



HAL
open science

La mondialisation financière (années 1880-milieu des années 1930)

Blaise Truong-Loï

► **To cite this version:**

Blaise Truong-Loï. La mondialisation financière (années 1880-milieu des années 1930). Les mondialisations des années 1880 au milieu des années 1930, 2024, APHG - Béal by Studyrnma, 9782749556055. hal-04611205

HAL Id: hal-04611205

<https://hal.science/hal-04611205>

Submitted on 13 Jun 2024

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

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

La mondialisation financière (années 1880-milieu des années 1930)

Blaise TRUONG-LOÏ

Ancien élève de l'École normale supérieure, agrégé d'histoire

Doctorant au Centre d'histoire de Sciences Po et ATER à l'université Paris Nanterre

*

* *

En 1880, les marchés financiers européens sont déjà bien développés et résolument tournés au-delà des frontières du Vieux continent. Dans les années 1820, l'influence britannique dans les pays latino-américains nouvellement indépendants a permis à la City d'émettre des obligations brésiliennes, argentines ou chiliennes. Avec le boom des chemins de fer dans les années 1830-1840, ce sont des actions de compagnies ferroviaires étasuniennes qui ont été vendues à Londres. À Paris, la Bourse a connu le même emballement dans le deuxième tiers du XIX^e siècle. Dans les années 1860, notamment, l'engouement pour de grandes entreprises opérant en Orient ou en Amérique Latine était d'autant plus fort que l'impérialisme français passait essentiellement par des stratégies d'influence économique informelle, bien analysées par David Todd dans *Un empire de velours* (2023). Dans *L'Argent* (1891), Zola raconte ainsi l'ascension et la chute d'Aristide Saccard qui lance une grande « Banque universelle » pour financer une compagnie maritime opérant dans tout le bassin méditerranéen et des lignes ferroviaires maillant l'Empire ottoman.

Après la crise mondiale de 1873, qui a fait exploser la bulle spéculative ferroviaire américaine tout en démontrant l'interconnexion nouvelle des bourses occidentales, ce sont cependant bien les décennies 1880 et, surtout, 1890, qui voient s'épanouir à une échelle réellement mondiale les marchés de capitaux. Forts d'une capacité de mobilisation de l'épargne nationale bien plus grande qu'au début du siècle, ces derniers connaissent alors un véritable âge d'or. D'après l'économiste Alan M. Taylor, l'indice de mobilité du capital – défini comme le solde du compte de transactions courantes pondéré par le PIB estimé – atteint alors des sommets qui ne se retrouvent qu'à la fin du XX^e siècle. Portés, également, par l'amélioration des télécommunications et la très forte extension des empires coloniaux, les flux de capitaux s'imposent comme l'un des principaux modes d'interconnexion d'un monde hiérarchisé et asymétrique. « Le capital n'est [en effet] pas échangé, il circule des centres vers les périphéries. Le flux en retour des pays débiteurs [...] n'est pas du capital, c'est du profit » qui revient aux prêteurs (Jürgen Osterhammel). La mondialisation financière est ainsi dominée par les « capitales du capital » (Youssef Cassis) que sont, par ordre d'importance, Londres, Paris, Berlin et New-York.

La Grande Guerre met toutefois un coup d'arrêt brutal à cette dynamique. Alors que les États belligérants redirigent les épargnes nationales vers le financement du conflit, l'émission de nouveaux titres et l'échange d'anciens deviennent beaucoup plus difficiles. Cela étant, l'effort de guerre enclenche également des prêts internationaux d'un genre nouveau, octroyés d'État à État, et, à la fin des hostilités, les lourdes indemnités dues par certains pays pérennisent cette dynamique. L'essor de la SDN pour encadrer ces transferts de fonds internationaux et faciliter la reconstruction économique mondiale donne alors un nouveau cadre à la mondialisation financière des années 1920-1930, avant que la crise de 1929 ne la bouleverse une nouvelle fois.

Structurant son propos autour de cette chronologie, ce chapitre se concentre sur les acteurs impliqués dans la mondialisation financière des années 1880-1930 et les processus sociaux qui la mettent en mouvement. Ce faisant, il s'efforce de proposer une histoire incarnée de la mise en relation des différentes parties du monde par les flux de capitaux, attentive notamment aux rapports de pouvoir que reflètent ces derniers. Faute de place, il ne propose toutefois pas d'analyse de la

crise des années 1930 (l'excellent « Repères » de Pierre-Cyrille Hautcœur couvre parfaitement cet épisode majeur de l'histoire du XX^e siècle en un format contenu).

1. L'âge d'or du capital (années 1880-1914)

Dans les dernières décennies du XIX^e siècle, l'Europe occidentale est, avec ses deux têtes de pont française et britannique, l'incontestable « banquièrre du monde » (Herbert Feis). En 1913, le stock de capital investi à l'étranger est à 90% d'origine européenne – 42% d'origine britannique et 20% française – et il est investi pour plus de 40 % en Amérique latine, en Afrique ou en Asie.

	1810	1850	1880	1890	1900	1910
Royaume-Uni						
Valeur des actifs détenus à l'étranger (en milliards de £ et en % du revenu national)	- 10 %	- 40 %	1,5 120 %	2,6 155 %	2,8 160 %	4 180 %
Revenus des actifs détenus à l'étranger (en millions de £ et en % du revenu national)	-	-	50 4 %	100 6 %	115 6,5 %	140 9 %
France						
Valeur des actifs détenus à l'étranger (en milliards de francs et en % du revenu national)	- 5 %	- 55 %	20 80 %	24 110 %	28 115 %	40 120 %
Revenus des actifs détenus à l'étranger (en millions de francs et en % du revenu national)	-	-	500 2 %	650 3 %	1 000 4 %	1 700 5 %

Source : Thomas Piketty, *Capital et idéologie*, 2019. Herbert Feis, Europe, *The World's Banker*, 1930.

Nota bene : une livre sterling est à peu près égale à 25 francs tout au long de la période.

1.1. Entreprises, États, villes : des acteurs en besoin de financement

Dans les années 1880-1900, le développement des marchés de capitaux est indissociable de l'accélération du processus d'industrialisation et de l'intensification de l'exploitation des ressources naturelles. L'émission de titres négociables devient en effet le principal mode de financement des entreprises qui opèrent sur plusieurs continents. C'est ainsi sur le marché allemand que repose l'extension du réseau ferré ottoman au-delà de son noyau balkanique. Après avoir emporté en 1888 une concession pour desservir Ankara en partant d'Istanbul, la Deutsche Bank crée la Société du chemin de fer ottoman d'Anatolie qui, tout au long de son existence, émet quantité d'actions et d'obligations sur la place de Berlin. De son côté, l'industriel français Henry Say fonde en 1892 la Société générale des sucreries de la Haute-Égypte pour développer en amont du delta du Nil les activités sucrières qu'il a héritées de son père et de son grand-père. Les 6 000 actions qu'émet cette année-là à Paris la Société permettent de lever 3 millions de francs et d'acheter à l'État égyptien 18 000 feddans de terres sucrières (75 km², soit la surface de la ville de Nice). En 1898, l'entreprise Michelin ne se contente pas de donner naissance à sa fameuse mascotte Bibendum. Elle émet aussi son premier emprunt obligataire pour développer ses plantations de caoutchouc en Indochine et s'affirmer comme un acteur de premier plan d'un secteur en plein essor : les pneumatiques.

Cependant, plus que les titres d'entreprises, ce sont les fonds d'État qui structurent les marchés financiers européens et accentuent leur globalisation à partir des années 1880. Comme l'écrit l'économiste Paul Leroy-Beaulieu en 1877 dans son *Traité de la science des finances*, « le phénomène des dettes nationales a pris depuis cinquante ans dans le monde entier un développement si prodigieux que l'esprit en est étonné et presque effrayé. [...] Une dette publique est [aujourd'hui] une partie essentielle d'une organisation administrative vraiment moderne ».

Pour les grands empires coloniaux qui se constituent à cette époque, il n'est pas question d'exiger des contribuables de métropole qu'ils financent l'extension impériale : chaque nouveau territoire de l'empire doit être financièrement autonome. Lorsque l'intense pression fiscale imposée aux populations locales ne suffit pas à couvrir les dépenses – essentiellement militaires – de la colonisation, les colonies lèvent alors des fonds en empruntant sur les marchés. En 1903, le gouvernement général de l'Afrique Occidentale Française (AOF) est par exemple autorisé à émettre un emprunt de 65 millions de francs sous la forme de 86 000 obligations au porteur. Au Royaume-Uni, le succès des opérations financières des colonies de la couronne – celles sans gouvernement représentatif – repose sur le travail des *crown agents*. Comme l'a bien montré l'historienne Leigh Gardner, ce corps administratif semi-autonome doit assurer la publicité des emprunts de colonies comme la Gold Coast, le Nigeria ou le Sierra Leone et veiller ensuite à ce que leur cours ne descende pas, quitte à le maintenir à flot en rachetant lui-même des titres.

La menace que représente l'impérialisme agressif des puissances occidentales contraint par ailleurs les États indépendants non européens à de coûteuses politiques de renforcement des capacités militaires et du tissu productif. En 1885, juste après sa défaite contre la France qui la force à reconnaître les protectorats d'Annam et du Tonkin, la Chine émet à Londres un emprunt d'1,5 million de livres sterling (37,8 millions de francs). S'inscrivant dans le cadre des politiques dites d'auto-renforcement, ce dernier est destiné à construire un arsenal à proximité de mines de fer et de charbon situées non loin de Pékin. Plus largement, l'essor d'États territorialisés, soucieux d'étendre leurs frontières jusqu'aux limites qu'ils jugent être celles de leur nation, entraîne des dépenses militaires financées elles aussi par des emprunts. Une partie significative des obligations helléniques émises à Londres, Paris ou Berlin dans les années 1880 sert ainsi à développer une armée grecque capable de rivaliser avec celle de ses voisins.

Les États ne sont cependant pas les seules entités publiques à recourir abondamment aux marchés de capitaux en cette fin de XIX^e siècle. Les villes émettent également une grande quantité d'emprunts pour financer d'importants travaux d'urbanisme. La construction de grands boulevards, la mise en place de réseaux de tramways, d'eau, de gaz puis d'électricité remodelent les paysages urbains et poussent de nombreuses communes à emprunter sur les places boursières européennes. Si les grandes capitales sont évidemment concernées – comme Tokyo, dont l'emprunt d'1,5 million de livres à Londres fait grand bruit en 1906 –, ce sont également des villes plus modestes qui recourent à l'épargne occidentale. Entre 1880 et 1914, le palais Brongniart est ainsi le lieu où se négocient les emprunts de municipalités comme Blida (Algérie), Nouméa (Nouvelle-Calédonie), Salvador de Bahia (Brésil) ou Odessa (alors située dans l'Empire russe).

1.2. Les mondes des prêteurs

Si les États, les villes et les entreprises sont si nombreuses à se tourner vers les marchés financiers européens pour lever des fonds dans les années 1880-1900, c'est que ces derniers ne reposent plus uniquement sur la puissance de la « Haute Banque », comme c'était le cas au début du siècle. Composée d'une poignée d'établissements d'élite à la structure très familiale, dont la maison Rothschild est l'exemple le plus fameux, la Haute Banque continue, certes, d'émettre auprès du public un certain nombre de titres, et notamment des emprunts d'État. Comme l'historien Marc Flandreau l'a bien montré, le prestige de leur nom apparaît comme un puissant signal de qualité adressé aux potentiels souscripteurs. En 1890, la faillite de la banque Barings, consécutive au défaut de paiement de l'un de ses clients historiques, l'État argentin, montre toutefois les limites de ce modèle. Ces établissements réalisent alors de plus en plus d'opérations conjointes avec de nouvelles venues, les banques de dépôt. Apparues en France dans les années 1860, celles-ci tirent leur puissance financière de la densité de leur réseau d'agences. La Société Générale, fondée en 1864, possède par exemple plus de 800 bureaux dans l'Hexagone au tournant du XX^e siècle. Lorsqu'elle accepte d'émettre, moyennant de lucratives commissions, des titres financiers – par exemple des

obligations des États chinois, ottoman ou marocain –, elle peut en bonne partie les placer à ses guichets conçus pour drainer l'épargne de la bourgeoisie française.

Profitant tout au long du siècle de la spectaculaire hausse des inégalités, bien démontrée par Thomas Piketty, cette dernière voit en effet les valeurs étrangères comme un placement particulièrement intéressant, en raison de leur rendement souvent plus élevé que ceux des titres nationaux et de leur profil de risque varié. Les 39 000 obligations de 500 francs que l'Empire ottoman émet à Paris en 1902 dans le cadre d'un emprunt de 195 millions de francs rapportent par exemple plus que la rente française : 4% pour les premières contre 3 % pour la seconde. Elles sont souscrites par 92 000 individus sur tout le territoire. Le succès de cette opération rend alors compte de l'engouement que suscitent les titres étrangers à la Belle Époque. À partir de l'examen des déclarations de succession, l'historienne Adeline Daumard a pu montrer que, dans une ville comme Lille, la part des valeurs étrangères dans le portefeuille mobilier passe de 13 à presque 30 % entre 1891 et 1910 – respectivement de 4 à 8% de la fortune totale, qui inclut notamment la fortune immobilière. Ce sont ainsi en grande partie les actions et les obligations étrangères acquises par ses parents qui permettent à Marcel Proust d'écrire *La Recherche du temps perdu* sans avoir à travailler.

Mais un patrimoine s'entretient et, pour ne pas dilapider entièrement son héritage, Proust bénéficie des conseils de son lointain cousin, Lionel Hauser, et, surtout, des bons services de la maison Rothschild. Grâce à cette dernière, qui achète pour lui plusieurs actions de la Royal Dutch (l'ancêtre de Shell), il évite la ruine à la fin des années 1910. Cet écosystème entourant le lauréat du prix Goncourt de 1919 traduit alors bien l'importance prise dans les années 1900 par le secteur du conseil financier. Les journaux dont le seul but est d'informer – et de conseiller – celles et ceux qui cherchent le meilleur placement en bourse se multiplient. La maxime de l'un des plus fameux, *Le Rentier*, fondé en 1869, est révélatrice de la culture de l'agiotage qui existe alors en France : « l'argent est ton esclave si tu sais l'employer. Ton maître si tu ne le sais pas ». Les chroniques financières, qui donnent aussi bien le cours des emprunts de la ville de Paris que celui des obligations d'État chinoises ou des actions de la Compagnie gazière de Montevideo, ne se trouvent d'ailleurs pas seulement dans la presse spécialisée. À la fin du XIX^e siècle, des bulletins financiers, signés « Triboulette » (pseudonyme de Mathilde Méliot, première femme admise à la Société d'économie politique en 1901), paraissent ainsi dans le journal féministe *La Fronde*. Le premier, paru le 21 décembre 1897, soit quelques semaines seulement après la fondation du journal, témoigne de la place qu'occupent alors les valeurs étrangères. Il ne mentionne en effet qu'une seule valeur française – la rente 3 % – et s'intéresse aussi bien aux titres de dette publique espagnole ou turque qu'aux actions de Rio-Tinto ou de la Société ottomane d'Héraclée.

Les journaux sont toutefois loin d'être toujours honnêtes et la mondialisation financière va de pair avec un certain nombre d'affaires retentissantes. Le scandale de Panama, en 1892, est sans doute la plus célèbre. Il révèle au grand jour la corruption généralisée de la presse financière et d'une partie du personnel politique, payés pour vanter à grand bruit la levée de fonds d'une entreprise en réalité au bord de la faillite. Dans *La Recherche du temps perdu*, c'est d'ailleurs à cette occasion que Françoise, la bonne de la famille du narrateur, perd toutes ses maigres économies. L'affaire de Panama impliquant une société de droit français, elle conduit tout de même à des poursuites judiciaires et à quelques condamnations. Mais avec la généralisation des titres étrangers, d'autres problèmes se posent. Que faire quand une société étrangère, ou plus encore un État, n'honore pas ses engagements et ne paie par exemple plus les coupons de ses emprunts obligataires ?

Pour faire face à ces situations, les porteurs de valeurs étrangères se regroupent progressivement dans des associations afin de présenter un front uni et d'agir en tant que collectif. La première, la Corporation of Foreign Bondholders (CFB), est fondée au Royaume-Uni en 1868 et ses archives, conservées aux London Metropolitan Archives constituent une source bien connue des historiennes et des historiens de la mondialisation financière de la fin du XIX^e siècle. La CFB n'est toutefois pas la seule de son genre. L'Association pour la défense des détenteurs de fonds publics est fondée à Anvers à la fin des années 1890 tandis qu'en France, la Compagnie des agents de change supervise la création en 1898 de l'Association nationale des porteurs français de valeurs

étrangères (ANPFVE). À l'occasion de l'Exposition universelle de Paris en 1900, cette dernière joue notamment un rôle moteur dans l'organisation du Congrès international des valeurs mobilières. Lors de ce dernier, qui se tient du 6 au 9 juin, les propos des participants révèlent une conscience aiguë du rôle de la finance dans la mondialisation en cours. L'économiste et journaliste Edmond Théry souligne par exemple que les valeurs mobilières ont désormais une « importance colossale dans les relations entre les peuples ». Mais banquiers, courtiers, publicistes et hauts fonctionnaires s'alarment également tous du danger que fait, selon eux, peser sur les petits épargnants l'absence d'institutions et de législations internationales pour sanctionner les mauvais emprunteurs. Ironiquement, c'est Arthur Raffalovitch, l'agent financier du Tsar, passé à la postérité pour avoir soudoyé de nombreux titres de presse française afin qu'ils vantent les emprunts russes, qui se fait le plus lyrique : « Au XIX^e siècle, depuis une soixantaine d'années, les opérations de prêt aux étrangers [...] ont pris un très grand développement. [...] S'il y a [alors] eu de bons et de fructueux placements, il y en a eu aussi [...] de détestables. La nécrologie de la solvabilité publique, le martyrologe des capitalistes rempliraient plusieurs pages ».

1.3. Le pouvoir de l'argent

Les propos de Raffalovitch peuvent surprendre tant les gouvernements occidentaux des années 1900 sont souvent présentés comme prompts à venir au secours des intérêts lésés de leurs ressortissants. Au Royaume-Uni, presque la moitié du capital placé hors des îles britanniques en 1913 l'est après tout dans l'empire colonial – plus du quart dans les seuls dominions. Si en France ce ratio tourne autour des 10 %, la majeure partie des investissements financiers se fait tout de même dans des pays proches diplomatiquement – la Russie, pour plus de 25 % – ou dans lesquels l'influence française est forte – l'Empire ottoman, à 7-8 %. Aux États-Unis, l'arrivée au pouvoir du président Theodore Roosevelt amène le Département d'État à instrumentaliser les litiges financiers entre ses ressortissants et des pays caribéens pour faire passer ces derniers sous leur contrôle et aller ainsi bien plus loin que ne le demandaient les créanciers. Cette « *dollar diplomacy* », bien analysée par Emily Rosenberg, conduit ainsi les douanes dominicaines à passer sous tutelle étasunienne en 1904-1905.

Des travaux récents, comme ceux de Michael Tomz, ont toutefois souligné que « la politique de la canonnière » n'était en fait que rarement motivée par des préoccupations financières. Contrairement à ce qui est souvent avancé, le blocus germano-italo-britannique du Venezuela en 1902-1903 a par exemple bien plus à voir avec l'expropriation de propriétaires anglais ou allemands lors de la guerre civile qui secoue ce pays en 1900-1902 qu'avec son défaut de paiement de 1901.

Cela ne signifie évidemment pas que les porteurs de bons soient, comme ils le prétendent, sans défense face à leurs débiteurs souverains. En agissant de leur côté, ils parviennent à mettre sur pied des institutions qui leur permettent de garantir le capital qu'ils placent dans des titres de dette publique. Ils se démènent notamment pour que se généralisent des organes de contrôle financier international. Avec ces dispositifs, qui permettent à leurs représentants d'administrer les revenus alloués au remboursement de la dette, des États souverains se trouvent dessaisis d'une partie de leurs prérogatives fiscales. La plus connue de ces institutions, l'Administration de la dette publique ottomane (ADPO), est créée en 1881. Au tournant des années 1900, elle compte plus d'employés que le ministère des finances du sultan Abdülhamid II. Pour les États emprunteurs et leurs populations, l'insertion dans la mondialisation financière de la fin du XIX^e siècle est donc lourde de conséquences. L'ADPO gère par exemple le monopole du sel dans tout l'Empire, ce qui signifie non seulement que tous les sujets du sultan doivent s'approvisionner auprès de l'un de ses dépôts, mais aussi que toutes les salines sont sous son contrôle. Pour maximiser le rendement financier de cet actif, les représentants des créanciers intensifient son extraction. Au Yémen, la saline de Salif, qui emploie quantité de travailleurs émigrés de la corne de l'Afrique, devient ainsi un centre salicole de premier plan mondial. Afin d'écouler sa production, les délégués des porteurs de bons missionnent dans les années 1900 l'un des leurs, le marquis Theodoli, représentants des créanciers

italiens, pour qu'il trouve de nouveaux débouchés commerciaux. C'est ainsi que, pour rembourser la dette ottomane, des travailleurs venus des actuelles Érythrée, Éthiopie ou Somalie, extraient du sel ensuite expédié en Inde, aux Philippines ou en Australie.

Au tournant des XIX^e et XX^e siècles, le monde de la finance n'est donc pas qu'une affaire de courtiers transatlantiques. Les flux financiers intercontinentaux arrivent également les populations rurales de sociétés non occidentales à la mondialisation. En Égypte, où la Caisse de la dette, une institution similaire à l'ADPO, opère depuis 1876, la financiarisation de l'économie agricole, activement promue par l'occupant britannique depuis 1882, expose ainsi les *fellahs* (paysans) de tout le pays aux soubresauts de l'économie mondiale. L'historien Aaron Jakes a ainsi bien montré combien la crise de 1907, dont l'épicentre est pourtant à Wall Street, secoue brutalement et durement le monde des fermiers égyptiens lourdement endettés.

2. Une mondialisation plus interétatique (1914-années 1930) ?

La Première Guerre mondiale sonne le glas de l'âge d'or du capital des années 1880-1914. En plongeant soudainement les trois grandes « capitales du capital » dans un conflit d'ampleur inédite, elle bouleverse les circuits existants de financement mondial et en crée de nouveaux.

Pour comprendre la logique de ces derniers et les acteurs qu'ils impliquent, cette section ne n'analyse pas la Grande Guerre et des deux décennies qui suivent de manière détaillée. Elle souligne plutôt les principales mutations qui surviennent à cette période avant de rappeler dans un second temps les continuités que l'on observe de part et d'autre de la césure que représente 14-18.

2.1. L'essor des emprunts inter-étatiques, des États-Unis et de la SDN

Le 4 août 1914, jour de la déclaration officielle de guerre du Royaume-Uni à l'Allemagne, Gaspard Farrer, l'un des *partners* de la banque Barings, se lamente : « n'est-il pas tout à fait mortifiant de voir l'édifice de crédit que nous avons bâti pendant des générations s'effondrer instantanément en une nuit ? » (cité par Youssef Cassis dans *Capitals of Capital*). De fait, si Farrer et ses collègues banquiers n'anticipent évidemment pas, à cette date, un conflit d'ampleur mondiale et long de plus de quatre ans, la perspective d'un conflit armé opposant les principaux pays pourvoyeurs de capitaux a des conséquences immédiates sur les marchés. Alors que les cours s'effondrent – que vaut soudainement une action ferroviaire ottomane cotée à Paris alors que la Sublime Porte est alliée à l'Allemagne ? Que peut espérer le détenteur londonien d'un emprunt de la ville de Hambourg ? –, les taux d'intérêt augmentent en flèche et les octrois de prêt se font infiniment plus difficiles. Pour éviter un total effondrement, le London Stock Exchange ferme ses portes le 31 juillet 1914. Le 2 août, un moratoire sur les dettes est décidé par la Banque d'Angleterre.

Si les marchés où s'échangeaient alors depuis plusieurs dizaines d'années des titres du monde entier sont ainsi paralysés, le capital n'en continue pas moins, lui, de circuler. Les dettes internationales qui sont contractées durant le conflit s'élèvent ainsi à 4 milliards de livres sterling, soit 2,5 fois le montant des actifs français détenus à l'étranger en 1914. Seulement, les emprunts qui servent de support à ces dettes ne prennent plus que marginalement la forme d'emprunts accordés par des banques privées aux épargnants étrangers. Ce sont désormais des emprunts d'État à État. Comme le note Youssef Cassis, sur les 2,9 milliards de dollars que la France emprunte durant la guerre sur le territoire étasunien, 2,6 viennent directement du gouvernement étasunien et seuls 300 millions sont levés auprès de banques privées. Après la fin des hostilités, ce type d'emprunt perdure en raison des réparations colossales que les pays défaits doivent verser aux vainqueurs. Le traité de Versailles établit ainsi que l'Allemagne doit payer 2 milliards de marks or par an pendant 42 ans aux pays alliés. Certes, ces dettes interétatiques de sortie de guerre alimentent les marchés de capitaux, qui retrouvent un dynamisme certain après la fin des combats. Pour rembourser ces dettes et financer la réparation de leur économie, les gouvernements sont en effet régulièrement obligés d'émettre des emprunts. Ainsi, à Londres, alors que la part des emprunts

publics dans la valeur agrégée des titres cotés n'était « que » de 44 % en 1913, elle s'élève à 52 % en 1920 et à 60 % en 1933. Ces chiffres cachent toutefois une forme de « démondialisation » de la City dans l'entre-deux-guerres, tant ils sont tirés vers le haut par les titres que le gouvernement britannique métropolitain émet auprès de ses ressortissants. Ces derniers représentaient 11 % de la cote en 1913 contre respectivement 34 % et 38 % en 1920 et 1933. Si Londres conserve une place prééminente dans le monde de la finance globale – au contraire de Berlin, qui disparaît en tant que place boursière après la saisie de la plupart des actifs allemands à l'étranger –, elle doit en effet composer avec l'émergence de nouvelles places comme Amsterdam, Genève, Zurich et, surtout, New York. Dans l'entre-deux-guerres, Wall Street tend en effet à concurrencer Londres et J.P. Morgan s'affirme à l'international comme la première banque d'investissement au monde, damant le pion à l'illustre maison Rothschild.

L'affirmation des États-Unis comme pôle essentiel de la mondialisation financière de l'entre-deux-guerres n'en fait toutefois pas la nouvelle « capitale du capital ». En aucun cas le *New York Stock Exchange* n'acquiert, dans les années 1920-1930, la position de son cousin londonien des années 1900. Les titres émis à Wall Street attirent bien les capitaux étrangers, mais ces derniers sont principalement investis dans des firmes américaines. Les États et les entreprises étrangères ne se financent encore que relativement peu sur la place de New York.

En revanche, la plupart des États à la recherche de capitaux doivent composer avec un nouvel acteur : la Société des Nations (SDN). Longtemps considérée comme velléitaire et inefficace, cette dernière est, depuis une quinzaine d'années, complètement réévaluée par l'historiographie. Patricia Clavin a notamment bien montré combien la SDN avait œuvré à stabiliser l'économie mondiale de l'entre-deux-guerres en préservant une bonne partie de la structure impériale et hiérarchique de la fin du XIX^e siècle. De fait, c'est elle qui sert désormais d'intermédiaire à bon nombre de flux de capitaux à destination des États défaits et/ou en reconstruction. Dans la nouvelle Autriche, ancien centre impérial brutalement rétrogradé au rang de pays moyen d'Europe centrale, un contrôle financier international dirigé par la SDN est ainsi en activité entre 1922 et 1926. Comme dans l'Empire ottoman ou l'Égypte d'avant-guerre, des étrangers gèrent un certain nombre de taxes et d'actifs publics dont les revenus sont alloués au service de la dette. À la différence toutefois de l'ADPO ou de la Caisse de la dette égyptienne, ces étrangers ne sont plus des représentants d'une multitude de porteurs de bons mais des fonctionnaires internationaux chargés d'œuvrer à la stabilisation de l'économie mondiale et de servir d'intermédiaires entre le gouvernement autrichien et les puissances victorieuses qui ont accepté de lui prêter de l'argent.

Comme l'a bien montré Jamie Martin dans *The Meddlers*, un ouvrage récent consacré à la naissance de la gouvernance économique mondiale dans l'entre-deux-guerres, l'action de la SDN reste cependant difficile. Les programmes d'aide au développement conçus depuis Genève ont beau conditionner l'octroi de prêts internationaux à une supervision étrangère d'un genre nouveau, ils sont rejetés par divers types d'acteurs. En Chine, à la fin des années 1920 et au début des années 1930, la SDN pense un temps parvenir à concilier les banquiers occidentaux et le gouvernement nationaliste désireux de stimuler son agriculture et son industrie. Faisant front commun au sein d'un Consortium depuis la révolution de 1911, les premiers refusent tout nouveau prêt au second tant qu'il n'aura pas recommencé à rembourser les emprunts de la dynastie Qing et accepté une plus grande immixtion dans ses finances. De son côté, le gouvernement de Nankin refuse une nouvelle violation de sa souveraineté par des puissances étrangères. Le passage par la SDN semble alors pour lui une alternative d'autant plus intéressante que, contrairement à ce qui s'est fait en Autriche quelques années plus tôt, les fonctionnaires étrangers n'auraient cette fois qu'un rôle de conseil et pas de contrôle. Las, la SDN ne parvient pas à lever des capitaux auprès des États-membres. Après 1931, ces derniers refusent d'autant plus de prêter à la Chine qu'ils s'aliéneraient alors le Japon et les établissements bancaires du Consortium qui font alors du lobby auprès des différents gouvernements pour ne pas être contournés par un prêt d'États à État.

2.2. La Grande Guerre : une césure à considérer avec précaution

L'exemple chinois montre à la fois les ruptures que la Grande Guerre introduit dans les mécanismes de la mondialisation financière et la persistance d'un certain nombre de phénomènes par-delà cette césure. Le Consortium, qui coalise les banques émettrices d'obligations auprès des porteurs de bons, cesse en théorie d'être le seul intermédiaire entre la Chine et le capital étranger. Évincé par la SDN, il parvient tout de même à conserver de l'influence et fait, en partie, capoter le projet de cette dernière. C'est alors auprès des États-Unis que T. V. Soong (Song Ziwen), ministre des Finances du gouvernement nationaliste, parvient en 1933 à trouver des fonds. La nature de l'organisme qui accorde ainsi des prêts au gouvernement de Nankin témoigne toutefois du rôle encore limité des capitaux étatsuniens dans la mise en connexion des différentes parties du monde. Les nationalistes chinois ne bénéficient en effet pas des fonds d'une espèce de plan Marshall avant l'heure mais d'un prêt tout à fait exceptionnel de la Reconstruction Finance Corporation. Créée à la fin du mandat d'Herbert Hoover, celle-ci est loin d'abreuver les pays étrangers de ses prodigalités. Sa mission est avant tout de venir en aide à des entreprises ou des collectivités locales américaines frappées par la Grande Dépression.

Par ailleurs, l'opposition entre, d'un côté, le Consortium – incarnation d'une mondialisation où les banques privées et les porteurs de bons jouent un rôle essentiel – et, d'un autre côté, les institutions créées après-guerre pour structurer une mondialisation construite autour de flux de capitaux interétatiques ne tient pas vraiment. Ce sont à bien des égards les mêmes personnes qui dirigent ces deux types d'institutions, comme en témoigne la trajectoire de Charles Addis (1861-1945). Cet Écossais entre à dix-neuf ans à la Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC), une banque fondée en 1865 pour financer le commerce avec l'Extrême-Orient mais qui doit son formidable essor à la fin du XIX^e siècle à son implication dans l'émission, à Londres, des emprunts de l'Empire chinois. En tant que *managing director* d'HSBC dans les années 1900, Addis est un membre éminent du Consortium et le reste jusqu'à sa retraite en 1933. En 1918, il rejoint cependant en parallèle la Banque d'Angleterre en qualité de directeur et, après avoir servi comme expert financier de la délégation britannique lors de la conférence de Gênes (1922) et représentant de sa majesté au conseil général de la Reichsbank, il devient en 1930 vice-chairman de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), créée pour faciliter le paiement des réparations et des dettes interalliées héritées de la Première Guerre mondiale.

Enfin, l'importance des réparations et des dettes interétatiques après 1918 ne doit pas laisser croire que les années 1880-1910 constituent, par opposition, une période de paix où les flux de capitaux n'ont aucune relation avec les guerres et les conflits. Une bonne partie des emprunts que les États contractent à la fin du XIX^e siècle servent à rembourser des indemnités de guerre ou constituer des armées capables de défendre/étendre les frontières nationales. Lorsqu'en 1860, le Maroc plaçait à Londres son premier emprunt d'État, c'était pour s'acquitter rapidement de l'indemnité exigée par l'Espagne à l'issue de la guerre de 1859-1860. Les trois grands emprunts que le gouvernement chinois émet trente ans plus tard, en 1895, 1896 et 1898 servent, de la même manière, à payer au Japon la gigantesque indemnité qu'il impose au Céleste Empire lors du traité de Shimonoseki. Quelques mois après le dernier de ces grands emprunts, c'est au tour de la Grèce d'être contrainte de contracter un nouveau prêt – et d'accepter en échange la tutelle d'une commission financière internationale – afin de rembourser l'indemnité due à l'Empire ottoman après sa défaite en 1897.

Conclusion

La Première Guerre mondiale offre une césure commode en matière d'histoire de la mondialisation financière. Il semble de fait facile de distinguer un avant et un après 14-18, tant les relations de pouvoir qui accompagnent les flux de capitaux internationaux varient de part et d'autre de la

Grande Guerre. Il n'en convient pas moins d'être prudent et de ne pas exagérer les changements qui surviennent dans les années 1920 et 1930.

Bibliographie

- BALSAMO, Gian, *Proust & his Banker. In Search of Time Squandered*, Columbia (SC), The University of South Carolina Press, 2017, 265 pages.
- CASSIS, Youssef, *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780-2005*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006, 385 pages.
- CLAVIN, Patricia, *Securing the World Economy. The Reinvention of the League of Nations, 1920-1946*, Oxford, Oxford University Press, 2013, 400 pages.
- DAUMARD, Adeline (dir.), *Les Fortunes françaises au XIX^e siècle*, Paris, Mouton, 1973, 603 pages.
- FEIS, Herbert, *Europe : the World's Banker, 1870-1914. An Account of European foreign investment and the connection of world finance with diplomacy before the war*, New York, A. M. Kelley, 1964, xxxiv + 469 pages.
- FLANDREAU, Marc et FLORES, Juan, « Bondholders versus bond-sellers? Investment banks and conditionality lending in the London market for foreign government debt, 1815-1913 », *European Review of Economic History*, vol. 16, n° 4, 2012, p. 356-383.
- GARDNER, Leigh, « Colonialism or Supersanctions. Sovereignty and Debt in West Africa, 1871–1914 », *European Review of Economic History*, vol. 21, n° 2, mai 2017, p. 236-257.
- HAUTCOEUR, Pierre-Cyrille (dir.), *Le Marché financier français au XIX^e siècle : Tome 1*, Paris, Publications de la Sorbonne, 2007, 526 pages.
- HAUTCOEUR, Pierre-Cyrille, *La Crise de 1929*, Paris, La Découverte, 2009, 128 pages.
- JAKES, Aaron, *Egypt's Occupation. Colonial Economism and the Crises of Capitalism*, Stanford, Stanford University Press, 2020, 352 pages.
- MARTIN, Jamie, *The Meddlers. Sovereignty, Empire, and the Birth of Global Economic Governance*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press, 2022, 352 pages.
- OSTERHAMMEL, Jürgen, *La Transformation du monde. Une histoire globale du XIX^e siècle*, traduit par Hugues Van Besien, Paris, Nouveau monde éditions, 2017, 1483 pages.
- PIKETTY, Thomas, *Capital et idéologie*, Paris, Éditions du Seuil, 2019, 1197 pages.
- ROSENBERG, Emily S., *Financial Missionaries to the World. The Politics and Culture of Dollar Diplomacy, 1900-1930*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press, 1999, 334 pages.
- TODD, David, *Un empire de velours. L'impérialisme informel français au XIX^e siècle*, traduit par Joseph Felix, Paris, la Découverte, 2022, 318 pages.
- TOMZ, Michael, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries*, Princeton, Princeton University Press, 2007, 299 pages.