux : avec le programme plus minimaliste de l'article IV des accords de Bretton Woods, il est devenu une sorte de garant de la libéralisation financière pour les pays en développement. Il faut souligner, cependant, que la position de doctrine du FMI sur cette question, est loin d'être monolithique. En pratique, sans doute en raison de son expérience avec les pays européens dans l'après-guerre, le FMI reconnaît l'existence de circonstances justifiant le maintien, voire le renforcement de contrôles à la mobilité du capital<sup>40</sup>. Finalement, après un quart de siècle de globalisation, la libéralisation des mouvements de capitaux n'a guère gagné que les nations industrialisées.

Au terme de ce panorama, quelques conclusions se dégagent. Sur le plan chronologique, trois périodes se détachent nettement. La première s'achève en 1914 : c'est l'âge d'un relatif libéralisme financier tempéré par des obstacles sur les marchés obligataires résultant de *vetos* politiques ou économiques, d'une taxation sur les mouvements de capitaux à court terme, ainsi que d'actions directes des banques centrales visant à restreindre ces mêmes mouvements. La seconde période, on l'a vu, commence avec la déclaration de guerre en 1914 et dure au moins jusqu'au retour de la convertibilité des comptes courants en 1958. Plus pro-

39. La Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne étaient, cependant, autorisés à maintenir leurs contrôles au delà de cette date limite. Par ailleurs, le traité autorisait le rétablissement des contrôles de capitaux pour une période exceptionnelle de six mois maximum en cas de difficultés financières majeures.

40. La prudence du FMI sur cette question est illustrée par exemple par Quirk & al. (1995) p. 3.

blement, elle s'étend jusqu'à la fin du système de Bretton Woods, voire jusque dans le courant des années quatre-vingt où l'on assiste à la mise en place de règles du jeu plus libérales, rappelant le système qui prévalait avant 1914. Enfin, la troisième période, celle du très récent retrait des contrôles sur les mouvements de capitaux, s'est déroulée au travers de l'OCDE et de l'Union européenne, et n'a donc véritablement pris une forme durable qu'à partir de l'extrême fin des années quatre-vingt. De façon frappante, donc, les contrôles de capitaux entretiennent des rapports avec l'économie dirigée, fille de l'économie de guerre, puisque leur imposition en Europe a coïncidé avec ce qu'on pourrait appeler le long conflit du XX<sup>e</sup> siècle, qui a commencé en août 1914 et s'est achevé en 1989 avec la fin de la guerre froide.

L'évolution du rapport à la monnaie est par conséquent un élément essentiel parmi les facteurs qui ont influencé l'imposition ou le retrait des contrôles de capitaux. Si, à un premier niveau, le rôle joué par les problèmes de balance des paiements est important, ceux-ci semblent finalement dominés par la question du mode de gestion de la politique monétaire. Sous cet angle, les contrôles de capitaux se signalent comme l'extension des principes de la monnaie administrée. Enfin et surtout, sauf dans le cas de l'Union soviétique, les contrôles de capitaux n'ont jamais été mis en place afin d'empêcher l'échange, mais pourrait-on dire, plutôt pour permettre celui-ci<sup>41</sup>. Ainsi l'instauration de la monnaie administrée s'est accompagnée de l'introduction de techniques destinées à gérer les relations financières internationales en fonction des objectifs politiques, militaires, etc., du moment. Les contrôles de capitaux sont la poursuite du capitalisme par d'autres moyens.

## La mesure de l'intégration financière : l'histoire au secours de l'économétrie

### Le test de Feldstein-Horioka, sa critique et ses extensions

En 1980, Feldstein et Horioka publient un test sur l'intégration financière dont l'intuition est la suivante : dans l'hypothèse où la mobilité des capitaux est complète, l'épargne est libre de se diriger vers les placements les plus avantageux (nationaux ou étrangers). Par conséquent, il n'existe *a priori* aucune relation entre épargne et investissement nationaux : un accroissement de l'épargne domestique se traduit par celui de l'investissement mondial et non national. À l'inverse, si les capitaux sont faiblement mobiles, épargne et investissement nationaux se contraignent l'un l'autre. Il existe alors une relation étroite (une identité comptable dans le cas limite de complète fermeture) entre épargne et investissement. Partant de ce

41. D'ailleurs, même dans le cas du bloc soviétique, on pourra citer le cas du COMECON, mode de gestion de l'échange international en régime de monnaie administrée.

constat, ces auteurs ont proposé d'examiner la corrélation entre l'épargne et l'investissement. En désignant par  $I$  l'investissement,  $S$  l'épargne et  $Y$  le PIB, l'équation estimée s'écrit :

$$\frac{I}{Y} = \alpha + \beta \frac{S}{Y} + \varepsilon \quad (2).$$

Sous l'hypothèse nulle que l'économie est fermée, *i.e.* sous l'hypothèse de très faible mobilité du capital, le coefficient  $\beta$  est unitaire. Inversement, dans un environnement économique caractérisé par une très forte mobilité des capitaux, le coefficient  $\beta$  prend une valeur faible. À la limite, si l'intégration est complète, épargne et investissement ne sont pas corrélés et si les chocs résiduels sont indépendants, alors  $\beta=0$ . Travaillant sur une base de 16 pays pour les années 1960-1974, Feldstein et Horioka trouvent un coefficient de 0,887<sup>42</sup>. Ce coefficient (non significativement différent de 1) les conduit à rejeter l'hypothèse d'intégration financière complète  $\beta=0$ .

Lors de sa parution, cet article a beaucoup attiré l'attention en raison de ses conclusions apparemment iconoclastes. Alors que (comme aujourd'hui) il n'était question que du recul des contrôles de capitaux et de son corrélat supposé – le progrès de l'intégration financière internationale – ces auteurs fournissaient un résultat qui allait dans le sens d'une faible intégration mesurée. Au regard de la mise en perspective historique développée *supra*, c'est la surprise causée par ce résultat qui est étonnante. Compte tenu des nombreuses restrictions qui existaient encore pendant les années soixante et soixante-dix, il n'est guère étonnant qu'un test prenant pour objet des données portant sur cette même décennie soutienne l'idée d'une intégration très imparfaite. Au fond, la « Grande Retransformation » n'avait qu'à peine commencé.

La surprise initiale et injustifiée face ces résultats a eu le mérite de produire le développement d'une littérature considérable qui s'est attachée à réconcilier (au travers de l'amélioration de la rigueur du traitement statistique), l'estimation du paramètre  $\beta$  avec l'idée (fausse) que l'on se faisait du degré d'intégration financière. Ce premier courant, que l'on qualifiera d'intensif, a consisté à souligner les lacunes de la méthode employée par Feldstein et Horioka, et à modifier celle-ci afin de faire baisser le coefficient d'intégration estimé<sup>43</sup>. Avec un certain empirisme statistique, des auteurs ont tenté diverses modifications sur les données employées : on a, par exemple, essayé de tester la relation de Feldstein et Horioka sur données nettes plutôt que sur données brutes (Feldstein & Horioka, 1980 ; Bayoumi, 1990 ; Tesar, 1991). D'autres auteurs ont souligné qu'indépendamment de considérations d'intégration financière, l'épargne et l'investissement sont structurellement corrélés. Par exemple, une baisse de l'activité économique peut réduire l'épargne, mais également diminuer substantiellement l'investissement à cause de la faiblesse de la demande. Ou encore, on peut considérer que l'épargne

42. Les 16 pays étaient : Allemagne de l'Ouest, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Finlande, Grèce, Irlande, Italie, Japon, Pays-Bas, Nouvelle-Zélande, Suède, Royaume-Uni, Etats-Unis.

43. Pour une revue précoce de cette littérature voir Dooley & al. (1987).



et l'investissement répondent *positivement* aux chocs de productivité. Certains auteurs ont donc tenté d'utiliser des variables instrumentales dans les régressions de l'épargne sur l'investissement, là encore sans grand succès dans la mesure où les estimations n'ont guère été modifiées (Feldstein & Horioka, 1980 ; Dooley, Frankel & Mathieson, 1987 ; Bayoumi, 1990). S'ils ont permis de clarifier plusieurs points de méthode, ces travaux ont le défaut d'accorder généralement peu de place à l'interprétation économique du résultat initial de Feldstein et Horioka qu'ils finissent au total par valider. De façon somme toute logique, le rejet de l'hypothèse de parfaite intégration financière, pour les années soixante et soixante-dix, a eu la peau dure.

Le second courant, plus récent, peut être qualifié d'extensif. Ce courant a pris comme tels les calculs de Feldstein et Horioka, mais en a modifié l'interprétation. En effet, comme le paramètre d'intégration  $\beta$  est *a priori* contenu entre les deux valeurs polaires 0 (complète intégration) et 1 (intégration nulle), il convient de se demander quelle hypothèse il s'agit de tester<sup>44</sup>. Ainsi, tandis que pour Feldstein et Horioka l'estimation de  $\beta$  permet de tester l'hypothèse de parfaite mobilité des capitaux, pour Tesar (1991) cette estimation permet au contraire d'évaluer l'hypothèse d'immobilité du capital. Par ailleurs, les arguments évoqués *supra* et relatifs à la corrélation naturelle entre épargne et investissement suggèrent un biais positif dans l'estimation du degré d'intégration (surestimation de la non intégration financière) : il est clair que l'hypothèse nulle d'intégration parfaite tend par conséquent à être systématiquement rejetée. Enfin, l'interprétation de l'estimation devient particulièrement problématique dès lors que le coefficient estimé est à la fois significativement différent de un et de zéro. Entre ces deux extrêmes, coefficient nul ou unitaire, il n'existe aucune valeur de référence permettant de conclure sur le degré d'intégration financière. Cependant, il est possible de considérer qu'indépendamment de tests spécifiques, l'estimation du paramètre  $\beta$  représente une sorte de mesure en soi du degré d'intégration. Dans cette logique, tout se ramène à comparer au cours du temps l'évolution de l'intégration financière internationale, de façon à pouvoir comparer des degrés d'intégration relatifs<sup>45</sup>.

Une telle approche a été développée par Bayoumi (1990), Eichengreen (1992b), Zevin (1992) et Taylor (1995) qui ont tenté une mise en perspective historique des estimations du degré d'intégration. Cette voie s'est révélée prometteuse, dans la mesure où elle a permis de faire apparaître des changements significatifs dans les niveaux d'intégration estimés. Ces travaux ont ouvert la voie de la synthèse proposée par Obstfeld et Taylor (1998) qui font de la Grande Dépression de l'entre-deux-guerres, l'événement majeur du xx<sup>e</sup> siècle en matière d'intégration financière, dans la mesure où celle-ci aurait déclenché une désintégration financière sans précédent. La globalisation qui a suivi les lendemains de la seconde guerre mondiale serait alors l'histoire d'une réintégration financière, si l'on peut dire. Cette idée est implicitement reprise par Bordo, Eichengreen et Kim

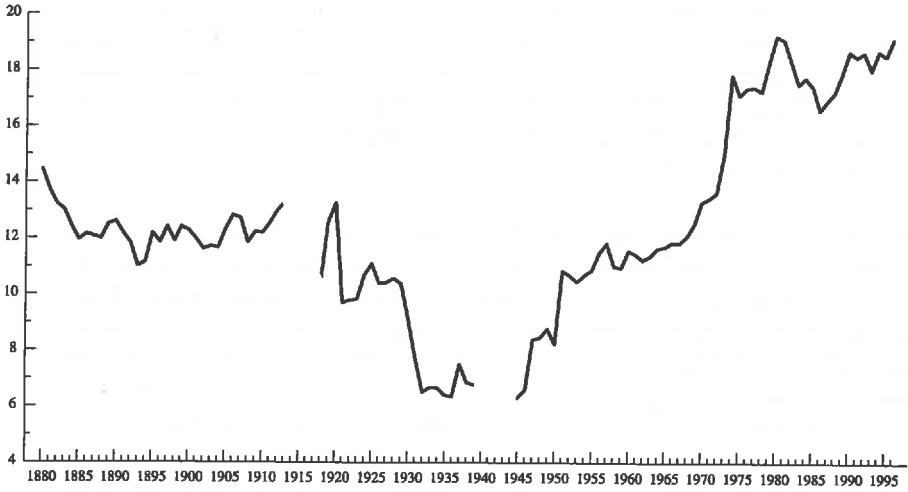
44. Techniquement, rien n'empêche de trouver un paramètre estimé situé à l'extérieur de l'intervalle [0,1].

45. Une autre référence possible serait le niveau d'intégration financière atteint par des régions au sein d'une même économie. Cette intuition se situe dans la lignée des suggestions de McCloskey et Zecher (1976 et 1984), qui pour juger de l'intégration internationale à partir de tests sur la loi du prix unique, suggéraient de rapporter le degré de corrélation international au degré de corrélation interrégional.

GRAPHIQUE 2

**Ratio des exportations totales sur le PIB**  
échantillon de référence

En %

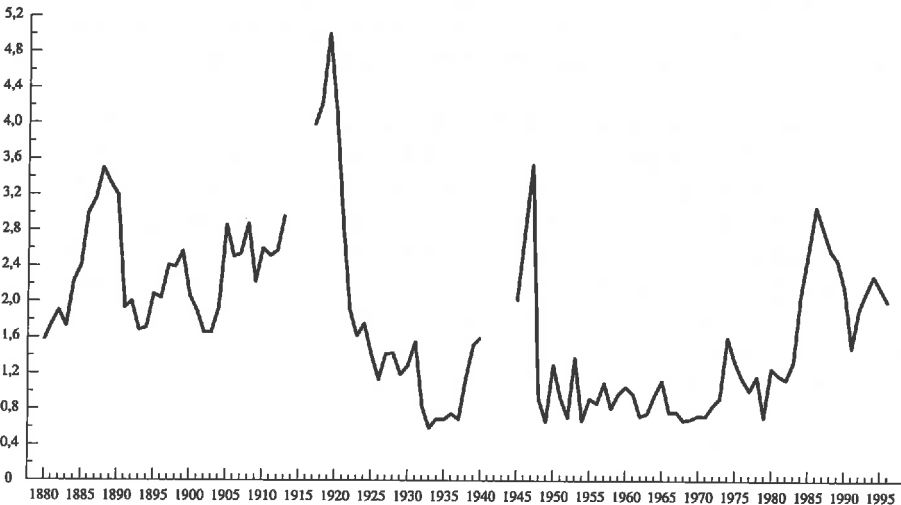


Source : Calcul des auteurs (voir annexe).

GRAPHIQUE 3

**Somme des surplus et des déficits du compte courant en valeurs absolues**  
échantillon de référence

En %



Source : Calcul des auteurs (voir annexe).

(1998) qui parlent de la courbe en U de l'intégration financière internationale sur longue période. Cette courbe en U, dans une certaine mesure, se lit dans les GRAPHIQUES 2 et 3 qui représentent respectivement le ratio des exportations « mondiales » sur le PIB « mondial » et celui de la somme des comptes courants (en valeur absolue) sur ce même PIB.

## L'économétrie des données de panel

La méthode que nous adoptons ici se situe dans la lignée de cet agenda extensif, tant dans la démarche que dans l'objectif qui est celui d'interpréter l'expérience historique. Pour cela nous élargissons la taille de la base de données et l'éventail des estimations. Par nature, les données utilisées possèdent deux dimensions, individuelle (pays par pays), et temporelle (année par année). La coexistence de ces deux dimensions conduit à deux types de régressions distinctes. Les régressions sur séries temporelles consistent à déterminer la corrélation entre épargne et investissement pour un pays donné pendant une période déterminée. Ce type de calcul a été mis en œuvre notamment par Bayoumi (1990) et Obstfeld (1995). Il y a lieu de souligner cependant que ces régressions, comme elles se concentrent sur des pays spécifiques, renseignent peu sur l'intégration globale, et souffrent de l'existence de la contrainte budgétaire intertemporelle : en effet, sur longue période, l'équilibre des comptes extérieurs implique une égalité entre épargne et investissements actualisés, ce qui biaise vers 1 l'estimation du paramètre  $\beta$ <sup>46</sup>. Nous n'évoquerons donc plus ce type d'estimations par la suite.

Dès que l'on s'attache à prendre en compte conjointement les dimensions temporelles et individuelles, on entre dans le domaine de l'économétrie de panel. Dans ce cadre, l'estimation du paramètre  $\beta$  peut être réalisée suivant trois modalités, *pooling*, *between* et *within*. Ces estimateurs se distinguent par l'importance qu'ils accordent respectivement aux dimensions individuelles et temporelles. L'estimateur *pooling* correspond à celle sur données empilées par les moindres carrés ordinaires. Cette approche postule que les données peuvent être traitées de façon indépendante, c'est-à-dire que les individus sont homogènes et l'évolution au cours du temps stable. L'estimateur *between* est obtenu à partir des ratios moyens de chaque pays sur la période étudiée. Il privilégie la dimension interindividuelle et néglige la variabilité temporaire. Comme l'estimateur *pooling*, il postule l'homogénéité des pays. L'estimateur *within*, enfin, est obtenu à partir des ratios d'épargne et d'investissement en écart aux moyennes individuelles. Il privilégie donc la variabilité intra-individuelle. Par la présence de variables indicatrices individuelles et/ou temporelles, il permet par ailleurs de prendre en compte l'hétérogénéité des observations.

Le recours au langage de l'économétrie de panel permet une mise en perspective commode des différentes estimations qui ont été faites du paramètre d'intégration financière. En effet, comme Monsieur Jourdain qui faisait de la prose sans le savoir, les auteurs qui ont estimé le paramètre  $\beta$  ont, dans leur grande majorité,

46. Ce point était déjà souligné par Feldstein (1983), page 142.

utilisé l'estimateur *between* puisqu'ils ont travaillé en faisant des régressions en coupe sur des ratios moyens d'épargne et d'investissement : tel était le cas de Feldstein et Horioka et de la plupart des études postérieures<sup>47</sup>. Sans qu'aucune justification de cette démarche soit proposée, l'usage des autres estimateurs a été exceptionnel<sup>48</sup>.

## Les résultats

**L'ENSEIGNEMENT DES ESTIMATEURS DE PANEL.** À la différence des travaux existants, nous calculons donc systématiquement les trois estimateurs de panel pour notre cohorte de référence, qui comprend l'ensemble des pays sur lesquels les auteurs cités ont conduit leurs estimations. L'utilisation conjointe des différents estimateurs permet d'affiner l'interprétation des résultats par rapport à la littérature existante, dans la mesure où l'écart entre ces estimateurs informe sur la structure de la variance des données. Ainsi, par rapport à l'estimateur *pooling*, l'estimateur *within*, en ajoutant des effets individuels qui reviennent à centrer les observations autour des moyennes individuelles (moyennes par pays sur une période donnée) tient compte de l'éventuelle hétérogénéité interindividuelle : l'écart potentiel entre ces deux estimateurs renseigne donc sur de telles hétérogénéités. Cette même qualité existe lorsqu'on compare l'estimateur *within* à l'estimateur *between*. Pour voir cela, considérons deux périodes types : pendant la première, on observe une polarité entre emprunteurs et prêteurs, les premiers ayant en moyenne un déficit net sur leur compte courant, les seconds un surplus net. Dans la seconde période, au contraire, chaque pays passe d'une année à l'autre, d'une position de surplus à une position de déficit, de sorte qu'en moyenne, on n'obtient pas d'emprunteurs ni de prêteurs nets (compte courant moyen nul et donc épargne moyenne = investissement moyen). Il est clair que l'estimateur *between* qui travaille précisément sur les moyennes, caractérise la première époque comme plus ouverte que la seconde, laquelle apparaît complètement fermée. Or, ce qui traduit l'intégration financière, c'est à la fois la capacité à financer un compte courant en déficit structurel qu'un compte courant en déficit transitoire : il n'y a donc aucune raison de caractériser la seconde période comme fermée. Sous cet angle, l'estimateur *within* est préférable, puisqu'il travaille sur les écarts à la moyenne, et permet donc la prise en compte d'une variabilité du compte courant qui est au contraire écrasée par l'estimateur *between*.

En second lieu, l'existence d'un pays atypique, ayant *en moyenne* un ratio d'épargne et d'investissement très différent du reste de l'échantillon a des effets plus destructeurs pour la qualité de l'estimateur *between* que pour l'estimateur *within*. Comme le premier est une régression sur les moyennes inter-temporelles des ratios d'épargne et d'investissement des différents pays, le pays atypique imprimera un biais important. Cette situation a conduit divers auteurs à exclure de

47. Feldstein (1983); Murphy (1984); Penati & Dooley (1984); Dooley, Frankel & Mathieson (1987); Feldstein & Bacchetta (1989); Bayoumi (1990); Tesar (1991); Artis & Bayoumi (1991); Eichengreen (1992 b); Sinn (1992); Zevin (1992); Bayoumi (1994); Coakley, Kulasi & Smith (1994); Obstfeld (1995); Taylor (1996); Jones & Obstfeld (1997), pour n'en citer que quelques-uns.

48. Feldstein (1983, p. 136) fait une mention brève à l'estimateur *pooling* et *within*. De même Fujiki et Kitamura (1995) présentent pour les années 1960-1989 l'ensemble des estimateurs possibles, mais leur approche reste essentiellement économétrique. Enfin, Coakley & al. (1994), calculent un estimateur *within* sur des données en différences premières.

l'échantillon certains pays dont l'inclusion influence considérablement les résultats : c'est le cas notamment du Luxembourg pour la période 1973-1996<sup>49</sup>. Or cette procédure détruit de façon arbitraire de l'information qui peut être prise en compte par l'estimateur *within*, puisque ce dernier travaille sur des écarts à la moyenne. En d'autres termes, il est préférable de calculer conjointement ces estimateurs qui véhiculent des messages différents et dont les divergences justifient par conséquent une interprétation.

Les résultats sont présentés dans le TABLEAU 1 qui précise la nature des estimateurs utilisés et rappelle le résultat des estimations obtenues dans la littérature. Nous reprenons la périodisation qui a été employée par les autres auteurs, dans la mesure où celle-ci n'est pas incompatible avec l'exposé proposé dans la première partie de cet article, et où cette démarche permet ensuite des comparaisons : étalon-or classique (1880-1913), entre-deux-guerres (1919-1939), pré-convertibilité (1945-1958), convertibilité (1959-1973) et changes fixes (1945-1973), changes flottants (après 1973). En opposant les différents estimateurs pour chaque période historique, il est alors possible d'améliorer la caractérisation des époques d'intégration financière.

La première époque retenue est celle de l'étalon-or. Pour cette période, les trois estimateurs donnent des niveaux d'intégration estimés relativement bas, mais significativement différents de zéro. Par ailleurs, les trois estimateurs sont situés « dans un mouchoir de poche », aux alentours de 0,45<sup>50</sup>. Cette convergence des trois estimateurs permet en retour de valider l'estimation proposée ici. Ce résultat est important dans la mesure où la littérature existante a fait au contraire apparaître un certain désaccord sur la valeur de l'estimateur (*between*). Ainsi, Eichengreen (1992b), reprenant les calculs de Bayoumi (1990) mais ajoutant à l'échantillon les Etats-Unis dont les taux d'épargne et d'investissement étaient nettement plus élevés que ceux du reste de la population, avait fortement augmenté l'estimation initiale proposée par Bayoumi (TABLEAU 1). Dans notre échantillon plus vaste, les taux d'épargne et d'investissement américains apparaissent moins atypiques. Par ailleurs, l'homogénéité des estimateurs renforce la croyance que nous devons avoir dans leur faible niveau (différent cependant de zéro). Ceci doit s'interpréter comme l'indice d'une forte intégration financière : l'étalon-or constitue donc une référence à la fois historique (par le niveau des paramètres d'intégration) et économétrique (par leur convergence). Finalement, cette époque présente le trait caractéristique, parfaitement conforme avec l'analyse institutionnelle, de n'être cependant pas une ère de totale intégration.

49. Pendant la période 1973-1996, le Luxembourg a un taux d'épargne moyen de 44 % environ et un taux d'investissement de 20 %, ce qui en fait un franc *outlier*.

50. En fait, on ne peut rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle ces trois estimateurs sont égaux entre eux.

TABLEAU 1

Estimation sur données de panel de la corrélation entre l'épargne et l'investissement

	Etalon-or	Entre-deux-guerres	Bretton Woods	Changes flottants
<b>Flandreau et Rivière</b>	<b>(1880-1913)</b>	<b>(1918-1939)</b>	<b>(1945-1973)</b>	<b>(1974-1996)</b>
<i>Pooling</i>	0,460 (0,030)	0,768 (0,027)	0,863 (0,019)	0,339 (0,026)
<i>Within</i>	0,437 (0,030)	0,641 (0,030)	0,784 (0,022)	0,681 (0,106)
<i>Between</i>	0,482 (0,184)	0,971 (0,082)	0,944 (0,090)	0,224 (0,035)
Pays de référence	16	15	24	24
			(1945-1958) (1959-1973)	(1974-1996)
<i>Pooling</i>			0,833 (0,032) 0,840 (0,028)	0,471 (0,027)
<i>Within</i>			0,692 (0,044) 0,678 (0,038)	0,696 (0,038)
<i>Between</i>			0,874 (0,079) 0,905 (0,093)	0,402 (0,120)
Pays			24 (échantillon de référence)	24 (échantillon de référence)
				30 (dont 7 pays émergents)
<b>Feldstein et Horioka [1980]</b>			<b>(1960-1974)</b>	
<i>Between</i>			0,887 (0,074)	
Pays			16	
<b>Feldstein [1983]</b>			<b>(1960-1979)</b>	
<i>Between</i>			0,796 (0,112)	
Pays			17	
<b>Murphy [1984]</b>			<b>(1960-1974)</b>	<b>(1975-1980)</b>
<i>Between</i>			0,89 (0,08)	0,95 (0,10)
Pays			17	17
<b>Penati et Dooley [1984]</b>			<b>(1949-1959)</b>	<b>(1974-1981)</b>
<i>Between</i>			0,69 6,25	0,88 5,47
Pays			19	19
<b>Dooley, Frankel et Mathieson [1987]</b>			<b>(1960-1973)</b>	<b>(1974-1984)</b>
<i>Between</i>			0,746 (0,104)	0,736 (0,173)
Pays			14	14
<b>Feldstein et Bacchetta [1989]</b>			<b>(1960-1973)</b>	<b>(1974-1986)</b>
<i>Between</i>			0,911 (0,066)	0,669 (0,145)
Pays			23 (OCDE)	23 (OCDE)
			<b>(1960-1973)</b>	<b>(1974-1986)</b>
<i>Between</i>			0,725 (0,152)	0,462 (0,383)
Pays			9 pays de la CEE	9 pays de la CEE
<b>Bayoumi [1990]</b>	<b>(1880-1913)</b>		<b>(1966-1970)</b>	<b>(1981-1985)</b>
<i>Between</i>	0,29 (0,46)		0,96 (0,10)	0,72 (0,12)
Pays	8		10	10
<b>Tesar [1991]</b>			<b>(1960-1974)</b>	<b>(1975-1986)</b>
<i>Between</i>			0,89 (0,10)	0,81 (0,18)
Pays			16	16

<b>Artis et Bayoumi [1991]</b>			<b>(1960-1988)</b>
<i>Between</i>			0,55 (0,23)
Pays			6 (membres de l'ERM)
<i>Between</i>			0,76 (0,12)
Pays			25
<b>Eichengreen [1992]</b>	<b>(1880-1913)</b>	<b>(1924-1936)</b>	<b>(1965-1986)</b>
<i>Between</i>	0,63 2,00	1,06 7,83	1,04 6,93
Pays	9	9	9
<b>Sinn [1992]</b>			<b>(1960-1969)</b> <b>(1980-1989)</b>
<i>Between</i>			0,8703 13,746      0,6820 5,7271
Pays			23      23
<b>Zevin [1992]</b>			<b>(1960-1969)</b> <b>(1970-1979)</b>
<i>Between</i>			0,779 (0,19)      0,843 (0,19)
Pays			8      8
<b>Coakley, Kulasi et Smith [1994]</b>			<b>(1960-1974)</b> <b>(1975-1992)</b>
<i>Between</i>			0,8829 (0,0633)      0,6497 (0,1038)
Pays			23      23
<b>Obstfeld [1995]</b>	<b>(1880-1913)</b>	<b>(1926-1938)</b>	<b>(1974-1990)</b>
<i>Between</i>	0,576 (0,355)	0,959 (0,082)	0,715 (0,131)
Pays	11	11	22
<b>Jones et Obstfeld [1997]</b>	<b>(1880-1913)</b>	<b>(1924-1936)</b>	
<i>Between</i>	0,463	0,870	
Pays	11	11	
<b>Bayoumi [1997]</b>	<b>(1885-1913)</b>		<b>(1960-1974)</b> <b>(1975-1993)</b>
<i>Between</i>	0,53 (0,29)		0,84 (0,07)      0,65 (0,10)
Pays	9		22      22

Les chiffres entre parenthèses donnent les écarts-types ; les chiffres en italique correspondent au *t* de Student.

Pour la période de l'entre-deux-guerres, l'estimateur *between* que nous calculons est en ligne avec les estimations qui ont été fournies dans la littérature. En l'espèce, il n'est pas significativement différent de 1, ce qui a conduit de nombreux auteurs à voir dans cette période l'idéal-type de la fermeture financière (Bayoumi, 1990 ; Eichengreen, 1992b ; Taylor, 1995). Ce point de vue doit cependant être nuancé au regard des autres estimateurs calculés. En effet, l'estimateur *within* est significativement plus faible que l'estimateur *between* (même s'il est différent de zéro) : certes, l'entre-deux-guerres apparaît grâce à l'estimateur *within* comme une période d'intégration financière significativement moins marquée que l'étalon-or (0,641 contre 0,437), mais la désintégration financière n'est pas aussi nette que ne le suggère la seule considération de l'estimateur *between* (qui passe lui de 0,482 à 0,971). La comparaison de l'estimateur *pooling*

avec les deux autres estimateurs, suggère l'existence tant d'effets temporels que d'une hétérogénéité des pays dans leur expérience en matière de désintégration financière. Dans la mesure où, en raison des difficultés financières de l'entre-deux-guerres, de nombreux pays sont passés de façon répétée d'une position de surplus du compte courant à une position de déficit, l'estimateur *between* qui calcule le ratio de compte courant moyen tend à surestimer la fermeture effective. Par ailleurs, en raison de trajectoires financières particulières (certains pays ayant délibérément adopté des politiques d'autarcie) il est clair que l'estimateur *within* donne une meilleure estimation de compromis dans la mesure où les effets individuels sont mieux pris en compte. Ainsi, l'entre-deux-guerres apparaît marquée par un déclin de la mobilité du capital et non par une interruption complète. Cette conclusion est plutôt rassurante dans la mesure où l'on se rappelle que ce sont bien les fuites de capitaux à la fin des années vingt et au début des années trente qui ont conduit à l'imposition de contrôles, ce qui signifie forcément qu'une mesure de liberté de mouvement existait. Ainsi se trouve confirmée l'intuition développée dans la première partie de cet article, à savoir que la montée des contrôles n'a pas signifié l'interruption complète des mouvements de capitaux.

La période de l'après-guerre se présente comme une poursuite de cet état de fait. Pour la période de Bretton Woods (1945-1973), on trouve à nouveau un estimateur *between* non significativement différent de 1 (0,944), en conformité avec les estimations publiées dans la littérature. Encore une fois, cette estimation apparaît cependant, au regard de l'estimateur *within*, comme une surestimation, puisque celui-ci est égal à 0,784, donc à nouveau élevé mais significativement différent de 1, ce qui conduit là aussi à rejeter l'hypothèse de fermeture complète. Il faut noter par ailleurs que l'estimateur *within* de l'intégration financière internationale n'est pas plus bas que celui calculé pour l'entre-deux-guerres, ce qui suggère, comme l'exposé l'a souligné, que du point de vue de l'intégration financière, la période de l'entre-deux-guerres enjambe en fait la deuxième guerre mondiale pour s'étendre jusqu'à la fin de l'ère Bretton Woods, sans coupure véritable, peut-être même avec un renforcement de l'immobilité.

Cette conclusion est renforcée par la prise en considération des résultats obtenus pour les sous-périodes Bretton Woods inconvertible et Bretton Woods convertible. En effet, les paramètres estimés pour chaque sous-période restent très voisins des résultats obtenus pour l'ensemble de la période. L'estimateur *within* traduit seul une hausse négligeable de l'intégration mesurée (baisse légère de l'estimation). Ainsi se trouve confortée l'analyse présentée dans la première partie, à savoir que le passage à la convertibilité n'a pas représenté un bouleversement dans l'intégration financière internationale, suggérant que le maintien d'autres types de contrôles a en définitive joué un rôle clé.

Ce n'est que pour la dernière période étudiée que l'on trouve, pour la population de référence, certaines indications suggérant une hausse du degré d'intégration. En effet, on constate une baisse de chacun des trois paramètres. Cependant, on doit se garder de se laisser entraîner par l'enthousiasme que suggérerait la seule considération de l'estimateur *between* (0,224 pour 1974-1996),



lequel dépasse les niveaux de type étalon-or (0,48 pour 1880-1914). Ainsi que plusieurs auteurs l'ont remarqué, cette baisse est pour une grande part attribuable à l'inclusion dans l'échantillon d'un pays atypique, le Luxembourg. Tesar (1991), Sinn (1992) et Taylor (1995) ont alors proposé d'exclure purement et simplement le Luxembourg de la population de référence. Comme on l'a dit, il est préférable de traiter ce problème en se concentrant sur l'information contenue dans l'estimateur *within*, lequel, lui aussi révèle une certaine baisse par rapport à la période antérieure (l'estimateur *within* passe de 0,784 à 0,681).

Enfin pour affiner les conclusions, on a recalculé ces mêmes estimateurs en ajoutant à l'échantillon de référence (qui permet des comparaisons inter-temporelles) six pays émergents pour lesquels les données ne sont disponibles qu'à partir de 1974. De façon intéressante, le calcul des trois estimateurs calculés avec la population totale (cohorte de référence plus pays émergents) renforce les résultats obtenus pour 1974-1996. Encore une fois l'estimateur *within* suggère un monde financièrement plus intégré que sous Bretton Woods, mais dont l'intégration reste très imparfaite<sup>51</sup>.

**L'ESTIMATION EN COUPE.** La mise en évidence de phases dans les niveaux d'intégration financière internationale suggère de combiner l'étude précédente à une analyse plus dynamique, au travers de régressions sur données transversales pures qui permettent de déterminer, pour une année donnée, le degré d'intégration financière de la population considérée. Par ailleurs, l'identification de divergences entre les trois estimateurs pour certaines périodes suggère l'existence d'effets temporels qu'il peut y avoir avantage à observer directement. Ce type de calcul a été mis en œuvre par Tesar (1991), Sinn (1992), Zevin (1992), puis repris par Taylor (1996b). Il présente le grand avantage de fournir une mesure qui résume le degré d'intégration financière internationale, ce qui permet ainsi d'en décrire les éventuelles évolutions au cours du temps<sup>52</sup>. Le résultat de cet exercice (TABLEAU 2) est représenté sur le GRAPHIQUE 4a, tandis que le GRAPHIQUE 4b compare l'évolution de cet estimateur aux résultats obtenus par d'autres auteurs, sur une base généralement plus restreinte. L'évolution est assez saisissante et confirme, encore une fois, certaines des intuitions développées *supra*.

La période antérieure à 1914 se caractérise par des estimateurs aux valeurs faibles, indiquant une forte intégration. Au regard des écarts-types, ces estimateurs apparaissent parfois non significativement différents de zéro (complète intégration). L'évolution de l'estimateur se prête en outre à une interprétation historique. En effet, la première vague d'intégration financière coïncide avec la fin des années 1880 marquées par une forte expansion de l'investissement

51. Le calcul des estimateurs du degré d'intégration pour les six pays émergents auxquels on a ajouté l'Argentine (qui fait partie de l'échantillon de référence) pendant la période 1974-1996 conforte l'idée de marchés émergents somme toute très isolés financièrement. Les estimateurs d'intégration pour les marchés émergents donnent : *pooling* = 0,923, *within* = 0,777, *between* = 1,042.

52. Bien sûr, ce type d'estimation est sensible à la présence d'*outlier*. Pour traiter ce problème, on a exclu les observations extrêmes pour les périodes où les différents estimateurs de panel différaient sensiblement. Typiquement, le Luxembourg a été omis de l'étude-en coupe après 1973.

TABLEAU 2

Estimation en coupe de la corrélation entre l'épargne et l'investissement  
(Luxembourg exclu)

Année	$\beta$	N	$\bar{R}^2$	Année	$\beta$	N	$\bar{R}^2$	Année	$\beta$	N	$\bar{R}^2$	Année	$\beta$	N	$\bar{R}^2$
1880	0,729*	13	0,541	1918	0,499*	11	0,783	1945	0,446*	6	0,940	1974	0,676*	23	0,383
	(0,150)				(0,081)				(0,049)				(0,176)		
1881	0,832*	13	0,471	1919	0,587*	12	0,407	1946	0,973*	8	0,751	1975	1,006*	23	0,623
	(0,198)				(1,196)				(0,206)				(0,164)		
1882	0,581*	13	0,227	1920	0,792*	12	0,465	1947	1,015*	9	0,791	1976	0,830*	23	0,623
	(0,207)				(0,236)				(0,181)				(0,135)		
1883	0,529*	13	0,175	1921	0,830*	14	0,395	1948	1,017*	11	0,857	1977	0,843*	23	0,591
	(0,231)				(0,269)				(0,130)				(0,146)		
1884	0,550*	13	0,160	1922	0,672*	14	0,467	1949	0,881*	12	0,785	1978	0,798*	23	0,623
	(0,230)				(0,190)				(0,137)				(0,130)		
1885	0,340*	16	0,095	1923	0,766*	14	0,667	1950	0,908*	12	0,881	1979	0,648*	23	0,456
	(0,185)				(0,142)				(0,099)				(0,146)		
1886	0,408*	16	0,146	1924	0,770*	14	0,789	1951	0,685*	16	0,567	1980	0,700*	23	0,645
	(0,173)				(0,109)				(0,150)				(0,109)		
1887	0,390*	16	0,278	1925	0,792*	15	0,891	1952	0,618*	18	0,612	1981	0,584*	23	0,383
	(0,142)				(0,072)				(0,117)				(0,152)		
1888	0,280	16	0,098	1926	0,778*	15	0,898	1953	0,631*	20	0,661	1982	0,637*	23	0,366
	(0,159)				(0,069)				(0,102)				(0,172)		
1889	0,212	16	0,102	1927	0,641*	15	0,423	1954	0,909*	20	0,815	1983	0,629*	23	0,492
	(0,124)				(0,190)				(0,098)				(0,133)		
1890	0,243	16	0,030	1928	0,783*	15	0,634	1955	0,744*	20	0,751	1984	0,485*	23	0,465
	(0,172)				(0,155)				(0,097)				(0,108)		
1891	0,761*	16	0,498	1929	0,816*	15	0,847	1956	0,868*	20	0,877	1985	0,460*	23	0,458
	(0,182)				(0,091)				(0,074)				(0,103)		
1892	0,575*	16	0,410	1930	0,778*	15	0,673	1957	0,930*	20	0,899	1986	0,573*	23	0,450
	(0,155)				(0,141)				(0,070)				(0,131)		
1893	0,466*	16	0,399	1931	1,158*	15	0,863	1958	0,847*	20	0,782	1987	0,654*	23	0,684
	(0,136)				(0,120)				(0,101)				(0,093)		
1894	0,715*	16	0,653	1932	0,928*	15	0,883	1959	0,831*	20	0,842	1988	0,706*	23	0,659
	(0,130)				(0,082)				(0,082)				(0,106)		
1895	0,613*	16	0,716	1933	0,774*	15	0,867	1960	0,834*	23	0,800	1989	0,638*	23	0,656
	(0,096)				(0,077)				(0,088)				(0,097)		
1896	0,634*	16	0,585	1934	0,860*	15	0,927	1961	0,847*	23	0,797	1990	0,641*	23	0,647
	(0,131)				(0,063)				(0,090)				(0,099)		
1897	0,737*	16	0,630	1935	0,850*	15	0,921	1962	0,901*	23	0,878	1991	0,647*	23	0,723
	(0,137)				(0,067)				(0,071)				(0,084)		
1898	0,597*	16	0,426	1936	0,847*	15	0,929	1963	1,007*	23	0,902	1992	0,590*	23	0,652
	(0,165)				(0,064)				(0,070)				(0,090)		
1899	0,635*	16	0,330	1937	1,053*	15	0,890	1964	0,941*	23	0,872	1993	0,585*	23	0,591
	(0,205)				(0,099)				(0,076)				(0,102)		
1900	0,604*	16	0,476	1938	0,869*	15	0,851	1965	0,858*	23	0,746	1994	0,568*	23	0,487
	(0,146)				(0,094)				(0,106)				(0,121)		
1901	0,574*	16	0,481	1939	0,896*	13	0,935	1966	0,905*	23	0,823	1995	0,538*	22	0,433
	(0,134)				(0,067)				(0,088)				(0,130)		
1902	0,547*	16	0,286					1967	0,825*	23	0,638	1996	0,489*	22	0,419
	(0,191)								(0,130)				(0,121)		
1903	0,739*	16	0,554					1968	0,823*	23	0,682				
	(0,160)								(0,118)						
1904	0,468*	16	0,255					1969	0,810*	23	0,756				
	(0,185)								(0,097)						

ailleurs, il est intéressant de noter que ce n'est pas la crise de 1929, mais bien la crise bancaire de 1931 ainsi que la seconde crise américaine de 1937 qui s'accompagnent des mécanismes de fermeture financière les plus extrêmes. L'intensité de l'impact de ces crises sur l'intégration globale, par rapport à celui de la crise de 1890 est peut-être due au fait que cette fois, le choc ne se limite pas aux marchés émergents mais frappe aussi de plein fouet la principale économie exportatrice de capitaux, à savoir les Etats-Unis. Ce constat, bien sûr, n'est pas sans évoquer les thèses de Kindleberger (1992) sur le rôle des Etats-Unis dans les difficultés de l'entre-deux-guerres : tandis que le maintien du libre-échange britannique et la reprise graduelle des exportations de capitaux avaient permis un retour à l'intégration financière après 1890, la détérioration du système financier américain et la montée du protectionnisme dans ce pays ont empêché un retour à la normale par des voies libérales.

La période de l'après-guerre se présente comme une transition extrêmement graduelle vers un degré plus élevé d'intégration financière. Tandis qu'aucune tendance marquée n'apparaît jusqu'en 1973, on constate, à partir de cette date, un déclin régulier des paramètres d'intégration financière pour la cohorte de référence, déclin qui semble s'accélérer dans les toutes dernières années. Par ailleurs, nos estimations (qui sont les seules à aller au-delà de 1992) révèlent une sorte d'accélération de l'intégration, dans les toutes dernières années (GRAPHIQUE 4.b). Les paramètres en coupe, s'ils se rapprochent des plus belles années de l'intégration financière de l'étalon-or, restent cependant plus élevés que ces derniers, et significativement différents de zéro. Il s'agit là cependant de la trajectoire des pays qui ont été étudiés par la littérature existante, qui a typiquement exclu la plupart des marchés émergents : cet échantillon est lourdement chargé en pays anciennement industrialisés. Ceci invite à un examen plus approfondi des trajectoires régionales.

Ainsi, il est par exemple intéressant d'étudier l'évolution européenne. Celle-ci est marquée par un déclin plus précoce des paramètres d'intégration, qui commence dans les années cinquante mais s'accélère nettement dans les années soixante. C'est sans doute dans cette perspective qu'il faut considérer le rapport Werner et les projets qui, à la fin des années soixante, ont envisagé la poursuite de l'intégration monétaire européenne à un rythme beaucoup plus rapide que celui qui a eu effectivement lieu. Cependant l'effondrement du système de parités fixes semble porter un coup d'arrêt à cette exception européenne. À partir de cette date, intégration financière européenne et intégration financière internationale semblent avoir marché main dans la main, le reflux graduel des paramètres estimés se produisant au même rythme dans les deux espaces géographiques (GRAPHIQUE 4.c). Notons pour terminer que, si le paramètre  $\beta$  estimé pour l'Europe finit légèrement plus haut que pour l'échantillon de référence, c'est pourtant pour celle-là qu'en 1995 il est pour la première fois non significativement différent de zéro<sup>54</sup>. Il est intéressant, finalement, de comparer les résultats obtenus pour l'échantillon de référence et ceux obtenus lorsqu'on ajoute les marchés émergents (TABLEAU 3).

54. En revanche la comparaison des estimateurs *within* pour l'Europe et pour l'échantillon de référence (période 1989-1996) donne un léger avantage à l'intégration de cette dernière (0,56 contre 0, 613).

1905	0,318	16	0,063	1970	0,862*	23	0,834
	(0,206)				(0,081)		
1906	0,399	16	0,081	1971	0,870*	23	0,747
	(0,225)				(0,107)		
1907	0,383	16	0,111	1972	0,855*	23	0,829
	(0,219)				(0,082)		
1908	0,252	16	0,096	1973	0,975*	23	0,836
	(0,157)				(0,091)		
1909	0,445	16	0,118				
	(0,239)						
1910	0,305	16	0,003				
	(0,285)						
1911	0,210	16	0,037				
	(0,288)						
1912	0,460	16	0,042				
	(0,352)						
1913	0,504	16	0,127				
	(0,277)						

Les écarts-types sont mentionnés entre parenthèses.

\* Le coefficient est significativement différent de zéro au seuil de 5%.

international (Kindleberger, 1992). La crise de la fin de l'année 1890 se traduit dès 1891 par une désintégration très perceptible. La banqueroute argentine se transforme alors en crise des marchés émergents et tous les emprunteurs souffrent de phénomènes de contagion<sup>53</sup>. La décennie 1890 est marquée par un degré d'intégration apparemment plus faible, et il faut attendre 1905 pour trouver à nouveau des coefficients d'intégration non significativement différents de zéro. Il faut souligner à ce titre, la grande différence entre la crise financière de 1907 et celle de 1890, la première n'ayant clairement pas eu les mêmes effets perturbateurs que la seconde. Ce constat permet de souligner la nature spécifique des deux crises : tandis que la première commence par la banqueroute d'un Etat souverain, et se propage alors aux autres pays qui connaissent des difficultés dans le financement de leur compte courant (ainsi que le test en coupe de Feldstein-Horioka le saisit), la crise de 1907, qui a pourtant affecté le monde entier, ne semble pas avoir réduit la mobilité du capital : il y aurait donc plusieurs types de crises financières aux conséquences différentes sur la mobilité du capital.

Le portrait de l'entre-deux-guerres est conforme à l'idée d'un changement de système lié à l'éruption de la première guerre mondiale. On constate en effet, dès 1918, un saut dans le niveau d'intégration (le paramètre  $\beta$  estimé en 1918, quoique du même ordre de grandeur qu'avant 1914, devient significativement différent de zéro). À partir de 1920, il devient, pour certaines années, impossible de rejeter l'hypothèse d'une fermeture financière. Les années de libéralisation des mouvements de capitaux qui coïncident avec la tentative de restauration de l'étalon-or après 1925, restent caractérisées par des coefficients estimés très supérieurs aux niveaux observés pour l'avant-guerre (plus faible intégration). Par

53. Voir par exemple, Flandreau & al. (1998) et Delargy & Goodhart (1999).

TABLEAU 3

Estimation en coupe de la corrélation entre l'épargne et l'investissement sur l'échantillon de 29 pays (Luxembourg exclu)

Année	$\beta$	$N$	$\bar{R}^2$
1974	0,669* (0,173)	24	0,376
1975	0,942* (0,159)	26	0,577
1976	0,746* (0,132)	27	0,542
1977	0,772* (0,135)	27	0,546
1978	0,814* (0,118)	27	0,640
1979	0,626* (0,130)	28	0,450
1980	0,701* (0,110)	28	0,591
1981	0,637* (0,149)	29	0,379
1982	0,732* (0,173)	29	0,375
1983	0,791* (0,159)	29	0,456
1984	0,689* (0,114)	29	0,556
1985	0,581* (0,100)	29	0,537
1986	0,627* (0,102)	29	0,563
1987	0,603* (0,079)	29	0,666
1988	0,668* (0,081)	29	0,705
1989	0,747* (0,073)	29	0,787
1990	0,886* (0,091)	29	0,768
1991	0,974* (0,093)	29	0,794
1992	0,907* (0,087)	29	0,792
1993	0,918* (0,093)	29	0,773
1994	0,970* (0,103)	29	0,755
1995	1,094* (0,124)	28	0,739
1996	1,017* (0,123)	27	0,718

Les écarts-types sont mentionnés entre parenthèses.

\* Le coefficient est significativement différent de zéro au seuil de 5%.

En effet, cet exercice fait ressortir la spécificité du mouvement d'intégration financière moderne qui a surtout progressé au sein des économies anciennement industrialisées et est beaucoup moins perceptible pour la population totale dès lors qu'on y intègre les marchés émergents. Le profil de 'courbe en U' de l'intégration financière internationale, tant vanté dans la littérature, s'effondre totalement lorsqu'on prend en compte les marchés émergents : la remontée des coefficients 'en coupe' contredit la tendance à l'intégration (GRAPHIQUE 4a)<sup>55</sup>.

Tant la chronique des faits que les tests que l'on a conduits aboutissent à rejeter l'idée de la Grande Dépression comme ligne de partage des eaux, ou de U renversé de l'intégration financière internationale. Tout d'abord, il apparaît que la période antérieure à 1914 a été marquée par les fluctuations des paramètres

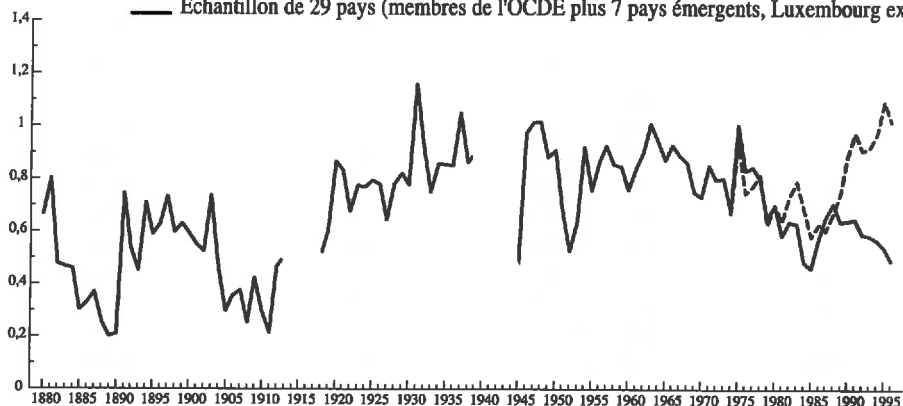
55. Ainsi que nous l'a fait remarquer J. Sgard, un point curieux, à cet égard, est que l'intégration fléchit dans la seconde moitié de la décennie quatre-vingt alors que le plus gros des chocs qui ont atteint ces pays se sont produits dans la première moitié : faut-il y voir une réaction retardée des marchés financiers ?

GRAPHIQUE 4

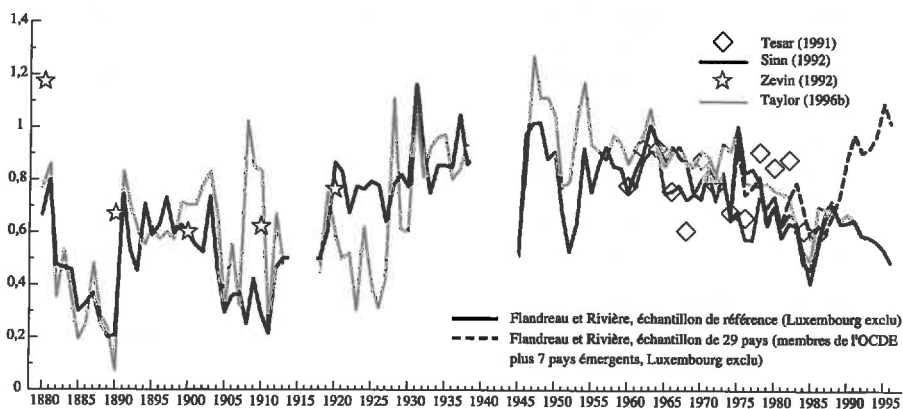
## Evolution de la corrélation entre l'investissement et l'épargne

GRAPHIQUE 4A : --- Echantillon de référence (23 pays, Luxembourg exclu)

— Echantillon de 29 pays (membres de l'OCDE plus 7 pays émergents, Luxembourg exclu)

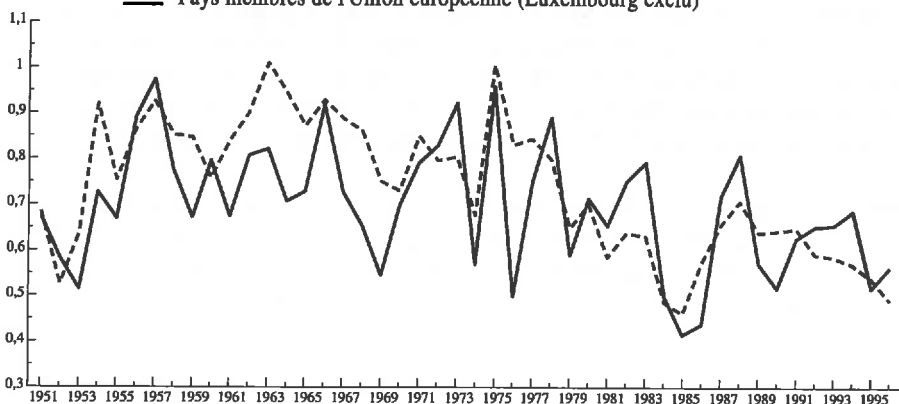


GRAPHIQUE 4B : Selon divers auteurs



GRAPHIQUE 4C : --- Echantillon de référence (Luxembourg exclu)

— Pays membres de l'Union européenne (Luxembourg exclu)



d'intégration, sans qu'une véritable tendance ne se dégage, le niveau moyen de l'intégration restant élevé. De plus, les marchés émergents de l'époque (Australie, Argentine, Russie, Etats-Unis) ont participé de ce mouvement d'intégration financière. Par ailleurs, les fluctuations des paramètres d'intégration se sont produites en l'absence d'imposition de contrôles visibles : il faut bien conclure que certains mécanismes endogènes ont fait fluctuer le degré d'intégration au cours du temps.

En second lieu, bien avant la Grande Dépression, une rupture se produit dans le niveau d'intégration, qui est clairement liée à l'irruption de la première guerre mondiale et à ses conséquences, et non à la crise économique. Comme l'avait perçu Einzig, cet événement a bouleversé la finance internationale et a eu des effets persistants dans l'entre-deux-guerres. La crise de 1929, ou plutôt la crise bancaire de 1931, ainsi que la crise de 1937, marquent certes chacune un accroissement temporaire de la désintégration financière internationale, mais elles ne constituent pas une véritable rupture. Enfin la période amorcée avec la première guerre mondiale se poursuit au delà de 1945 – en fait jusqu'à la chute du régime de Bretton Woods – et coïncide avec la monnaie dirigée. En Europe, la réintégration reprend un peu plus tôt, notamment avec le retour à la convertibilité des comptes courants qui apparaît dès lors comme un événement plus spécifiquement européen. Cette exception européenne s'estompe cependant avec la fin du régime des changes fixes. Avec le démantèlement progressif des contrôles sur les mouvements de capitaux, on assiste à l'avancée, mais très lente et très progressive elle aussi, de l'intégration financière internationale, en Europe et dans les pays anciennement industrialisés, tandis que les pays émergents restent sur le rivage.

## Conclusions

Plusieurs conclusions se dégagent de cet article. La première est que les contrôles sur les mouvements de capitaux n'ont jamais conduit, même pendant la période extrême allant de 1914 à 1959, à une complète désintégration financière. Au contraire, la reprise partielle de l'intégration financière estimée, dans les années trente, coïncide avec une intensification des contrôles de capitaux. Même en période de monnaie administrée, même sous le régime de contrôle des changes le plus rigoureux, on constate l'existence d'une déconnexion entre l'épargne et l'investissement. En fait, c'est précisément la monnaie administrée qui a permis une reprise de la globalisation financière. Cet apparent paradoxe permet de souligner que contrairement à l'idée mécaniste d'une relation directe entre contrôles et désintégration financière, il semble bien que les contrôles soient une façon de gérer l'intégration. Cette conclusion est à rapprocher de la formule de Schumpeter (1936) selon laquelle, « c'est parce qu'elles ont des freins que les voitures peuvent rouler vite ». Contrôles de capitaux et intégration financière ne sont donc pas, sur la longue période, antagonistes : bien au contraire, la maîtrise des flux de capitaux a été une modalité par laquelle on a favorisé, depuis un siècle, la globalisation du capital.

La seconde conclusion est que la libéralisation n'a, elle non plus, jamais été complète. Même à l'âge d'or du libéralisme, même pendant les années plus

récentes, l'intégration complète n'a jamais été observée. Les estimations qui ont été présentées *supra* indiquent bien des degrés d'intégration globale relativement plus élevés pour ces deux périodes : mais on continue de rejeter l'hypothèse d'une intégration totale dès qu'on travaille en panel sur des « époques ». Par ailleurs, le retour à la convertibilité du compte courant ne sauraient être confondu avec une pleine libéralisation des mouvements de capitaux, comme en témoigne la persistance de paramètres élevés pendant les années 1959-1973. Les contrôles gris et noirs sont en définitive essentiels. Qu'il s'agisse d'une taxe de Tobin méconnue que nous avons identifiée pour la période avant 1914, ou du maintien de mesures fiscales, etc., qui visent à retenir l'épargne domestique aujourd'hui, la complète liberté des mouvements de capitaux se révèle finalement, à l'éclairage de la longue période, théorique. Si l'on accepte cette conclusion, on est bien forcé d'admettre que la *complète* perte d'autonomie politique à laquelle il est souvent fait référence, relève du fantasme.

Par ailleurs, ces conclusions invitent à pousser la réflexion dans la direction du comportement des agents privés : on a pu identifier, à l'occasion de certaines crises financières, comme en 1890-91 ou en 1929-30, des mécanismes de désintégration temporaire ou durable. Ces mouvements, dont l'évidence statistique ne fait désormais aucun doute, et dont l'occurrence historique est interprétable, sont assez troublants, dans la mesure où ils soulignent que le système financier international est capable de se déliter de lui-même. Comme « système nerveux du capitalisme » (pour reprendre l'expression de Keynes) le système financier international est donc passible de névroses. Face à un choc donné, il arrive que l'économie mondiale réagisse en se rétractant dans un mouvement de fermeture des économies nationales.

Ce constat (qui rappelle l'hypothèse de comportement endogène de l'intégration financière que Bayoumi avait proposée en 1992 par opposition à l'effet des politiques économiques exogènes) est important puisqu'il débouche directement sur le problème des réponses politiques à apporter aux désintégrations spontanées du système financier. Ici encore, l'histoire peut servir de guide : dans le passé, ces réponses ont été de deux ordres. La première est illustrée par les années 1890. On assiste alors à un cycle dans lequel les difficultés financières ont conduit, en l'absence d'imposition de contrôles publics sur les flux, à des mesures prises par les agents privés et publics visant à accroître la robustesse du système financier : amélioration des méthodes de *screenings* (Flandreau, 1999), auto-application de critères de liquidité plus draconiens, réforme des rapports entre instituts d'émission et pouvoirs publics (Flandreau & *al.*, 1998), etc. Au tournant du siècle, l'intégration a pu reprendre sur une base assainie, mais essentiellement identique. Le second cycle est illustré par les années 1929-1933. Cette fois, les perturbations vont des difficultés financières (balance des paiements, crise de change, etc.) vers un alourdissement des contrôles de capitaux, qui trouvent leur prolongement dans des contrôles sur l'économie nationale. Ainsi, les années qui suivent la crise de 1929 ont été caractérisées par une course-poursuite entre contrôles de capitaux et désintégration financière.

Dès lors, la question est : quels sont les facteurs qui ont déterminé le bascule-



ment d'une logique à l'autre ? À opposer le cycle de 1890 à celui de 1929, on constate immédiatement une différence importante. Au lendemain de la crise de 1929, le principal pays, source de capital, ainsi que tous les intermédiaires financiers importants, connaissent de graves crises de leur système bancaire. En revanche, dans les années 1890, ce sont surtout les pays emprunteurs qui ont connu ce type de difficultés financières (Argentine, Brésil, Italie). Certes, les pertes de Baring et d'un certain nombre de banques continentales ont été importantes, mais les banques et les investisseurs des pays exportateurs de capital ont pu dans l'ensemble absorber le choc. Après quelques années difficiles, le capital a pu retrouver les chemins de l'étranger, ce qui en retour a réduit les incitations des importateurs de capital à s'isoler financièrement du reste du monde. Enfin, les découvertes d'or après 1895, en permettant une reflation internationale, ont permis un ajustement en douceur, en allégeant notamment le fardeau des dettes publiques (Flandreau & al., 1998).

Aujourd'hui, certains éléments des deux cycles semblent présents. Les efforts de consolidation prudentielle et de gestion serrée de leurs risques (méthodes de *Value At Risk*, etc.) que les banques privées poursuivent, en partie d'elles-mêmes, en partie de façon concertée ou sous la pression des régulateurs, ainsi que les efforts du Fed destinés à prévenir une contraction monétaire internationale (substitut moderne des découvertes d'or ?), évoquent le cycle des années 1890. Selon cette logique, on devrait donc s'attendre, après une fin de siècle un peu épineuse, à la poursuite de l'expansion du capital.

D'autres aspects en revanche font penser aux années 1929. C'est le cas notamment des problèmes bancaires du grand fournisseur de capital qu'est le Japon, peut-être aussi des fantômes de krach à Wall Street. De plus, à la différence de ce qui se passait avant 1914 où les pays émergents ont été très ouverts financièrement, et donc très dépendants du capital étranger, les pays émergents d'aujourd'hui semblent bien plus fermés ce qui évoque davantage la situation des pays européens à la fin des années vingt. Ce constat éclaire d'un jour particulier les décisions prises en Malaisie. Dans cet esprit, les récentes mesures que nous évoquions en introduction, annonceraient un nouveau retournement de la dialectique entre contrôles de capitaux et intégration financière : tel est peut-être le contenu, s'il y en a un, des propositions de « Nouvelle Architecture » du système financier international. Alors, sommes-nous en 1890 ou en 1929 ?

M. F. & C. R.

#### ANNEXE

##### LES STATISTIQUES UTILISÉES

Les références exhaustives relatives aux données pour l'échantillon de référence sont disponibles dans un document de travail distinct (Flandreau & Rivière, 1999). Cet échantillon élargit systématiquement ceux qui ont été utilisés dans la littérature. Par rapport aux études existantes, on a cependant exclu parfois certains pays pour les périodes où la

fiabilité des données est apparue trop faible. Pour la période de l'étalon-or classique, l'échantillon comprend de 13 à 16 pays (selon l'année). Pour l'entre-deux-guerres, leur nombre varie dans une fourchette de 11 à 15 individus (exclusion de l'URSS, alors que la Russie faisait partie de la population d'avant-guerre). Enfin, après la seconde guerre mondiale, 6 à 24 pays ont été retenus (pauvreté de la base de données pour la période 1945-1950). Les ratios d'investissement brut correspondent à la somme de la formation brute de capital fixe et des variations de stocks, si disponibles, rapportée au PIB. Le ratio d'épargne brute se définit ensuite comme la somme du ratio du compte courant sur le PIB et du ratio d'investissement brut. Pour calculer le montant global des exportations ou des comptes courants, on a utilisé les taux de change annuels moyens obtenus à partir de diverses sources (voir document de travail). Enfin les données relatives aux six pays émergents (1974-1996) proviennent du CD-ROM du FMI (*International Financial Statistics*).

Les pays et les périodes utilisés sont les suivants :

TABLEAU A1

## Liste des pays dans l'échantillon de référence et dans la population totale

PAYS	PÉRIODES DISPONIBLES		
Allemagne	(1880-1913)	(1928-1938)	(1952-1994)
Argentine	(1885-1913)	(1918-1939)	(1945-1996)
Australie	(1880-1913)	(1918-1939)	(1945-1996)
Autriche	n.d.	n.d.	(1951-1996)
Belgique	n.d.	n.d.	(1953-1996)
Canada	(1880-1913)	(1918-1939)	(1945-1996)
Danemark	(1880-1913)	(1921-1939)	(1951-1996)
Espagne	(1880-1913)	(1918-1939)	(1947-1996)
Etats-Unis	(1880-1913)	(1918-1939)	(1945-1996)
Finlande	(1880-1913)	(1918-1939)	(1948-1996)
France	(1880-1913)	(1919-1938)	(1949-1996)
Grande-Bretagne	(1880-1913)	(1918-1939)	(1945-1996)
Grèce	n.d.	n.d.	(1960-1996)
Irlande	n.d.	n.d.	(1952-1996)
Islande	n.d.	n.d.	(1960-1996)
Italie	(1880-1913)	(1918-1939)	(1945-1996)
Japon	(1885-1913)	(1918-1939)	(1946-1996)
Luxembourg	n.d.	n.d.	(1952-1996)
Norvège	(1880-1913)	(1918-1939)	(1946-1996)
Nouvelle-Zélande	n.d.	n.d.	(1960-1996)
Pays-Bas	(1880-1913)	(1921-1939)	(1948-1996)
Portugal	n.d.	n.d.	(1953-1996)
Russie	(1885-1913)		
Suède	(1880-1913)	(1918-1939)	(1951-1996)
Suisse	n.d.	n.d.	(1951-1996)
Brésil(*)	n.d.	n.d.	(1975-1995)
Mexique(*)	n.d.	n.d.	(1979-1996)
Corée(*)	n.d.	n.d.	(1976-1996)
Indonésie(*)	n.d.	n.d.	(1981-1996)
Malaisie(*)	n.d.	n.d.	(1974-1996)
Thaïlande(*)	n.d.	n.d.	(1975-1995)

\* N° appartient pas à l'échantillon de référence.

- Financial Integration Comparable to Today? », dans Bank of Korea, *The Implications of Globalization of Financial Markets*, pp. 27-75.
- Braga de Macedo J. (1996), « Converging Towards a European Currency Standard: Convertibility and Stability in the 1990s and Beyond », dans *Currency Convertibility the Gold Standard and Beyond*, sous la direction de J. Braga de Macedo, B. Eichengreen & J. Reis, Londres, Routledge, pp. 241-265.
- Broder A. (1991), « Les mouvements de capitaux dans l'entre-deux-guerres : L'Allemagne, la France, les Etats-Unis, les Pays-Bas », *Economies et Sociétés, Histoire Quantitative de l'Economie Française*, AF n° 16, février, pp. 7-38.
- \_\_\_\_\_ (1999), *Dette publique, finances publiques, monnaie, et balances des paiements dans les pays à monnaie faible 1890-1931*, Paris, Cujas.
- Cairncross A. (1973), *Control of Long Term International Capital Movements*, Washington DC: The Brookings Institution.
- Coakley J., F. Kulasi & R. Smith (1994), *The Savings-Investment Association*, Discussion Paper in Economics, n° 10-94, août, Birkbeck College, Université de Londres.
- Coakley J., F. Kulasi & R. Smith (1995), *The Feldstein-Horioka Puzzle and Capital Mobility*, Discussion Paper in Economics, n° 6-95, mai, Birkbeck College, Université de Londres.
- Collins M. & F. Giavazzi (1993), « Attitudes towards Inflation and Viability of Fixed Exchange Rates : Evidence from the EMS », dans M.D. Bordo & B. Eichengreen (1993), pp. 547-577.
- Comité pour l'Histoire Economique et Financière de la France (1998), *La France et les institutions de Bretton Woods*, actes du Colloque organisé le 30 juin et 1<sup>er</sup> juillet 1994, Paris, Imprimerie Nationale.
- Contamin R. & C. Denise (1999), « Quelle autonomie pour les politiques monétaires sous l'étalon-or, 1880-1913 ? », ce volume.
- Cooper R.N. (1982), « The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 1-56.
- De Cecco M. (1996), « Short Term Capital Movements under the Gold Standard », dans *Currency Convertibility : the Gold Standard and Beyond*, sous la direction de J. Braga de Macedo, B. Eichengreen & J. Reis, Londres, Routledge, pp. 102-112.
- Delargy P. J. R. & C. Goodhart (1999), *Financial Crises: plus ça change, plus c'est la même chose*, Financial Markets Group, Special Paper n° 108.
- Dobson W. & P. Jacquet (1998), *Financial Services Liberalization in the WTO*, Washington DC: Institute for International Economics.
- Dooley M.P. (1996), « A Survey of Academic Literature on Controls over International Capital Transactions », *IMF Staff Papers*, 43 (4), décembre, pp. 639-87, FMI, Washington DC.
- Dooley M.P. & P. Isard (1980), « Capital Controls, Political Risk, and Deviations from Interest-Rate Parity », *Journal of Political Economy*, 88, pp. 370-384.
- Dooley M., J. Frankel & D.J. Mathieson (1987), « International Capital Mobility: What Do Saving-Investment Correlations Tell Us? », *IMF Staff Papers*, 3, septembre, pp. 503-530, FMI, Washington DC.
- Dormont B. (1989), *Introduction à l'économétrie des données de panel : théorie et applications à des échantillons d'entreprises*, monographies d'économétrie, CNRS.
- Edwards S. (ed.) (1995), *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University Press.
- Eichengreen B. (1990), « Système financier et crise économique dans l'entre-deux-guerres », *Revue d'Economie Financière*, 14, automne, pp. 105-117.
- \_\_\_\_\_ (1991), « The Comparative Performance of Fixed and Flexible Exchange-Rate Regimes : Inter-War Evidence », dans *Business cycles: Theories, Evidence and Analysis*, sous la direction de N. Thygesen, K. Velupillai & S. Zambelli, pp. 229-272, Londres, MacMillan.

## RÉFÉRENCES

- Aggarwal V. (1996), *Debt Games, Strategic Interaction in International Debt Rescheduling*, Cambridge University Press.
- Alesina A., V. Grilli & G.M. Milesi-Feretti (1994), « The Political Economy of Capital Controls », dans *Capital Mobility, the Impact on Consumption, Investment and Growth*, sous la direction de L. Leiderman & A. Razin, Cambridge University Press, for Economic Policy Research, pp. 289-321.
- Alvi G. (1995), *Le siècle américain en Europe 1916-1933. Histoires économiques de l'Extrême Occident*, Paris, Grasset.
- Artis M.J. & T. Bayoumi (1991), « Global Capital Market Integration and the Current Account », dans *Money and Financial Markets*, sous la direction de M.P. Taylor, Blackwell, Cambridge, pp. 297-307.
- Baillie R. & P. McMahon (1997), *Le marché des changes*, Collection Economie Contemporaine, Eska.
- Bairoch P. (1994), *Mythes et paradoxes de l'histoire économique*, Paris, La Découverte.
- Bakker A.F.P. (1996), *The Liberalization of Capital Movements in Europe, the Monetary Committee and Financial Integration, 1958-1994*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- Bayoumi T. (1990), « Saving-Investment Correlations, Immobile Capital, Government Policy, or Endogenous Behavior », *IMF Staff Papers*, 37(2), juin, pp. 360-387, FMI, Washington DC.
- \_\_\_\_\_ (1992), « The Effect of the ERM on Participating Economies », *IMF Staff Papers*, 39(2), juin, pp. 330-356, FMI, Washington DC.
- \_\_\_\_\_ (1997), *Financial Integration and Real Activity*, Studies in Macroeconomics, Manchester University Press.
- Bayoumi T. & B. Eichengreen (1994), « Economic Performance under Alternative Exchange Rate Regimes: Some Historical Evidence », dans *The International Monetary System*, sous la direction de P.B. Kenen, F. Papadia & F. Saccomanni, Cambridge University Press, pp. 257-297.
- Bensaid B. & O. Jeanne (1996), « Fragilité des systèmes de change fixe et contrôle des capitaux », *Economie et Prévision*, 123-124(2/3), pp. 163-174.
- Bloch-Lainé F. (1959), *Finances Publiques*, Paris, Les cours du droit.
- Bloomfield A. I. (1963), *Short Term Capital Movements under the Pre-1913 Gold Standard*, Princeton Essay in International Finance, n° 11.
- Bordo M.D. (1993), « The Bretton Woods International Monetary System: a Historical Overview », dans M.D. Bordo & B. Eichengreen (1993), pp. 3-98.
- Bordo M.D. & B. Eichengreen (1993), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, University of Chicago Press.
- Bordo M.D. & L. Jonung (1996), « Monetary Regimes, Inflation and Monetary Reform », dans *Monetary Regimes, Inflation and Monetary Reform*, sous la direction de M.D. Bordo & L. Jonung, Stockholm School of Economics, pp. 157-244.
- Bordo M.D. & A.J. Schwartz (1996), « The Operation of the Specie Standard : Evidence for Core and Peripheral Countries, 1880-1990 », dans *Currency Convertibility the Gold Standard and Beyond*, sous la direction de J. Braga de Macedo, B. Eichengreen & J. Reis, Londres, Routledge, pp. 11-83.
- Bordo M.D. & A.J. Schwartz (1997), *Monetary Policy Regimes and Economic Performance : the Historical Record*, Working Paper, n° 6201, septembre, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research.
- Bordo M.D., D. Simard & E. White (1993), « La France et le système de Bretton Woods », *Revue d'Economie Financière*, 26, automne, pp. 249-286.
- Bordo M.D., B. Eichengreen & J. Kim (1998), « Was There Really an Earlier Period of International

- \_\_\_\_\_ (1992a), *Golden Fetters: The Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ (1992b), « Trends and Cycles in Foreign Lendings », dans *Capital Flows in the World Economy*, sous la direction de H. Siebert, Tübingen J.C.B. Mohr, pp. 3-28.
- \_\_\_\_\_ (1993a), « Epilogue: Three Perspectives on the Bretton Woods System », dans M.D. Bordo & B. Eichengreen (1993), pp. 621-657.
- \_\_\_\_\_ (1993b), *Reconstructing Europe's Trade and Payments*, Manchester et Ann Arbor, University of Michigan Press.
- \_\_\_\_\_ (1996), *Globalizing Capital, a History of the International Monetary System*, Princeton University Press. Traduction française, *L'expansion du capital : une histoire du système monétaire international*, 1997, Paris, L'Harmattan, coll. Etudes d'Economie Politique.
- Eichengreen B. & M. Flandreau (1997), *The Gold Standard in Theory and History*, 2<sup>e</sup> édition, revue, Londres, Routledge.
- Einzig P. (1934), *Exchange Controls*, Londres, Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (1962), *A History of Foreign Exchanges*, Londres, Macmillan.
- European Union (1992), *The Agreement on the European Economic Area*, Luxembourg.
- Feldstein M. (1983), « Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and Short Run », *European Economic Review*, 21, pp. 129-151.
- Feldstein M. & P. Bachetta (1989), *National Saving and International Investment*, Working Paper, n° 3164, novembre, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research.
- \_\_\_\_\_ (1991), « National Saving and International Investment », dans *National Saving and Economic Performance*, sous la direction de B.D. Bernheim & J.B. Shoven, Chicago University Press, pp. 201-226.
- Feldstein M. & C. Horioka (1980), « Domestic Saving and International Capital Flows », *The Economic Journal*, 90, juin, pp. 314-329.
- Feis H. (1931), *Europe, The World Banker. An Account of European Foreign Investment and the Connection of World Finance with Diplomacy before the War*, New Haven, Yale University Press.
- Fitoussi J.-P. & M. Flandreau (1998), « Le système monétaire international et l'union monétaire européenne », dans Comité pour l'Histoire Economique et Financière de la France (1998), pp.167-181.
- Flandreau M. (1997), « Central Bank Cooperation in Historical Perspective: a Sceptical View », *Economic History Review*, volume L, n° 4, pp. 735-763.
- \_\_\_\_\_ (1998), *Ruling the Waves? France's Bid for Financial Supremacy*, document de travail, EHESS.
- \_\_\_\_\_ (1999), « *Caveat Emptor: Coping with Sovereign Risk during the International Gold Standard, 1871-1913* », CEPR Discussion Paper, n° 2004, à paraître dans *The International Financial System: Past and Present*, sous la direction de H. James, Cambridge University Press.
- Flandreau M. & J. Le Cacheux (1997), « Dettes publiques et stabilité monétaire en Europe : les leçons de l'étalon-or », *Revue Economique*, 48(3), mai, pp. 529-538.
- Flandreau M., J. Le Cacheux & F. Zumer (1998), « Stability without a Pact? Lessons from the European Gold Standard, 1880-1913 », *Economic Policy*, n° 26, pp. 117-162.
- Flandreau M. & C. Rivière (1999), *Investissement, épargne et compte courant : une base de données multinationale 1880-1996*, Document de travail OFCE.
- Frankel J.A. (1991), « Quantifying International Capital Mobility in the 1980s », dans *National Saving and Economic Performance*, sous la direction de B.D. Bernheim & J.B. Shoven, Chicago University Press, pp. 227-260.
- \_\_\_\_\_ (1992), « Measuring International Capital Mobility: a Review », *American Economic Review Papers and Proceedings*, 82(2), mai, pp. 197-202.
- Frenkel J.A. & M. Goldstein (1990), « Monetary Policies, Capital Market Integration, and the Exchange Rate Regime », *Cahiers Economiques et Monétaires*, 37, pp. 5-30.
- Fujiki H. & Y. Kitamura (1995), « Feldstein-Horioka Paradox Revisited », *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 13(1), juillet, pp. 1-15.

- Fukuda S. (1995), « The Determinants of Capital Controls and their Effects on Trade Balance during the Period of Capital Market Liberalization in Japan », dans *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, sous la direction de S. Edwards, pp. 229-245.
- Garber P.M. (1993), « The Collapse of Bretton Woods Fixed Exchange Rate System », dans M.D. Bordo & B. Eichengreen (1993), The University of Chicago Press, pp. 461-485.
- Garber P.M. & M. Taylor (1995), « Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: a Sceptical Note », *Economic Journal*, 105, pp. 173-80.
- Gibson H. K. (1989), *The Eurocurrency Markets: Domestic Financial Policy and International Instability*, Londres, Macmillan.
- Giovannini A. (1989), « How Do Fixed-Exchange-Rate Regimes Work? Evidence from the Gold Standard, Bretton Woods and the EMS », dans *Blueprints for Exchange Rate Management*, sous la direction de M. Miller, B. Eichengreen & R. Portes, London Academic, pp. 13-41.
- \_\_\_\_\_ (1993), « Bretton Woods and its Precursors: Rules Versus Discretion in the History of International Monetary Regimes », dans M.D. Bordo & B. Eichengreen (1993), pp. 109-147.
- Goodman J.B. & L. Pauly (1993), « The Obsolescence of Capital Controls? Economic Management in an Age of Global Markets », *World Politics*, 45, octobre, pp. 50-82.
- Goodwin B.K. & T.J. Grennes (1994), « Real Interest Rate Equalization and the Integration of International Financial Markets », *Journal of International Money and Finance*, 13, pp. 107-124.
- Grilli V. & G.M. Milesi-Feretti (1995), « Economic Effects and Structural Volumetural Determinants of Capital Controls », *IMF Staff Paper*, 42(3), septembre, pp. 517-551, FMI, Washington DC.
- Helbling T. & R. Wescott (1995), *The Global Real Interest Rate*, Staff Studies for the World Economic Outlook, pp. 28-51, FMI, Washington DC.
- Hilferding R. (1910), *Das Finanzkapital*, traduction : *Le capital financier, étude sur le développement récent du capitalisme*, Paris, éditions de Minuit, 1970.
- Hobson C.K. (1914), *The Export of Capital*, Londres, Constable.
- Horsefield J.K. (1969), *The International Monetary Fund, 1945-1965, Twenty Years of International Monetary Cooperation*, 3 volumes, FMI, Washington DC.
- Howe H. & C. Pigott (1991-1992), « Determinants of Long-Term Interest Rates: an Empirical Study of Several Industrial Countries », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 16 (4), hiver, pp. 12-28.
- International Monetary Fund (depuis 1951), *Report on Exchange and Trade Restrictions*, annuel, Washington DC.
- Irwin D. (1996), *Against the Tide, an Intellectual History of Free Trade*, Princeton : Princeton University Press.
- James H. (1996), *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, FMI/Oxford University Press.
- Jansen W.J. & G.G. Schulze (1996), « Theory-Based Measurement of the Saving-Investment Correlation with an Application to Norway », *Economic Inquiry*, 34, janvier, pp. 116-132.
- Jeanne O. (1996), *La crise du franc de 1992-93 : quelques essais d'interprétation théorique*, Thèse de doctorat, Paris, Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales.
- Johnston R. B. (1983), *The Economics of the Euro-Market: History, Theory and Policy*, Londres, Macmillan.
- Jones M.T. & M. Obstfeld (1997), *Saving, Investment, and Gold: a Reassessment of Historical Current Account Data*, Working Paper, n° 6103, juillet, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research.
- Kaplan J. & G. Schleiminger (1989), *The European Payment Union: Financial Diplomacy in the 1950s*, Oxford, Clarendon.
- Kindleberger C. P. (1992), *A Financial History of Western Europe*, Oxford University Press.

- Knot K. (1995), « On the Determination of Real Interest Rates in Europe », *Empirical Economics*, 20, pp. 479-500.
- Krol R. (1996), « International Capital Mobility: Evidence from Panel Data », *Journal of International Money and Finance*, 15(3), pp. 467-474.
- Marczewski J. (1941), *Politique monétaire et financière du troisième Reich*, Paris, Sirey.
- Marston R.C. (1993), « Interest Differentials under Bretton Woods and the Post-Bretton Woods Float, the Effects of Capital Controls and Exchange Risk », dans M.D. Bordo & B. Eichengreen (1993), pp. 515-546.
- McCloskey D. & R. Zecher (1976), « How the Gold Standard Worked, 1880-1913 », dans *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, sous la direction de J.A. Frenkel & H. Johnson.
- \_\_\_\_\_ (1984), « The Success of Purchasing Power Parity: Historical Evidence and its Implications for Macroeconomics », dans *A Retrospective on the International Gold Standard*, sous la direction de M.D. Bordo & A.J. Schwartz, Chicago, Chicago University Press.
- McKinnon R.I. (1988), « Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: a Proposal », *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), hiver, pp. 83-103.
- \_\_\_\_\_ (1993), « The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective », *Journal of Economic Literature*, XXX1, mars, pp. 1-44.
- Milward A. (1984), *The Reconstruction of Western Europe 1945-1951*, Londres, Methuen.
- \_\_\_\_\_ (1995), *Measuring the Effect of Import Quotas*, document de travail, Séminaire Convergences en Histoire Economique, OFCE.
- Mouré K. (1999), « Vu du pont : l'étalon-or de l'entre-deux-guerres était-il un 'régime' ? », ce volume.
- Murphy R.G. (1984), « Capital Mobility and the Relationship between Saving and Investment Rates in OECD Countries », *Journal of International Money and Finance*, 3, pp. 327-342.
- Obstfeld M. (1995), « International Capital Mobility in the 90's », dans *Understanding Interdependence: the Macroeconomics of the Open Economy*, sous la direction de P.B. Kenen, Princeton University Press, pp. 201-261.
- Obstfeld M. & A.M. Taylor (1998), « The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run », dans *The Defining Moment : the Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, sous la direction de M. D. Bordo, C. Goldin & E. White, Chicago, Chicago University Press, pp. 353-402.
- OCDE (1993), *Code of Liberalization of Capital Movements*, Paris.
- \_\_\_\_\_ *Politiques de contrôle des changes*, Paris.
- Padoa-Schioppa T. (1985), « European Capital Markets between Liberalization and Restrictions », dans *Money, Economic Policy and Europe*, Luxembourg, Office des publications officielles des Communautés.
- Penati A. & M. Dooley (1984), « Current Account Imbalances and Capital Formation in Industrial Countries, 1949-81 », *IMF Staff Papers*, 31, pp. 1-24, FMI, Washington DC.
- Petit L. (1929), *Histoire des finances extérieures de la France pendant la guerre 1914-1919*, Paris.
- Polanyi K. (1944), *The Great Transformation*, New York. Traduction française, *La Grande Transformation*, Paris, Gallimard, 1983.
- Policy Forum (1995), « Sands in the Wheels of International Finance », *Economic Journal*, 105, janvier, pp. 160-92.
- Quirk J. & O. Evans (1995), « Capital Account Convertibility, Review of Experience and Implications for IMF Policies », *IMF Occasional Paper*, 131, FMI, Washington, DC.
- Ritschl A. (1999), « Les réparations allemandes, 1920-1933 : une controverse revue par la théorie des jeux », ce volume.
- Rodrik D. (1998), *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility*, Princeton : Essays in International Finance.

- Rosovsky H. (1961), *Capital Formation in Japan, 1868-1940*, New York, Free Press.
- Schenk C. (1994), *Britain and the Sterling Area, from Devaluation to Convertibility in the 1950s*, Londres, Routledge.
- \_\_\_\_\_ (1998), « The Origins of the Eurodollar Market in London, 1955-63 », *Explorations in Economic History*, 35, pp. 221-238.
- \_\_\_\_\_ (1999), « Le passé d'une région : les relations monétaires entre Hong Kong et la Chine dans les années quarante », ce volume.
- Schuker S. (1988), *American 'Reparations' to Germany, 1919-33, Implications for Third World Debt Crisis*, Princeton : Studies in International Finance.
- Schumpeter J.A. (1983), *Capitalisme, socialisme et démocratie*, Paris, Payot.
- Sinn S. (1992), « Saving-Investment Correlations and Capital Mobility: on the Evidence from Annual Data », *The Economic Journal*, 102, septembre, pp. 1162-1170.
- Stockman A.C. (1993), « International Transmission under Bretton Woods », dans M.D. Bordo & B. Eichengreen (1993), pp. 317-348.
- Sussman N. & Y. Yafeh (1999), « Institutions économiques et intégration des marchés internationaux de capitaux : le cas du Japon pendant l'ère Meiji », ce volume.
- Suzuki T. (1994), *Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market 1870-1913*, Londres, Athlone Press.
- Taylor A.M. (1996a), *International Capital Mobility in History : Purchasing-Power Parity in the Long Run*, Working Paper Series, n° 5742, septembre, National Bureau of Economic Research.
- \_\_\_\_\_ (1996b), *International Capital Mobility in History : the Saving-Investment Relationship*, Working Paper Series, n° 5743, septembre, National Bureau of Economic Research.
- Temin P. (1988), *Lessons from the Great Depression*, MIT Press.
- Théry E. (1894), *La crise des changes*, Paris, Economiste Européen.
- Tesar L.L. (1991), « Saving, Investment and International Capital Flows », *Journal of International Economics*, 31, pp. 55-78.
- Vidal E. (1917), *La bourse des valeurs mobilières*, Paris.
- White H.D. (1933), *The French International Accounts, 1880-1913*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- Wilkins M. (1999), « Conduits for International Investment », document de travail. À paraître dans *The International Financial System, Past and Present*, sous la direction de H. James & K.L. Holtfrerich, Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_ (1989), *The History of Foreign Investment in the United States to 1914*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- Wyplosz C. (1986), « Capital Controls and Balance of Payments Crises », *Journal of International Money and Finance*, 5, pp. 167-179.
- \_\_\_\_\_ (1999), *Financial Restraints and Liberalization in Postwar Europe*, document de travail, Genève, Institut International des Hautes Etudes Universitaires.
- Zevin R.B. (1992), « Are World Financial Markets More Open? If so, Why and with What Effects? », dans *Financial Openness and National Autonomy : Opportunities And Constraints*, sous la direction de T. Banuri & J. B. Schor, Oxford Clarendon Press, pp. 43-83.