

**«The Influences Affecting French Assets Abroad Prior To 1914»**

*The Journal of Economic History*, 2004, Vol. 64, N°2 (June), pp. 328-362.

**Antoine Parent & Christophe Rault**

*Présentation synthétique en français*

Dans cet article, nous montrons que les investissements français à l'étranger, de la fin du 19<sup>ème</sup> siècle à la première guerre mondiale, ont obéi à des déterminants économiques et financiers. Cette thèse réfute la thèse classique selon laquelle ces investissements auraient été prioritairement dictés par des considérations diplomatiques et politiques. Ces résultats sont obtenus à partir d'une approche de portefeuille appliquée à des séries reconstruites de balance des paiements, de taux de rendements étrangers, et de stocks d'avoirs financiers en actions et obligations étrangères.

Nous recensons dans un premier temps les travaux consacrés à ce sujet dans la littérature économique, identifions les problèmes de méthode et faisons état des savoirs établis. Nous présentons, dans un second temps, nos propres séries recomposées d'indices boursiers étrangers (respectivement d'actions et d'obligations), de taux de rendement de ces mêmes actifs, et d'encours financiers français à l'étranger. Nous testons, dans un troisième temps, la pertinence d'un modèle de portefeuille explicatif de la variation de la part des actifs étrangers dans le portefeuille français total. Notre problématique est la suivante : faut-il accepter ou rejeter l'existence de motivations économiques et financières sous-jacentes à la diversification du patrimoine financier français, à la fin du dix-neuvième et au début du vingtième siècle?

En dépit de réelles incertitudes quant au montant exact des avoirs français à l'étranger au 19<sup>ème</sup> siècle, les principaux auteurs ayant travaillé sur le sujet (Feis (1930), White (1933), Cameron (1961), Lévy-Leboyer (1977)) concluent à la prédominance d'une présence financière française à l'étranger dictée par des motivations politiques et diplomatiques. Les déterminants économiques de la délocalisation passeraient au second plan, derrière des considérations d'alliance stratégique entre la France et ses alliés. Autrement dit, les placements des investisseurs français à l'étranger obéiraient passivement aux préférences des politiques. L'explication fournie est à caractère "géopolitique" : la France chercherait à garantir une "stabilité hégémonique" dans sa zone d'influence, les investissements extérieurs servant à souder sur un plan financier une alliance politique et diplomatique avec les Etats. La

thèse dominante est celle de l'incohérence des placements français. Les français, contrairement aux anglais, délaissent les "pays jeunes". Un monde en pleine expansion serait demeuré fermé aux capitaux français, la France restant à l'écart des cycles internationaux qui ont entraîné des migrations de main d'oeuvre et des mouvements de capitaux vers les pays jeunes. La polarisation des placements financiers français en Europe est jugée trop risquée, trop peu en phase avec les zones dynamiques, incohérente en regard de flux commerciaux plus diversifiés. La France aurait délaissé dans son implantation les motifs de rentabilité.

Notre ambition dans cet article est de tester la pertinence de cette proposition véhiculée par plusieurs auteurs successifs. Notons que cette explication a été jugée très réductrice par Fishlow (1985). Une première difficulté tient à la nature de cette assertion : celle-ci a la force du préjugé ; en effet, l'affirmation de la prédominance des facteurs politiques des placements extérieurs français n'est pas testée par les auteurs qui la revendiquent (elle n'est étayée que par la seule observation d'une distribution géographique des placements extérieurs français distincte de celle des placements extérieurs britanniques) ; de plus cette proposition est très difficilement testable statistiquement : en effet quel indicateur retenir pour mesurer l'influence politique dans la décision d'acquisition d'actifs étrangers par les épargnants français ? Quelle variable permettrait de capturer ce que certains analystes financiers de l'époque décrivent comme des « contacts informels » entre le gouvernement et la Bourse de Paris ? De plus ces influences politiques et diplomatiques ont-elles cru ou déchu sur la période ? Si l'on se fit à la distribution géographique des placements extérieurs français sur la période (le poids des économies émergentes est croissant à mesure que l'on se rapproche de 1914), alors on serait tenté de dire que cette influence est décroissante ; mais est-il raisonnable d'avancer ceci à l'approche de la première guerre mondiale ?

Faute de pouvoir inclure des variables politiques et diplomatiques non seulement pertinentes mais testables dans notre analyse, nous nous posons la question de savoir s'il est possible de restituer la cohérence des placements extérieurs français à partir d'un modèle de portefeuille. Les questions auxquelles nous souhaitons apporter une réponse sont les suivantes : les sorties de capitaux français se sont-elles effectuées au motif de leur rentabilité supérieure ? Ont-elles été initiées par les besoins tant financiers qu'industriels des pays d'accueil, qui offraient des potentialités de placement en titres publics (via l'émission d'une dette publique internationale) ou par une croissance industrielle motivant des prises de participation sous forme d'actions ?

Le poids des dettes publiques étrangères a-t-il été décisif dans la constitution du portefeuille d'actifs étrangers?

Une appréhension économique du sujet se heurte à plusieurs problèmes. Faut-il prendre en l'état les données statistiques existantes ou faut-il les retravailler ? Une méthode directe, à partir des données disponibles d'émissions de titres n'est-elle pas préférable à une méthode indirecte, construite à partir d'une simple hypothèse comptable déductive?

Notre travail comporte trois aspects distincts mais complémentaires :

- Un *survey* "méthodologique", dont l'objectif est de souligner en quoi les discours tenus sont tributaires des choix de méthode retenus.

- Un travail de recherche historique fondé sur la collecte de données primaires aux Archives Nationales, aux Archives du Crédit Lyonnais, auprès du Comité pour l'Histoire Economique et Financière de la France, auprès de la Mission Historique de la Banque de France, afin de parvenir à la construction de séries statistiques d'indices boursiers étrangers, de taux de rendement étrangers et de stock d'actifs financiers étrangers détenus par les résidents.

- Un travail de conceptualisation destiné à tester l'apport d'une approche financière à la compréhension des facteurs de la délocalisation du capital français avant guerre.

Dans le domaine historique, la fiabilité des données statistiques pose problème, ce qui amène le plus souvent les auteurs à opérer des choix méthodologiques contestables. Le principal problème relatif aux mouvements de capitaux entre la France et l'étranger de 1850 à 1913 est qu'ils ne sont pas isolés en balance des paiements. Ne sont disponibles que les mouvements du haut de la balance. Ceci a amené nombre d'auteurs à proposer une méthode alternative, qualifiée d'indirecte, consistant à appréhender le solde des mouvements de capitaux comme une simple contrepartie comptable de tout le reste. Notre propos vise dans un premier temps à souligner les dangers d'un procédé qui systématise un moyen d'identification indirect (les mouvements de capitaux sont saisis par déduction, en vertu de la seule nécessité comptable d'une balance équilibrée) et dans un second temps à réhabiliter la méthode "directe", fondée sur l'exploitation des publications des journaux financiers de l'époque.

Nous proposons dans un second temps des séries recomposées d'indices boursiers des actifs étrangers détenus par les résidents, de rendement de ces actifs étrangers et un nouvel encours des avoirs extérieurs français. Ces séries ont été élaborées à partir de l'exploitation de "*L'Economiste français*" qui propose un suivi hebdomadaire des indices des "principaux fonds étrangers" pour les titres à revenu fixe et du même indicateur hebdomadaire pour les "principales actions étrangères cotées à la Bourse de Paris" sur la période 1873-1913. Il a été possible de construire séparément un indice boursier pour les actions et un indice boursier pour les titres à revenu fixe à partir des valeurs les plus représentatives des pays de destination des placements français. L'indice boursier construit par nos soins est très sommaire et donne une vision du monde très simplifiée, puisqu'il suppose que les valeurs d'un pays détenues par les résidents sont forcément celles publiées par "*l'Economiste français*", mais il s'agit là de la seule source exploitable sur une aussi longue période. Le rendement de ces actifs a été calculé, toujours d'après la même source, comme le rapport coupon/cours pour les titres à revenu fixe, et revenu/cours pour les actions étrangères. Pour le calcul de l'encours d'actifs délocalisés, nous avons retenu les données de souscriptions effectives d'actions et d'obligations étrangères publiées par F.Marnata (1973) d'après son exploitation des archives du Crédit Lyonnais. Nous présentons un encours de titres obligataires étrangers et d'actions étrangères corrigé des plus ou moins values de cours boursiers. Sur la base de ce stock, nous avons calculé les parts du portefeuille total détenues respectivement sous forme d'obligations et d'actions étrangères.

Nous testons enfin la pertinence d'un modèle financier pour expliquer la délocalisation des avoirs français à l'étranger sur la période 1892-1913. L'étude entreprise s'inspire des fondements micro-économiques de l'approche patrimoniale et exploite le cadre d'analyse fourni par la théorie de la cointégration. L'objectif recherché est de disposer d'un cadre analytique cohérent pour mener à bien l'analyse de la délocalisation française. Les fondements micro-économiques de l'approche patrimoniale permettent de préciser les composantes de la demande d'actifs en devises étrangères. L'utilisation d'un modèle à correction d'erreurs (Engle et Granger, 1987) permet de préciser la nature des comportements mis en avant par la théorie sur la période étudiée.

La modélisation économique appliquée aux données historiques soulève de nombreux problèmes qui impliquent d'effectuer des choix :

- nous considérons que l'objection d'une plus grande pertinence de l'approche de portefeuille sur un horizon court ne saurait empêcher le recours à la modélisation économique pour aider à une meilleure compréhension des phénomènes historiques;
- compte tenu de la période couverte (plus de 20 ans), nous considérons les titres des Dettes publiques étrangères souscrits par les résidents comme des rentes perpétuelles, ce qui nous permet de considérer le rapport coupon/cours comme l'estimateur approprié des taux de rendement étranger. Cette approximation, techniquement juste dans le cas des rentes perpétuelles, nous permet de contourner les difficultés rencontrées pour construire un taux de rendement actuariel correct : en effet, de nombreuses données sont manquantes pour certains des titres composant le panel de titres étrangers, comme les dates de distribution du coupon, la connaissance des possibilités offertes de remboursement anticipé ;
- un autre problème concerne la relation entre les taux de rendement observés et les taux de rendement anticipés. En l'absence de séries de taux de rendement anticipés sur cette période historique et pour mener à bien notre analyse de portefeuille nous avons fait l'hypothèse que les investisseurs français formaient des anticipations rationnelles et que leurs prévisions étaient justes. C'est pourquoi nous avons considéré le taux de rendement observé pour l'année  $t+1$  comme le taux de rendement correctement anticipé en  $t$ .

Deux tests ont été effectués, l'un relatif à la détention de titres étrangers à revenu fixe, l'autre relatif à la détention d'actions étrangères. Dans le premier cas, la variable endogène du modèle est la "part du portefeuille détenue sous forme d'obligations étrangères"; dans le second, "la part du portefeuille détenue sous forme d'actions étrangères". Dans chacun des cas, deux catégories de variables ont été testées comme variables explicatives de la variation de ces parts : *des variables financières* comme le taux de rendement des titres domestiques et étrangers souscrits par les nationaux. *Des variables nominales* : le taux de change au certain du Franc contre une moyenne de douze monnaies (nous justifions ce choix par le fait qu'en dépit de la période d'Etalon-or, un certain risque de change existait, notamment vis-à-vis de devises comme la Lire, la Peseta et le rouble) ainsi que des variables spécifiques qui méritent de figurer dans le contexte de l'époque; en nous inspirant des travaux d'Edelstein (1982), qui

étudie les sorties de capitaux anglais sur la période 1873-1913, nous nous efforçons d'apprécier l'incidence de facteurs externes ("pull"), comme le poids des dettes publiques en Europe ou la croissance industrielle de cette zone.

Les vérifications empiriques des hypothèses théoriques du modèle du choix de portefeuille ont été réalisées au moyen d'un modèle à correction d'erreur qui fait dépendre la variation d'une variable endogène d'un écart à la cible (la relation d'équilibre de long terme) et des variations des déterminants de la cible. Nous avons vérifié que les variables mises en jeu sont toutes stationnaires en variation, à partir du test de Dickey-Fuller augmenté en utilisant la stratégie dite "descendante".

Concernant la part en obligations étrangères dans le portefeuille total, les résultats obtenus permettent de mettre en évidence les points suivants :

- Dans le long terme, les arguments d'un effet "pull" sont significatifs: les placements extérieurs français sont positivement influencés à long terme par le niveau de la dette publique de la zone. Les besoins de financement public des pays proches de la France exercent une influence déterminante sur les placements français. Ceci suggère que l'importance de la dette publique internationale émise par ces pays, sa bonne diffusion sur la place de Paris, garantissent une liquidité forte pour ces titres et constituent un gage de sécurité pour les investisseurs français. Il est possible d'avancer que l'effet "pull" explique l'orientation géographique des placements extérieurs.

- Des arguments financiers ressortent de manière significative : la part en obligations étrangères est corrélée positivement au taux de rendement étranger anticipé et négativement au taux de rendement domestique anticipé. Ceci révèle une logique spéculative sous-jacente, cohérente avec les prédictions théoriques de l'approche de portefeuille : les investisseurs français restructurent leur portefeuille en fonction de l'écart de rendement anticipé entre placements français et étrangers.

- En dynamique, on relève l'influence de la variation de la dette publique étrangère, qui signifie que la demande française pour ce genre d'actif suit l'offre européenne de titres de la dette publique. Le taux de change ressort significativement : ici, un accroissement du taux de change du Franc contre les devises étrangères facilite l'acquisition de titres étrangers par les résidents. Enfin, on note l'incidence positive de la variation du taux

de rendement étranger anticipé sur la composition du portefeuille en obligations étrangères (ce qui est là encore conforme aux prédictions théoriques).

Nos résultats permettent de reconstituer le comportement suivant : l'objectif de long terme de l'investisseur français (ici la part d'actifs étrangers à revenu fixe dans son portefeuille total) dépend négativement du niveau des taux domestiques anticipés et positivement du niveau des taux de rendement étrangers anticipés ; positivement des besoins de financement publics de la zone Europe. A court terme, l'investisseur corrige l'écart à cette cible de long terme en fonction des variations du taux de change de sa monnaie, de la variation de la dette publique de la zone « Europe et sa périphérie », ainsi que de la variation du taux de rendement étranger anticipé (tous les signes étant correctement orientés).

Concernant la part en actions étrangères dans le portefeuille total, là encore, le modèle estimé donne des résultats conformes aux prédictions théoriques. Dans la relation de long terme, la part du portefeuille total détenu sous forme d'actions étrangères dépend positivement du taux de rendement anticipé des actions étrangères et négativement du taux de rendement anticipé des actions françaises. On trouve également un « effet pull », lié cette fois au niveau de la production industrielle de la zone « Europe et sa périphérie ». Dans la relation de court terme, il convient de noter que seule la variable dépendante intervient avec un retard d'une période. Nous en concluons que les investisseurs adaptent leur comportement à la variation passée du portefeuille détenu en actions étrangères.

Au total, il ressort de cette étude qu'à l'inverse des conclusions habituelles sur le sujet, la combinaison des approches micro-économique et économétrique permet de faire ressortir des motivations économiques et financières à l'expansion du capital français à l'étranger à la veille de la première guerre mondiale. Ces résultats montrent que la thèse économique et financière ne peut être rejetée, ce qui amoindrit et relativise la seule thèse diplomatique et politique.