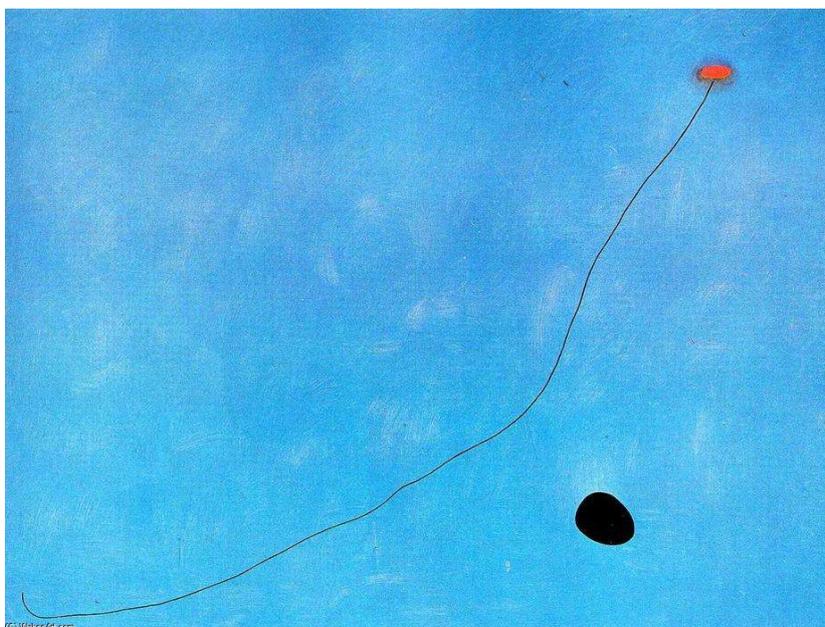


L'envol du centre financier suisse

Le déplacement de la fortune européenne
après la Grande Guerre
Une enquête statistique



Christophe Farquet

Département d'histoire contemporaine, Facultés des Lettres

Université de Fribourg

2019

« Ce sont justement les vérités les plus simples que l'homme découvre en dernier. »

Ludwig Feuerbach

I.	Introduction	3
II.	On ne sait pas combien de capitaux allemands ont été déplacés à l'étranger. On ne le saura jamais	5
III.	Fuite des capitaux. Définition et quantification	10
IV.	Le déplacement de la fortune allemande. Ce que disent les sources d'archives	15
V.	Flux et reflux de capitaux. Au-delà d'Holtfrerich	25
VI.	Achats de devises et balance des paiements. De la rondeur du cercle	39

Avec le soutien du Fonds national suisse de la recherche scientifique
Projet : La Suisse et L'Europe : Finance et diplomatie (2018-2020)
Contact : christophe.farquet@unifr.ch

Paris, le 11 novembre 2018

Introduction

Chacun sait qu'après la Première Guerre mondiale, un déplacement massif des fortunes s'est produit depuis les grands pays européens vers les places financières étrangères. La situation politique instable, la dépréciation monétaire et les hausses d'impôts sont autant de causes de l'apparition d'un phénomène qui, sans être totalement neuf, a marqué par son ampleur une rupture importante dans l'histoire financière. Qui oserait prétendre que l'hyperinflation allemande n'a pas quelque rapport avec la fuite des capitaux ? Il est surprenant pourtant de constater qu'aucun historien n'a pris la peine jusqu'à présent de procéder à un examen approfondi du phénomène. Nul doute qu'il s'agit là d'une conséquence de la banalité de l'objet d'étude : il ne sied guère à l'impératif académique de sophistication et, qui sait ?, sent-il peut-être un peu le souffre ou, du moins, il n'entre pas dans les schémas explicatifs usuels avancés par les économistes. Mais d'autres obstacles attendent encore l'historien qui s'aventurerait dans ces eaux troubles, et autant d'atteintes à sa légitimité. Quelles archives peuvent-elles bien être utilisées pour appréhender la réalité de pratiques opaques et le plus souvent illégales ? Et, bien entendu, comment dépasser les impressions qualitatives et les études de cas pour mesurer la dimension macro-économique de l'évasion des capitaux ? Mieux vaudrait donc y renoncer. Dans l'histoire du premier après-guerre, la fuite des fortunes, une évidence pour les contemporains, a trouvé sa place de prédilection dans une phrase au bas d'un paragraphe, sans l'ornement d'un renvoi à la référence des sources.

Le présent article propose de dépasser l'impressionnisme qui caractérise l'approche historique de la fuite de capitaux après la Grande Guerre. Afin de démontrer ce que l'on peut établir, et ce que l'on ne peut pas, on prendra ici l'exemple d'un pays d'origine des capitaux en fuite, l'Allemagne. Ce choix n'est pas arbitraire. Tout laisse à penser que ce pays est celui dont, quantitativement, le mouvement de désertion des fortunes a été le plus ample. Le Reich est en effet la seule grande puissance économique qui ait connu un effondrement politique, monétaire et financier tel qu'il a débouché sur une destruction totale de la valeur de sa devise après l'occupation de la Ruhr par les troupes françaises et belges en 1923. Des situations

similaires se sont produites à l'Est de l'Europe, parmi les nouveaux Etats issus du démantèlement de l'Empire austro-hongrois, ou en Russie évidemment. Aucun d'entre eux n'a cependant la capacité financière de l'Allemagne, dont la production industrielle a dépassé celle de tous les autres pays européens avant la guerre.

Après avoir présenté les principales difficultés rencontrées dans la quantification des capitaux en fuite, l'article produit une nouvelle évaluation sur l'évasion de la fortune allemande. La recherche engage pour ce faire une enquête sur les sources les plus variées : archives nationales, rapports d'expertise, balances des paiements, statistiques bancaires. Le résultat obtenu est supérieur aux montants qui sont généralement admis. L'application de la méthode historique *par excellence*, le croisement et la critique des documents, permet donc d'établir des données pertinentes sur le déplacement des fortunes après la Première Guerre mondiale.

On ne sait pas combien de capitaux allemands ont été déplacés à l'étranger.

On ne le saura jamais

Pour montrer à quel point les connaissances sur la fuite du capital allemand sont friables et sont condamnées à le rester, on peut se servir de deux exemples, parmi tant d'autres dont les archives recèlent. Lorsqu'ils évoquent les fortunes qui ont quitté l'Allemagne pendant l'inflation, les historiens font souvent référence, en précisant avec justesse leur scepticisme, à l'évaluation avancée lors de l'élaboration du plan Dawes par le second comité d'experts, présidé par McKenna. Chargée d'une enquête sur l'exode du capital et les moyens d'y remédier, la commission, composée exclusivement de banquiers privés à l'exception du délégué belge, présente une estimation allant de 5,7 à 7,8 milliards de marks-or dans son rapport final du 9 avril 1924.¹ On pourrait en rester là et exprimer à raison sa méfiance à l'égard d'une somme basse, produite à l'intérieur d'un comité dont la fonction est très politisée et qui est dirigé de surcroît par le président de la plus grande banque au monde. On peut aller plus loin cependant. Les procès-verbaux du Comité McKenna démontrent qu'en dépit de la très vaste enquête qu'il a conduite durant trois longs mois, ce montant a été négocié, au cours d'une seule séance, le 22 mars 1924. On lit à la page 7 du procès-verbal que le délégué français Laurent-Atthalin propose une estimation de 5,9 milliards à 8,6 milliards de marks-or, alors que le représentant américain Robinson serait favorable à une évaluation plus basse, de 6 à 7,5 milliards. Finalement, la dernière ligne précise qu'« après discussion, le Comité s'est mis d'accord pour situer des chiffres inférieurs et supérieurs à 5.7 et 7.8, établissant que le montant probable était de 6.75, la moyenne entre les deux. »² On peut ajouter, par ailleurs, un élément connu. En amont de ces débats finaux, en accord avec le Trésor britannique,

¹ *Rapport du Second Comité d'experts*, Paris, 9 avril 1924.

² Churchill Archives Centre, Cambridge, MCKN7/8, Second Committee of Experts, Minutes, 22 mars 1924.

McKenna a fait pression sur les délégués français et belge pour refuser une estimation plus considérable, en menaçant de démissionner.³

Il n'y a probablement rien d'exceptionnel à ce qu'une commission internationale fasse montre d'autorité dans la phase ultime de ses travaux et négocie ses résultats, plutôt que de s'en référer aux rapports d'expertise qu'il a commandés. Ce que l'on oublie souvent de mettre en évidence, en revanche, c'est que le Comité McKenna n'a pas accompli le mandat qui lui a été conféré. La somme qu'il donne ne porte pas sur l'évasion des capitaux : elle concerne l'ensemble des avoirs allemands à l'étranger à la fin de l'année 1923, sur la base d'une estimation de l'évolution de la balance des paiements et d'une enquête menée à l'intérieur de l'Allemagne, à partir de l'état de cette fortune au moment de l'armistice. On est ici très loin de ce qu'est, à proprement parler, la fuite du capital. Alors qu'un investissement direct d'une entreprise allemande effectué avant la guerre peut être intégré dans le calcul, par contre, l'ouverture illicite d'un compte bancaire en Suisse après le conflit, dont la somme aurait été dépensée pendant la période, n'y figure pas, à l'instar de toutes sortes d'autres transactions temporaires ou des capitaux détruits par les inflations allemande ou étrangère. En somme, le rapport McKenna met en évidence les principales difficultés de quantification : les estimations données à l'époque sont souvent très arbitraires, aucune définition uniforme de l'évasion des capitaux n'existe, et les évaluations sont périlleuses à l'extrême pendant une phase de variation aigüe des monnaies.

Le second exemple est plus anecdotique, mais il a l'intérêt d'illustrer que, quelle que soit la persévérance dont l'historien fait preuve dans l'établissement minutieux des statistiques, certaines transactions échapperont toujours à son champ d'investigation. Lors d'une enquête menée par la diplomatie française sur l'exode des fortunes allemandes à la fin de l'année 1922, le Ministre français à Copenhague renseigne sur l'accueil des capitaux par les banques danoises : il rapporte ainsi à Poincaré que de nombreux coffres-forts sont loués aux Allemands où « sont enfermées des quantités importantes de pierres précieuses, d'argent monnayé, d'actions, d'obligations, de toute nature et de tous pays ». Puis, il précise qu'à la Nationalbank, il

³ Christophe Farquet, *La défense du paradis fiscal suisse avant la Seconde Guerre mondiale*, Neuchâtel, Presses universitaires suisses, 2016, p. 203-208.

n'y a « point de coffres loués, mais dans les caves de la Banque se trouvent des caisses avec des bijoux et papiers valeurs appartenant à environ 400 étrangers. »⁴ L'exode des fortunes après la guerre ne recouvre en effet qu'en partie des placements internationaux en devises étrangères. Il correspond, d'un côté, à un déplacement physique de toutes sortes de biens, telle l'expatriation de titres, qui viennent remplir, semble-t-il, les caisses des caves danoises. On y reviendra. De l'autre côté, la fuite du capital est aussi composée de transactions fictives, qui n'existent qu'au point de vue comptable. Le transfert des bénéfices d'une société à sa holding étrangère en est un exemple. Evidemment, ces deux catégories de fuite des fortunes n'apparaissent pas dans les statistiques officielles, comme celles des balances des paiements. A moins d'obtenir l'accès à toutes les sources des organisations privées, impliquées dans ces transactions, ce qui est parfaitement illusoire puisque certaines d'entre elles ont disparu, elles resteront à jamais impossibles à identifier exhaustivement et, donc, à mesurer. D'autant plus que le transfert des capitaux s'appuie parfois simplement sur des hommes de confiance à l'étranger, sans recours à une quelconque structure juridiquement établie et, par conséquent, sans archives consultables.

Lorsque l'on aborde le problème de la quantification de la fuite des capitaux après la Première Guerre mondiale, il est nécessaire, avant toute chose, de partir d'un premier constat. L'existence d'un mouvement considérable d'évasion des fortunes tombe à tel point sous le sens qu'on serait tenté d'inverser le fardeau de la preuve : il serait plus logique d'imposer à quiconque le contestant de démontrer son inexistence. Comment se pourrait-il que des capitalistes, habitués à des décennies d'accumulation des capitaux et des profits préservée des impôts et des fluctuations de devises, n'auraient pas essayé de protéger leurs avoirs en les plaçant à l'étranger ? Dans un pays comme l'Allemagne, qui est traversé par des troubles politiques se rapprochant de la guerre civile, où les charges fiscales directes sur les hauts revenus sont décuplées et dont la devise perd toute valeur en l'espace de quelques années, une telle passivité est-elle sérieusement envisageable, alors que l'on sait que les régulations étatiques contre les fuites de capitaux sont très peu efficaces, en comparaison par

⁴ Archives du Ministère des Affaires étrangères (AMAE), Paris, Série Allemagne, 511, Lettre du Ministre français à Copenhague à Poincaré, Président du Conseil, 8 novembre 1922.

exemple des barrières qui seront placées pendant la Grande Dépression, et, alors que les centres bancaires limitrophes, néerlandais ou suisses, offrent des havres sûrs et discrets aux fortunes étrangères ? Il n'est pas dans les usages de la pratique scientifique d'affirmer que poser une question, c'est y répondre. Toujours est-il qu'on conviendra que, pour peu que l'on adopte le point de vue de la grande bourgeoisie issue de la Belle Epoque, l'intuition historique n'hésite guère devant une telle interrogation.

Une autre précision mérite d'être formulée. Bien qu'il soit clair que toutes les méthodes utilisées pour mesurer les capitaux en fuite contiennent une part d'aléatoire, les biais sont presque aussi importants concernant la quantification des investissements internationaux. Or, tandis que les historiens ont l'habitude d'entourer les montants qu'ils citent au sujet de l'évasion des fortunes des précautions les plus grandes – l'emploi du conditionnel devient une règle grammaticale pour éviter la mise à l'index – ils semblent admettre, sans sourciller, les estimations officielles sur les placements à l'étranger. Certains investissements, il est vrai, deviennent mieux visibles à partir de la Grande Guerre, en raison de la fin de l'ère de dérégulation financière de l'étalon-or et des divers inventaires effectués pendant et après le conflit par les Etats. Il n'empêche que quantités de placements directs et de portefeuille échappent à cette surveillance. Ceci est d'autant plus vrai qu'à partir de la globalisation de la Belle Epoque, les mouvements de capitaux se sont complexifiés, donnant lieu à toutes sortes d'investissements croisés, par l'entremise de pays tiers ce qui empêche de déterminer rigoureusement l'origine réelle de l'argent exporté. Pour la Suisse, qui, avant la guerre déjà, s'était transformée en une plaque tournante du capital européen et serait devenue la cinquième créditrice au monde en valeur absolue, la qualité des estimations macro-économiques sur les investissements extérieurs n'est pas sensiblement meilleure que celle sur les fortunes réfugiées dans le pays. Compte tenu des déficiences patentes que présente l'appareil statistique confédéral et du très haut degré de dérégulation financière, cette affirmation est valable jusqu'à la période des Trente Glorieuses, voire au-delà.

Prenons comme exemple l'estimation de Paul Bairoch sur la valeur des capitaux exportés de Suisse à la veille de la Première Guerre mondiale, qui fait autorité parmi les historiens. Remarquablement,

elle se fonde sur des sources de qualité critiquable et des raisonnements très hypothétiques.⁵ Elle repose, en réalité, sur une seule statistique au sujet des revenus retirés de capitaux placés à l'étranger, tels qu'ils apparaissent dans une reconstruction rétrospective de la balance des paiements suisse entreprise en 1964 par deux économistes. Ceux-ci ont agrégé arbitrairement trois évaluations, qui datent de l'entre-deux-guerres et qui produisent des données sans expliciter leur méthode.⁶ Bairoch capitalise ensuite cette somme, en choisissant un rendement entre 5 et 6%, emprunté à des études historiques française et britannique, et un taux de rapatriement des revenus, placé entre 40 et 70%. Considérer que plus ou moins la moitié des profits resteraient à l'étranger semble assez audacieux. Les pourcentages choisis, qui augmentent sensiblement le montant des capitaux exportés, sont justifiés par le fait que les réinvestissements des revenus à l'étranger, effectués par les multinationales helvétiques, seraient importants en comparaison internationale, ce qui est probable compte tenu de la multinationalisation précoce des entreprises suisses avant la guerre. Il n'empêche que cette caractéristique de l'économie helvétique ne peut pas influencer considérablement le calcul puisque, précédemment, Bairoch a postulé que la valeur des investissements directs ne devait pas dépasser 12% du total du montant des placements extérieurs. Finalement, l'historien arrondit les sommes obtenues. Sans que l'estimation soit une falsification, on conviendra que l'échafaudage statistique est construit sur un sol mouvant et que chaque étage de sa construction est assez bancal.

⁵ Le calcul, repris par la suite dans plusieurs ouvrages, est expliqué dans Paul Bairoch, *Commerce extérieur et développement économique de l'Europe au XIXe siècle*, Paris, Ecole des Hautes études en sciences sociales, 1976, p. 278-279.

⁶ Alfred Bosshardt, Alfred Nydegger, « Die Schweizerische Aussenwirtschaft im Wandel der Zeiten », *Revue suisse d'économie politique et de statistique*, 1-2, 1964, p. 312.

Fuite des capitaux

Définition et quantification

Peut-on en rester sur ce constat et se contenter d'apprécier les grandes lacunes des statistiques financières internationales pour refuser de quantifier les fuites des capitaux ou pour, au contraire, admettre des estimations arbitraires ? Non, évidemment. La qualité des preuves dont on dispose sur l'évasion des capitaux est certes très variable, mais ceci ne justifie pas qu'on renonce à l'établissement de la vérité historique. Somme toute, cette affirmation rappelle que la statistique est une construction sociale comme une autre et que les frontières entre les données quantitatives et les informations qualitatives qui sont extraites des sources historiques sont poreuses. Or, l'extrême subjectivité de la description d'un événement complexe, comme le déroulement par exemple d'une guerre, n'empêche pas que l'on puisse s'entendre sur l'établissement de la réalité de certains faits d'armes. Pourquoi renoncerait-on à une telle entreprise dans le domaine de l'économie, sous prétexte que les données à disposition sont fragmentaires et partiales, ce qui est la norme, non l'exception, en histoire ? Une fois cette évidence posée, on doit cependant s'accorder au préalable sur ce que l'on désigne sous la dénomination du phénomène étudié. C'est probablement un des principaux problèmes posés par l'interprétation des sources. « Fuite du capital », « exode des fortunes », « évasion des avoirs », « hémorragie financière », « Kapitalflucht » ou « capital flight » sont souvent employés comme des synonymes de l'exportation des capitaux. Le vocable souligne alors son ampleur ou son impétuosité par rapport au courant usuel des investissements internationaux.

Cette distinction, non dénuée de toute pertinence, demeure très vague. Les économistes ont parfois proposé d'autres critères, d'intention ou de nature. Le critère d'intention consisterait à séparer les investissements à l'étranger jugés normaux, c'est-à-dire ceux répondant à l'attrait du taux de profit, par rapport aux exportations, qui résulteraient d'incitations politiques, monétaires ou fiscales. Une telle distinction est très périlleuse : il est souvent impossible d'identifier et de pondérer clairement les causes des fuites de capitaux. Surtout, on peut affirmer qu'à partir de la Grande Guerre,

la fiscalité et la monnaie font toujours partie du calcul du retour sur investissement escompté à l'étranger : en raison de la variation des impôts et des changes, elles sont très souvent des données plus déterminantes économiquement que les écarts entre les taux d'intérêt nominaux. Quant au facteur politique, on peut concevoir, pour un tel motif, une exportation qui serait irrationnelle au point de vue économique. Mais, s'il agit profondément sur les mouvements financiers, c'est bien souvent parce qu'il est l'expression d'une recherche de sûreté pour les placements. Séparer les transactions financières internationales qui seraient normales de celles qui seraient anormales n'est rien d'autre qu'un songe dérivé de l'utopie d'un marché mondial entièrement libéralisé où l'argent se dirigerait là où il manque. Comme avant la guerre, les exportations de capitaux répondent avant tout au profit et à la sécurité, selon toutes les caractéristiques économiques et politiques d'une situation donnée, ainsi qu'à l'anticipation de son évolution à l'avenir ; simplement, après le conflit, le taux d'intérêt perd beaucoup de son importance.

La distinction de nature est plus légitime. On l'a dit, le déplacement de la fortune européenne après la guerre recouvre des pratiques financières qui ne sont pas assimilables à des investissements étrangers et qui, comme l'a affirmé avec justesse Karl Polanyi, ont eu une ampleur sensiblement moindre dans l'univers libéralisé de la Belle Epoque. Outre les exemples cités précédemment, les placements extérieurs à très court terme sous la forme de dépôts en numéraires – le hot money, selon l'expression consacrée – fleurissent en raison de l'instabilité des changes et du contexte politique. L'entre-deux-guerres est, sans doute, une période de retrait de la globalisation financière en Europe. Mais une telle affirmation, qui a valeur de truisme en histoire économique⁷, n'est valable que si l'on réduit cette globalisation aux placements en portefeuille et aux investissements directs à l'étranger. L'intensité des flux internationaux d'argent reste considérable, mais leur forme a changé. A l'échelle européenne, il y a bien un remplacement partiel des placements internationaux par d'autres mouvements financiers, que l'on peut assimiler à des fuites

⁷ Par exemple, Moritz Schularick, « International Capital Flows », dans Youssef Cassis, Richard Grossman, Catherine Schenk (éd.), *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*, Oxford, Oxford University Press, 2016, p. 264-292.

de capitaux.⁸ Toujours est-il que ce constat ne résout pas le problème de nomenclature. Doit-on exclure des évasions de capitaux tous les investissements à l'étranger, directs et de portefeuille, soit ce qu'on range habituellement sous la catégorie de l'exportation du capital ? C'est là une question insoluble. Répondre par l'affirmative signifierait par exemple que les participations allemandes dans les holdings suisses ne seraient pas intégrées dans le calcul des fuites de capitaux. Ces transactions ont pourtant été déterminantes dans le contournement des régulations financières et des impôts par les industriels allemands pendant l'inflation et au début de la Grande Dépression, et ont accéléré la transformation de la Suisse en paradis fiscal. Dans l'autre sens, on peut relever que tous les dépôts en numéraire à court terme ne sont de loin pas du hot money, certains d'entre eux servant au financement du commerce par exemple.

Il est possible d'utiliser un autre critère distinctif, se fondant, non sur la nature économique d'un placement, mais sur son statut légal : l'exportation serait licite, la fuite illicite. Cette distinction est admissible. Elle met bien en évidence la rupture créée par la guerre, à savoir que peu de mouvements de capitaux pendant la Belle Epoque contournaient des régulations étatiques, parce qu'elles sont très souples, tandis qu'après la guerre c'est très probablement la majorité des placements extérieurs qui élude des réglementations de change ou des législations d'impôt. Ce critère est toutefois peu utile pour la quantification macro-économique, puisqu'il nécessiterait d'examiner précisément chaque transaction financière. Par conséquent, une séparation claire entre la fuite et l'exportation du capital reste difficile à effectuer en pratique. Indéniablement, le déplacement massif des avoirs est une réalité nouvelle en Europe à partir de la Première Guerre mondiale : elle s'incarne dans l'essor à large échelle de procédés économiques peu en vogue avant le conflit, elle se perçoit dans l'incidence prépondérante de la fiscalité, du cours des devises et de la situation politique sur les transactions financières internationales, elle se traduit par la volatilité des mouvements de capitaux, et elle se caractérise par l'illégalité des opérations. Toutefois, ce qui est désigné concrètement sous le dénominateur de la fuite des capitaux demeure empreint d'un certain flou. Cela tient à ce qu'elle

⁸ Par exemple, Barry Eichengreen, *Capital Flows and Crises*, Cambridge, MIT, 2003, p. 29-37 ; Harold James, « Financial Flows Across Frontiers during the Interwar Depression », *Economic History Review*, 45/3, 1992, p. 594-613.

est constituée tant par des placements internationaux que par d'autres déplacements, réels ou fictifs, de valeurs mobilières. Tout au plus conviendrait-il d'expliquer à chaque fois que l'on utilise ce terme, quelles catégories de valeurs sont comprises lorsque les sources le permettent.

Comment mesurer les capitaux évadés ? On sait qu'il existe aujourd'hui des procédés de quantification relativement sophistiqués – et d'une pertinence relative – pour déterminer l'ampleur des fuites vers les paradis fiscaux. Même si elle peut varier et être améliorée de diverses manières, la méthode repose fondamentalement sur le principe suivant : étant donné que les centres offshore fonctionnent comme des zones de transit des capitaux, par lesquelles l'argent est importé de l'étranger avant d'être réexporté sur des marchés tiers ou parfois dans son territoire d'origine, il est possible d'identifier ces transactions en comparant le volume des sorties de capitaux par rapport à celui des entrées. Comme les premières sont enregistrées, au moins par le pays de destination des placements, à l'opposé des secondes, l'écart est une indication de l'ampleur de ces transferts de capitaux, qui, de nos jours, sont effectués essentiellement pour des motifs fiscaux. Il en résulte les anomalies statistiques présentées par les balances des paiements des paradis fiscaux, dont le poste d'erreurs et omissions est hypertrophié. L'ironie, bien connue, veut que, puisque les données des principaux pays de destination finale des placements financiers sont assez fiables, le monde est son propre débiteur net.

Pour qu'un tel calcul puisse être entrepris, il est nécessaire toutefois de disposer d'estimations sérieuses au sujet du montant des capitaux exportés sur les principaux marchés financiers, stipulant d'où viennent les placements internationaux. Or, de telles statistiques n'existent pas vraiment après la Première Guerre mondiale. C'est à partir des années 1930 que des évaluations solides sur les importations de capitaux, classées par pays de provenance, sont produites, non seulement par les Etats européens qui ont instauré des contrôles des changes, mais également par les Etats-Unis à la fin de la décennie. Il n'est pas anodin que la place financière suisse apparaisse alors comme le second plus gros acheteur étranger de titres américains, derrière la City, une position qu'elle doit en large mesure à la réexportation Outre-Atlantique des capitaux en fuite issus de la

France du Front populaire.⁹ On notera, par ailleurs, qu'entre 1924 et 1931, le cumul des erreurs et omissions de l'ensemble des balances des paiements atteint l'équivalent de l'endettement net accumulé par le plus gros débiteur au monde, à savoir l'Allemagne après l'adoption du plan Dawes.¹⁰ Ceci en dit long sur la fiabilité de ces statistiques pendant l'entre-deux-guerres, tout en fournissant un indice de l'ampleur probable, prise par des transactions semblables à celles précitées.

Pour quantifier la fuite des capitaux après la Première Guerre mondiale, on dispose cependant d'une mosaïque de sources de natures diverses, issues des statistiques des banques centrales et des banques privées, des estimations des gouvernements et d'économistes, ou encore d'enquêtes diplomatiques, dont il faut discuter la pertinence et apprécier la concordance. Il s'agit donc d'engager un travail classique de critique et de croisement des documents.

⁹ Mira Wilkins, « Swiss Investments in the United States 1914-1945 », dans Sébastien Guex (éd.), *La Suisse et les grandes puissances, 1914-1945*, Genève, Droz, 1999, p. 118-120.

¹⁰ Charles Feinstein, Katherine Watson, « Private International Capital Flows in Europe in the Inter-War Period », dans Charles Feinstein (éd.), *Banking Currency, and Finance in Europe between the Wars*, Oxford, Clarendon Press, 1995, p. 110.

Le déplacement de la fortune allemande

Ce que disent les sources d'archives

Aucun doute, à cela : l'historien qui s'immisce dans les archives européennes se trouve, dans un premier temps, désarmé devant les affirmations contradictoires émises sur la fuite du capital. Ecart profond entre les statistiques, contradictions entre le discours public et les propos confidentiels, jugements d'autorité, propos conspirationnistes : le problème est à tel point conflictuel et si difficile à cerner qu'il se prête à toutes les spéculations. Si l'on délaissait l'investigation à ce stade, on serait amené toutefois à formuler cette première conclusion : la fuite du capital, même si elle ne serait qu'un fantasme au point de vue économique, a une réalité diplomatique et politique bien établie après la Première Guerre mondiale, ce qui a été largement oublié aujourd'hui. Nul besoin de fouiller longtemps dans les dossiers d'archives pour trouver une vaste correspondance et de nombreux rapports sur l'évasion des fortunes. Il suffit, par exemple, pour s'en convaincre de se rendre à La Courneuve, aux Archives du Ministère français des Affaires étrangères, et de consulter les séries « Allemagne », « Suisse » et « Internationale » de la correspondance commerciale et politique entre 1918 et 1929. La fuite du capital, l'évasion fiscale, la spéculation internationale sur les changes occupent une place de choix parmi les préoccupations des diplomates français, des hauts fonctionnaires du Quai d'Orsay, ainsi que des Ministres des Affaires étrangères, de Pichon à Briand, en passant par Poincaré.

L'exode des fortunes provoque également des actions politiques, à l'intérieur des Etats, comme des interventions parlementaires ou le renforcement des régulations financières, qui étaient restées partout très laxistes pendant la guerre en ce domaine. Il influence encore les négociations internationales. Pour identifier la fortune expatriée, les gouvernements tentent d'initier des pourparlers bilatéraux et multilatéraux, à la Société des Nations dès 1923. Surtout, à partir de 1921, la fuite du capital allemand est constamment couplée aux contentieux sur les Réparations de guerre puisque, par la dépréciation du change et les pertes fiscales qu'elle provoque, elle accentue l'incapacité de paiement par le Reich des marks-or dus à l'Entente. En

janvier 1924, la mise sur pied du Comité McKenna, aux côtés du Comité Dawes, est une indication institutionnelle de l'importance accordée à ce problème. On peut bien entendu souligner que toutes ces démarches n'auront guère d'incidence internationale et, si l'on se réfère au manque de pression économique qui les accompagne ou, simplement, à la composition de la seconde commission d'experts, leur impotence a sans doute été un objectif pour une partie des dirigeants européens. Quoi qu'il en soit, si les Américains et les Britanniques ont cru devoir faire cette concession aux Français et créer cette commission pour accélérer la mise en œuvre de ce qui deviendra le plan Dawes, c'est bien la preuve que la question comportait quelque portée politique.

Ce qui est frappant cependant à la lecture des archives des Affaires étrangères, pour peu que l'on s'éloigne des discours tenus en public, c'est qu'il devient rare à partir de 1920 de trouver des documents contestant l'importance du phénomène. On pourra toujours objecter l'existence d'une ou l'autre source à une analyse historique ; la tendance est bien visible. Et, alors qu'autour des contentieux sur les Réparations, les différends entre les dirigeants français, anglais et allemands s'approfondissent sur l'importance de l'exode de capitaux allemands à l'étranger et sur les méthodes pour y parer, les premiers allant jusqu'à soupçonner les derniers de favoriser le déplacement des fortunes, remarquablement, les appréciations de leurs diplomates en poste en Suisse ont tendance à concorder en 1921 et 1922. De bons connaisseurs étrangers de l'économie suisse, qui ne sont aucunement hostiles à la Confédération et qui ont des entrées dans les hautes sphères du monde financier helvétique, transmettent des observations sur la fuite des capitaux allemands à leurs Ministères des Affaires étrangères. Pendant la seconde moitié de l'année 1921, les diplomates britanniques confirment d'abord plusieurs fois l'ampleur des placements extérieurs entrepris par les industriels allemands en Suisse, sans transmettre, il est vrai, de statistique. En juillet, par exemple, après s'être entretenu avec des grands banquiers suisses, le Consul britannique à Zurich, Maxse, se dit perplexe « qu'un pays, plaidant son incapacité à payer ses dettes de guerre légitimes, ait de telles sommes à disposition pour des objectifs commerciaux.¹¹ »

¹¹ National Archives, Public Record office (PRO), Londres, FO 371/7144, Lettre de Maxse à Russell, 13 juillet 1921.

Quelques jours plus tard, le Ministre britannique en poste à Berne, Russell, prend à son compte les informations sur les agissements des financiers et des industriels dans une lettre à Curzon, en ajoutant qu'« en premier lieu, par l'exportation de leur capital, ils cherchent à le préserver des mesures fiscales allemandes.¹² »

Cette correspondance n'est pas dénuée d'intérêt puisque les officiels britanniques, aux premières loges pour assister à l'afflux des capitaux, contredisent ce qui est en passe de devenir la ligne politique à Londres, les dirigeants anglais se montrant de plus en plus hostiles aux exigences françaises sur les Réparations et de moins en moins enclins à faire front contre l'évasion des capitaux allemands. Plus remarquablement, quelques mois plus tard, des diplomates français et allemands émettent, tour à tour, des estimations assez concordantes sur les sommes expatriées d'Allemagne vers la Suisse. En décembre 1921, le Consul à Zurich, Rheinboldt, le fonctionnaire le plus avisé sur l'économie suisse parmi le corps des diplomates allemands, élabore un long rapport sur les avoirs placés dans la Confédération par les Allemands.¹³ Sur vingt-trois pages, il détaille les formes sous lesquelles le capital délocalisé est détenu en Suisse, soit pour l'essentiel des billets de banque helvétiques, des sommes d'argent en comptes bancaires, des titres allemands et étrangers en dépôt ou des investissements dans les holdings. Bien qu'il cherche à démentir des évaluations formulées par diverses sources, qu'il juge trop audacieuses, Rheinboldt conclut finalement qu'une somme largement supérieure à 35 milliards de marks aurait trouvé refuge en Suisse. Trois mois plus tard, au cours d'un sondage effectué dans les pays étrangers sur l'évasion des fortunes par le Quai d'Orsay, Allizé communique une information qu'il dit tenir de la « personnalité financière qui est peut être la mieux à même de connaître cette question ». ¹⁴ Les capitaux allemands exportés en Suisse depuis la guerre atteindrait 3 milliards CHF, selon l'Ambassadeur français à Berne. Son estimation est prudente, au regard d'autres statistiques qui parviennent à Paris. A la fin 1919, par exemple, un rapport assez

¹² PRO, FO 371/7144, Lettre de Russell à Curzon, 22 juillet 1921.

¹³ Bundesarchiv (BArch), Berlin, R 3101/19550, Rapport de Rheinboldt, à l'Auswärtiges Amt, 23 décembre 1921. Voir également le commentaire de l'Auswärtiges Amt : Lettre de l'Auswärtiges Amt au Reichsfinanzministerium, au Reichswirtschaftsministerium et au Reichsbankdirektorium, 5 janvier 1922.

¹⁴ AMAE, Allemagne, 510, Lettre d'Allizé à Poincaré, 9 avril 1922.

précis, transmis par l'Attaché militaire de l'Ambassade, a évoqué, concernant uniquement les titres délocalisés en Suisse, une somme de 20 milliards de marks, soit, en moyenne du taux de change sur l'année, près de 7 milliards CHF.¹⁵ Ce même montant de francs suisses est cité trois ans plus tard, en mars 1923, cette fois-ci au sujet de l'ensemble des capitaux allemands.¹⁶ De nombreux renseignements financiers, issus des informateurs de l'armée française, ne sont toutefois pas très fiables, et c'est l'estimation d'Allizé qui est admise par le Ministère. Elle sera reprise plusieurs fois par la suite.

Quelle est la signification de ces montants ? Il suffirait, a priori, de les convertir dans une monnaie de référence pour les comparer, puis les rapporter à un indice du pouvoir d'achat, pour saisir leur valeur actuelle. En réalité, l'interprétation de ces deux statistiques est hautement problématique. Il y a d'abord la question de nomenclature : Rheinboldt évoque ici uniquement ce qui s'apparente à des capitaux en fuite vers la Suisse, ainsi que le démontrent les formes de placements énumérés, tandis qu'Allizé intègre dans son estimation le courant normal d'investissements allemands. L'Ambassadeur donne, en effet, dans la source une évaluation très supérieure, intégrant les placements effectués avant la guerre. Or, la valeur des capitaux allemands évadés en Suisse est restée jusqu'en 1914 minime. Mais là n'est pas la difficulté la plus importante à surmonter. Le problème le plus délicat à appréhender, c'est le taux de change. Les 35 milliards, une somme qui, une année plus tôt, aurait été extrêmement élevée, ne représentent en décembre 1921 plus qu'un milliard CHF, environ, à cause de la chute du mark pendant la seconde moitié de l'année. C'est en ce sens que les deux évaluations sont relativement proches. Comme Rheinboldt parle d'un montant « nettement plus haut » que ces 35 milliards, et qu'un tiers peut-être de l'estimation d'Allizé est relative à des investissements, on pourrait, très approximativement, avancer que la valeur des capitaux réfugiés en Suisse se situerait entre 1,5 et 2 milliards CHF.

Il est vrai qu'au même moment, les banquiers helvétiques n'ont de cesse de contester publiquement l'importance des capitaux allemands

¹⁵ AMAE, Suisse, 124, Rapport d'un agent, transmis par Pageot au Ministre de la Guerre, 22 décembre 1919.

¹⁶ AMAE, Allemagne, 511, « A.s. des capitaux allemands en Suisse, d'un bon informateur », 29 mars 1923.

réfugiés en Suisse. C'est évident. Devant les velléités des puissances alliées d'identifier, voire de saisir, les fortunes expatriées dans les pays neutres, le flou qui entoure la valeur des avoirs étrangers devient une des meilleures armes pour défendre le secret bancaire. Lorsque les hommes d'affaires ou les politiciens suisses admettent qu'une partie de la fortune allemande a été déplacée dans la Confédération, ils s'empressent le plus souvent d'ajouter que les montants sont faibles en comparaison des avoirs dissimulés en Grande-Bretagne ou aux Etats-Unis.¹⁷ Cette affirmation est hautement discutable : de nombreux indices confirment l'ampleur des sorties et des entrées de capitaux pendant l'inflation européenne et, en privé, les hauts représentants de la finance suisse ne cachent pas que l'argent vient en premier lieu d'Allemagne jusqu'au début des années 1920. Un fait doit être souligné, toutefois. Remarquablement, quand les banquiers suisses cherchent à contredire des statistiques jugées trop audacieuses, ils citent des estimations qui ne sont pas insignifiantes au sujet des capitaux allemands évadés. Ainsi, dans ce but, l'Association suisse des banquiers reproduit, dans son rapport annuel sur son exercice en 1923, publié au début de l'année suivante, une estimation de 500 millions CHF. L'organisation faïtière de la finance helvétique l'entoure certes de certaines réserves, en ajoutant que cette somme a pu diminuer en raison de l'hyperinflation.¹⁸ Il n'empêche que ce montant, dont on peut légitimement penser qu'il est très sous-évalué, n'est pas minime puisqu'il ne porte que sur les avoirs en comptes bancaires, excluant les autres formes de placements et de délocalisation des fortunes.

1,5-2 milliards CHF de capitaux allemands pendant l'hiver 1921-1922 ? Une telle somme a une signification au point de vue de l'économie helvétique. En utilisant l'indice du prix à la consommation, on pourrait établir la valeur qu'elle aurait aujourd'hui. Mais ceci a-t-il un sens quelconque puisque l'argent dont il est question n'est pas, ou très peu, utilisé pour des achats

¹⁷ Par exemple, Procès-verbal du Conseil fédéral, 15 janvier 1924, dans *Documents diplomatiques suisses*, 8, Berne, Benteli, 1988, p. 828-829. Sur la volonté des banquiers d'éviter de produire des statistiques précises à ce sujet, Archives de l'Association suisse des banquiers, Bâle, Procès-verbal de la 47^e séance du Conseil de l'Association suisse des banquiers, 20 avril 1923, p. 9-10.

¹⁸ XII. *Jahresbericht der Schweizerischen Bankiervereinigung über das Geschäftsjahr vom 1. April 1923 bis zum 31. März 1924*, Bâle, Frobenius, 1924, p. 74.

commerciaux en Suisse ? Il serait plus correct de le rapporter à un indice macroéconomique afin d'évaluer sa dimension en comparaison de la taille de l'économie helvétique à l'époque. Son maximum correspond environ à un cinquième du produit intérieur brut suisse. Est-ce correct cependant de comparer un stock de capital à un revenu ? Il serait plus judicieux d'employer comme point de comparaison la fortune nationale, la masse monétaire, ou les bilans des banques, même si les capitaux ne sont pas tous placés dans des établissements bancaires. Ce sont, par conséquent, ces indices qui doivent être utilisés pour pondérer l'importance de l'ensemble des avoirs en fuite en Suisse. La moyenne correspond à un quart environ de la masse monétaire et à quatre dixième de la valeur cumulée des bilans des grandes banques commerciales.¹⁹

Mais ce qu'il s'agit de déterminer surtout, c'est à quel point l'Allemagne a été dépossédée de sa fortune par cet exode des capitaux. Or, la réponse à cette question est périlleuse en raison de la dépréciation accélérée du mark. Il faudrait savoir très précisément quand la fortune allemande a été placée en Suisse, ainsi que dans quelle mesure elle a été convertie en francs. Un simple exemple suffit de le démontrer : si l'on admettait que, sur la somme de 35 milliards, un tiers environ était composé d'avoirs qui auraient été importés en Suisse à un rythme régulier entre 1919 et 1921 et qui n'auraient pas été convertis dans l'espoir d'une revalorisation de la devise allemande, la valeur en francs de ces 12 milliards aurait atteint au moment de leur arrivée le double des 35 milliards à la fin de l'année 1921, soit deux milliards CHF. Cette hypothèse est fort possible, puisque l'on sait que, pendant longtemps, maints capitalistes ont escompté une appréciation du mark, un pari qui a été momentanément récompensé par la stabilisation de la devise à partir de mars 1920. Mais il y a mieux. Si un seul milliard avaient été de l'argent expatrié pendant la durée du conflit et laissé par la suite en marks, ce montant aurait valu, en moyenne du taux de change entre 1914 et 1918, la totalité des 34 autres milliards en 1921. Plus simplement, il est possible que Rheinboldt ait collecté ses informations pour la réalisation de son rapport tout au long de l'année 1921. Dans ce cas, il serait plus juste de prendre en compte la valeur moyenne du taux de change au cours

¹⁹ Pour la masse monétaire et les bilans, voir *Séries chronologiques* [www.snb.ch].

de cette année pour effectuer la conversion des marks en francs suisses. Les 35 milliards vaudraient environ 2,5 milliards CHF.

On pourrait multiplier les exemples, et les problèmes d'estimation s'aggravent encore à partir de l'été 1922 et le déclenchement de l'hyperinflation. En clair, comme la dépréciation du mark est beaucoup plus rapide que l'accroissement de la masse monétaire, les sommes expatriées ont une valeur minime en devises fortes. Ceci n'enlève rien à ce que l'impact généré par le déplacement des fortunes à l'étranger sur l'économie allemande puisse être très prononcé. Sur la base de ces estimations, il paraît justifié, par conséquent, de retenir comme hypothèse une somme d'environ 3 milliards CHF concernant la somme cumulée des capitaux allemands en fuite au moment de leur arrivée en Suisse. Mais admettons qu'en raison de la dépréciation du mark, ils ne valent que 2 milliards CHF en décembre 1921. A la fin de la guerre, ce montant n'aurait correspondu qu'à un peu plus d'un dixième environ de la somme des billets de marks en circulation. Sans être négligeable, il ne semble pas que l'on puisse affirmer qu'un tel pourcentage puisse avoir une incidence déterminante sur le fonctionnement de l'économie allemande. Trois ans plus tard, il se monte désormais à plus des six dixièmes de la valeur de la base monétaire. Même si l'on prend l'évaluation la plus basse de 35 milliards, celle-ci correspondrait à 31% de la somme des billets en circulation à la fin de l'année 1921. Voilà qui est assez considérable. Comme les avoirs réfugiés en Suisse ne sont de loin pas tous formés par des billets de marks exportés et qu'ils sont également issus d'opérations de crédits, il serait peut-être plus juste de comparer ces sommes à l'ensemble des dépôts et des comptes courants des banques allemandes : les 2 milliards CHF atteignent également plus des six dixièmes de leur valeur dans les sept plus grands établissements berlinois.²⁰

Il ne fait aucun doute qu'une bonne part de la fortune allemande a quitté le pays au début des années 1920. De l'aveu du gouvernement allemand en été 1920 déjà, longtemps avant le déclenchement de l'hyperinflation, 20 milliards de marks sous forme de billets de banque se trouveraient à l'étranger, soit près de trois dixièmes de la valeur de la totalité des billets, une partie de cette somme résultant de

²⁰ P. Barrett Whale, *Joint Stock Banking in Germany. A Study of the German Creditbanks before and after the War*, Londres, MacMillan, 1930, p. 210 et 216.

la fuite des avoirs.²¹ Car le paradis fiscal suisse n'est évidemment pas la seule destination pour les capitaux fugitifs du Reich. Il est probable en réalité qu'en ce qui concerne spécifiquement l'Allemagne, les Pays-Bas aient accueilli une proportion plus grande encore des capitaux en fuite. A la différence de la Confédération, qui voit affluer des avoirs de nombreux pays et dont le monde bancaire s'émancipe de l'influence allemande après la guerre, Amsterdam devient un centre offshore orienté pour l'essentiel sur la clientèle du Reich, dont les activités sont en partie prises en charge par les banques allemandes.²² De nombreux établissements financiers, parmi lesquels la Deutsche Bank, fondent en effet des sociétés financières, des succursales ou des filiales aux Pays-Bas, dans le but de gérer les capitaux en fuite et de poursuivre des affaires qui sont entravées à cause des régulations en vigueur, comme les transactions de change. Le déplacement de la fortune est donc accompagné par une relocalisation des activités bancaires hors des frontières d'Allemagne.

Un mois avant la transmission du rapport de Rheinboldt, l'Auswärtiges Amt a ainsi relevé que les avoirs allemands qui ont fui aux Pays-Bas sont beaucoup plus volumineux que ce qui est prétendu habituellement : il les chiffre à une somme comprise entre 900 millions et 1,2 milliards de florins, soit entre 1,8 et 2,4 milliards CHF environ, selon une estimation qu'il juge très prudente.²³ Cette statistique est appuyée par d'autres estimations faites au même moment. Comme pour la Suisse, pendant l'hyperinflation, les évaluations émanant de banquiers ou de personnalités proches de la finance sont, il est vrai, plus basses. On doit toutefois insister sur ce qu'elles ne démentent pas l'importance de la fuite du capital allemand, bien au contraire. Des sommes sont citées, par exemple, en été 1922 par deux grands banquiers dans une correspondance avec Keynes : alors que Vissering estime la fortune évadée qui est uniquement placée dans les banques

²¹ Churchill Archives Centre, MCKN 7/9 1-2, Documents collected by the Second Committee of Experts, 20 février 1924, p. 117.

²² Johannes Houwink Ten Cate, « Amsterdam als Finanzplatz Deutschlands », dans Gerald Feldman et al. (Hrsg.), *Konsequenzen der Inflation*, Berlin, Colloquium Verlag, 1989, p. 149-179.

²³ Les billets de banque hollandais, détenus en Allemagne pour la spéculation monétaire ou pour le contournement des impôts, sont intégrés dans l'estimation. Ils sont évalués à 100 à 150 millions de florins. BArch, R 3101/19549, Lettre de l'Auswärtiges Amt, à Hirsch, Reichswirtschaftsministerium, 22 novembre 1921, avec en annexe un rapport sur les avoirs allemands aux Pays-Bas.

néerlandaises à 250 à 300 millions de florins, Ter Meulen évoque un montant de 750 à 800 millions.²⁴ Cette seconde évaluation est appuyée par l'expert financier Bruins, l'année suivante, qui formule une statistique allant de 500 à 800 millions.²⁵

Mais les capitaux allemands se cachent ailleurs, encore. Les grands industriels, tout le monde le sait, ont laissé dans les banques londoniennes le produit de leurs ventes.²⁶ Des dépôts bancaires ont été effectués dans les pays scandinaves et, si on croit les diplomates, ils sont considérables.²⁷ Quant à la place financière new-yorkaise, elle est à l'origine d'immenses placements spéculatifs en Allemagne, ce qui n'est probablement pas étranger à l'accueil de gros capitaux exportés depuis le Reich.²⁸ Il y a plus étonnant. L'Espagne semble être très fortement impliquée dans les affaires de recyclage de marks. Cela s'explique sans doute par la présence dans la Péninsule ibérique d'établissements appartenant aux grandes banques allemandes.²⁹

²⁴ Gerald Feldman, *The Great Disorder. Politics, Economics, and Society in the German Inflation, 1914-1924*, Oxford, Oxford University Press, 1993, p. 599 ; *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 18, *The End of Reparations*, Londres, MacMillan, 1978, p. 55.

²⁵ Jeroen Euwe, « It is therefore both in the German and in the Dutch Interest... ». *Dutch-German Relations after the Great War. Interwoven Economies and Political Détente, 1918-1931*, Thèse de doctorat, Erasmus Universiteit Rotterdam, 2012, p. 81.

²⁶ Robert Boyce, *The Great Interwar Crisis and the Collapse of Globalization*, Basingstoke, Palgrave MacMillan, 2009, p. 112.

²⁷ Des sommes importantes sont déposées par exemple dans les banques suédoises et les banques danoises. Suite à des discussions avec de grands banquiers, elles sont estimées par le Ministre français à Copenhague à 300 millions de couronnes en Suède et à 130 millions de couronnes au Danemark à la fin de l'année 1922, soit une somme cumulée de plus de 550 millions CHF. AMAE, Allemagne, 511, Lettre du Ministre français à Copenhague à Poincaré, 9 novembre 1922. Précédemment, la totalité des avoirs allemands en Suède a été évaluée à 700 millions de couronnes, c'est-à-dire à près d'un milliard CHF. Télégramme de Delavaud, Ministre français à Stockholm, au Ministère des Affaires étrangères, 22 juillet 1922.

²⁸ John Williams, « The Balance of International Payments of the United States for the Year 1921 : With an Estimate of the Unfunded Foreign Balance on Januar 1, 1922 », *The Review of Economics and Statistics*, 4/3, 1922, p. 208.

²⁹ Il est intéressant de noter qu'on trouve dans les archives des Affaires étrangères françaises une série de télégrammes, interceptés par le Quai d'Orsay, entre les banques suisses et les établissements espagnols, attestant l'ampleur de ces transactions. On peut les consulter dans le dossier AMAE, Suisse, 124, sources no 150 et ss.

Compte tenu de la diversité des pays de destination de la fortune évadée, il paraît difficile de considérer que plus de 40 à 50% de l'ensemble des capitaux en fuite depuis la guerre sont recensés en Suisse et aux Pays-Bas. Ce serait, par conséquent, une somme de quelque 7 milliards de marks-or, c'est-à-dire à sa parité d'avant-guerre, qui serait réfugiée à l'étranger à la fin de l'année 1921. Et les fuites de capitaux se poursuivent durant les deux années suivantes, même si leur valeur en or n'est probablement plus très élevée en raison de l'hyperinflation. En 1922 et 1923, les grandes banques allemandes ont quatre dixièmes de leurs actifs placés en comptes *nostro* auprès de correspondants, la majorité d'entre eux à l'étranger. En 1918, cette proportion n'atteignait pas un vingtième.³⁰

³⁰ Le pourcentage est précisément de 4,8% en 1918, 11,7% en 1921 et 42,1% en 1922. Whale, *Joint Stock Banking in Germany*, *op. cit.*, p. 221 et 227.

Flux et reflux de capitaux

Au-delà d'Holtfrerich

Mais la somme de 7 milliards ne prêterait-elle pas à sourire ? Les placements extérieurs de l'Allemagne ne dépassaient-ils, avant le conflit, les 20 milliards de marks ?³¹ Le portefeuille d'investissements ayant été largement diminué à la suite des saisies dans les pays ennemis et à cause des dépréciations monétaires, en Autriche surtout, les avoirs à l'étranger sont, sans doute, moins volumineux qu'avant la guerre. C'est sur cette confusion que joue le Comité McKenna pour minimiser l'ampleur de l'exode des capitaux et son rapport ne permet pas de distinguer précisément dans le calcul final la valeur de la fortune issue de l'évasion pendant l'inflation de celle résultant des placements effectués avant la guerre. En 1922, il ne reste peut-être que 5 milliards de marks-or des investissements extérieurs d'avant-guerre.³² La fortune étrangère de l'Allemagne serait, par conséquent, de quelque 12 milliards, une hypothèse qui est formulée au Ministère des Affaires étrangères français, et qu'Allizé juge sous-estimée.³³ Là n'est pas l'essentiel. Ce qui importe, c'est que les 7 milliards ont été expatriés à un moment où la fortune nationale diminuait comme une peau de chagrin à cause de la dépréciation monétaire et qu'en 1921, ils dépasseraient de loin la valeur de tous les dépôts dans les grands établissements bancaires allemands. Ces milliards, extraits d'Allemagne en une décennie au cours de laquelle la masse monétaire s'est fortement contractée en valeur-or, atteignent à peu près le cumul

³¹ Pour un résumé des estimations : Harold Moulton, Constantine McGuire, *Germany's Capacity to Pay. A Study of the Reparation Problem*, New York, McGraw Hill, 1923, p. 260.

³² Pour le montant de cinq milliards de marks-or, qui est très faible puisque le Comité McKenna évalue à 28 milliards de marks-or la valeur des avoirs allemands à l'étranger lors du déclenchement de la guerre, par exemple : Archives nationales (AN), Paris, AJ/5/280B, Rapport de Julius Hirsch, reproduit par le Comité des garanties de la Commission des Réparations, 9 mai 1924. Pour une autre estimation, qui n'est pas fondamentalement différente : Churchill Archives Centre, MCKN 7/9 1-2, Note by Mr. Robinson on Shrinking of German Foreign Assets during the War, 17 février 1924.

³³ AMAE, Allemagne, 511, Lettre d'Allizé à Poincaré, 2 octobre 1922.

de tous les placements allemands effectués à l'étranger pendant la Belle Epoque.

Et l'évaluation demeure prudente. Il suffirait que l'on admette que, non la moitié, mais le tiers ou le quart seulement des capitaux évadés aient trouvé refuge aux Pays-Bas et en Suisse pour qu'elle augmente de 50% ou qu'elle double. A vrai dire, sur la base des sources d'archives, il paraît difficilement concevable que la moitié de la totalité de la fortune en fuite ait été délocalisée dans ces deux pays. On pourra certes rétorquer que des statistiques beaucoup plus modestes ont été avancées à l'époque par d'éminents spécialistes, Keynes ou Havenstein, le président de la Reichsbank parmi d'autres. Quelle valeur accorder cependant à ces prises de position publiques par des opposants reconnus aux Réparations de guerre ? Deux précisions doivent être faites par rapport à ces estimations, qui sont souvent citées par les historiens. Premièrement, il faut souligner que la plupart d'entre elles datent de l'hyperinflation. Bien que le capital continue à fuir l'Allemagne, il n'est pas exclu qu'entre la seconde moitié de l'année 1922 et la fin de 1923, la fortune à l'étranger mesurée en marks-or diminue en raison des difficultés économiques extrêmes à l'intérieur du pays, atteignant désormais certains capitalistes qui ont profité précédemment de l'inflation. La deuxième précision tombe sous le sens. En face de ces dénégations de la fuite du capital, il existe quantité d'autres statistiques, bien plus ambitieuses que celle qui a été retenue. En été 1922, le Times produit une estimation allant de 800 à 900 millions £, ce qui correspondrait à 16 à 19 milliards de marks-or au cours d'avant-guerre, portant sur la somme des valeurs étrangères et des dépôts bancaires à l'étranger en possession des Allemands, tandis qu'en 1919, la Frankfurter Zeitung a publié un montant extraordinaire sur les capitaux en Suisse, de 35 milliards de marks, valant plus de 10 milliards CHF à l'époque.³⁴

Fondée sur le croisement de documents confidentiels, rédigés par des sources autorisées et dont les objectifs politiques sont antagonistes, la statistique présentée situe donc la fuite du capital à un niveau médian.

³⁴ Pour un résumé des estimations : Archives de la Banque nationale de Belgique (ABNB), Bruxelles, 0312/5, Rapport de la Délégation du Comité des Garanties, « L'évaluation de la fortune allemande », 19 janvier 1924. Le montant de la Frankfurter Zeitung est reproduit dans le rapport précité de décembre 1921 sur la fortune allemande en Suisse.

Il est au-dessus des affirmations publiques visant à nier le déplacement des fortunes, et en-deçà des annonces polémiques, qui, en l'état des connaissances, ne peuvent être admises. Il n'en reste pas moins que les 7 milliards de marks-or forment une somme extraordinaire pendant l'inflation. L'hémorragie des fortunes a fait perdre à l'Allemagne son capital, le sang de l'économie de marché. Sa circulation ne fonctionne que par la transfusion artificielle d'une masse monétaire, dont le gonflement est moins rapide que la dépréciation de la devise. Elle ne peut qu'escompter pour son relèvement un miracle, un apport de l'extérieur ou le rapatriement du capital en fuite. Ce sera le plan Dawes.

Il faut cependant préciser que, pendant l'inflation, l'économie de la fuite des capitaux ne se résume pas à l'expatriation de la fortune. On a fait grand cas des exportations d'argent depuis les pays étrangers vers le Reich après la guerre.³⁵ Le phénomène est frappant, en effet. Dans les grandes banques berlinoises, en 1919, 35% de la valeur des comptes bancaires sont détenus par des résidents à l'étranger, alors que cette proportion ne s'élevait qu'à 20% l'année précédente.³⁶ Le pourcentage reste stable jusqu'en 1921, avant de sensiblement décliner pendant l'hyperinflation. On notera, au passage, que c'est là une autre indication de l'intensité des mouvements financiers après la Première Guerre mondiale. Toutefois, les historiens ont commis l'erreur de voir dans le capital, qui, paradoxalement, se dirige vers l'Allemagne au début de l'inflation, un démenti à la thèse d'un déplacement massif de la fortune à l'étranger. Or, il n'en est rien. Aucune loi économique n'empêche d'une quelconque manière qu'un mouvement d'importation des capitaux puisse se produire simultanément à une évasion des fortunes.

On pourrait rétorquer qu'à un niveau macroéconomique, les deux phénomènes devraient se contrebalancer si bien que l'effet du déplacement serait neutralisé. Cette conclusion peut-elle être vraiment admise ? D'abord, ces sommes d'argent placées dans les

³⁵ Carl-Ludwig Holtfrerich, *The German Inflation 1914-1923. Causes and Effects in International Perspective*, Berlin, Walter de Gruyter, 1986, p. 279-296 ; Frank Graham, *Exchange, Prices, and Production in Hyper-Inflation : Germany, 1920-1923*, New York, Russel & Russel, 1930, p. 250 sq.

³⁶ Churchill Archives Centre, MCKN 7/9 1-2, Documents collected by the Second Committee of Experts, 20 février 1924, p. 134.

banques allemandes sont probablement très inférieures à la valeur des fortunes en fuite. Elles se montent à 57,8 milliards de marks à la fin de l'année 1921. Le chiffre d'affaires, ainsi que les gains et pertes que ces opérations de spéculation sur les changes génèrent sont certes beaucoup plus considérables, mais il n'en est pas autrement pour les avoirs expatriés. Ensuite, étant donné que les capitaux qui affluent de l'étranger vers l'Allemagne pendant l'inflation sont justement des placements à court terme, dont les détenteurs misent sur les fluctuations de la devise pour retirer des profits substantiels, ils ne font pas contrepoids à l'économie artificielle de l'inflation ; au contraire, ils la stimulent. Ils ne compensent pas l'évasion fiscale des Allemands puisqu'ils ne sont pas soumis à l'impôt sur le capital, ni à l'impôt progressif sur le revenu. Ils font peser une épée de Damoclès sur l'Allemagne parce qu'ils sont susceptibles de se retirer à tout moment. Et ils se retireront, précipitant l'économie allemande dans l'hyperinflation.

Surtout, le capital importé de l'étranger est, en réalité, du capital allemand. Dans quelle proportion ? On ne le sait pas. Ce que les archives démontrent en premier lieu, c'est que le Ministère des finances allemand est conscient du phénomène.³⁷ La justification de ce flux circulaire de capitaux est simple : elle est fiscale. Placer sa fortune au nom d'un non-résident, permet de le soustraire aux impôts allemands. L'administration du Reich a été dotée de pouvoirs de contrôle très étendus sur les comptes bancaires après la guerre. N'est-ce pas la méthode la plus indiquée pour échapper à l'inquisition fiscale, le spectre redouté de tous les capitalistes après la Grande

³⁷ Politisches Archiv de l'Auswärtiges Amt (PAA), Berlin, R 87989, Lettre du Ministre des finances, signée Schröder, à l'Auswärtiges Amt, 31 juillet 1920. Voir également à ce sujet Jean-Claude Debeir, « Comment [on Carl. L. Holtfrerich, « Domestic and Foreign Expectations and the Demand for Money during the German Inflation, 1920-1923 »] », dans Charles Kindleberger, Jean-Pierre Laffargue (éd.), *Financial Crises. Theory, History, and Policy*, Cambridge et Paris : Cambridge University Press et Éditions de la Maison des sciences de l'homme, 1982, p. 133. Comme le souligne Debeir, il est difficile de distinguer, dans les comptes bancaires, le capital allemand du capital étranger, puisque celui-ci peut venir, par exemple, des succursales des banques allemandes à l'étranger. Cette remarque est pertinente. Étrangement, à la Deutsche Bank, les seconds détenteurs étrangers de comptes bancaires sont, derrière les Américains, les Espagnols, ce qui s'explique sans doute par les affaires des établissements allemands dans la Péninsule ibérique.

Guerre, que de le placer au titre d'une banque étrangère ou d'un prête-nom ? Une telle opération ne nécessite pas un transfert réel de capitaux, on le sait trop bien. Il ne s'agit d'ailleurs que de l'une des nombreuses opérations comptables effectuées par l'entremise des établissements bancaires avec l'aide de financiers étrangers. Les banques allemandes sont certes débitrices de détenteurs qui légalement sont domiciliés hors du Reich, mais il ne faut pas oublier qu'elles sont également créditrices. Or, semble-t-il, ces prêts à court terme servent, pour l'essentiel, à des exportations dissimulées du capital allemand.³⁸ L'encaissement des coupons d'actions et d'obligations par un représentant étranger est également très avantageux au point de vue de la fiscalité. En effet, selon la législation sur l'évasion fiscale, les titres détenus par les Allemands doivent être obligatoirement déposés à partir de la fin de l'année 1919 auprès des établissements bancaires allemands, où ils sont soumis à une surveillance étroite, les banques étant astreintes à fournir automatiquement des relevés à l'administration fiscale. Le concours d'un agent étranger devient nécessaire pour éluder les contrôles à l'intérieur du pays.³⁹

L'intérêt des Allemands est donc évident, mais qu'en est-il des étrangers ? Les historiens qui estiment que plus d'un tiers des dépôts dans les banques allemandes entre 1919 et 1921 ont comme détenteurs des étrangers devront un jour expliquer précisément pourquoi autant de comptes ont été ouverts pendant l'inflation. La spéculation sur le change pouvant s'effectuer sur les places étrangères, ce serait, par conséquent, le résultat des seules opérations d'arbitrage. Il est vrai que, compte tenu de la volatilité des changes, l'écart entre le cours du mark peut varier fortement sur les différentes bourses. Mais, si on élargit le cadre d'analyse, comment expliquer alors qu'une situation identique s'est reproduite une décennie plus tard ? Au début de la

³⁸ Lors des travaux préparatoires à la rédaction du rapport du Comité McKenna, un des experts a suggéré que tous les comptes débiteurs appartenant à des résidents étrangers sont assimilables à des comptes allemands, ce qui est justifié par l'intérêt fiscal de ces opérations. Churchill Archives Centre, MCKN 7/9 1-2, Note by M. Alberti, 29 février 1924. L'existence de ces transactions est par ailleurs attestée par les diplomates allemands en poste en Suisse à la fin de la guerre. BArch, R 28331, Rapport de Plehn, Consul allemand à Zurich, transmis à l'Auswärtiges Amt, 8 février 1919.

³⁹ Sur ce « Depotzwang », et son contournement par l'utilisation des banques suisses, Farquet, *La défense*, *op. cit.*, p. 121-124.

Grande Dépression, la proportion des sommes en comptes étrangers dans les banques allemandes atteint à nouveau son niveau de 1920 et 1921.⁴⁰ Or, à ce moment, le mark fluctue peu, en revanche, l'hémorragie des fortunes a repris.⁴¹ Finalement, la chronologie valide l'hypothèse d'un flux circulaire de capital pendant l'inflation : le pourcentage des comptes bancaires détenus depuis l'étranger augmente l'année de la mise sur pied de la réforme Erzberger, qui accroît considérablement la charge des impôts directs et instaure le Reichsnotopfer, le prélèvement extraordinaire sur la fortune. On est donc en droit de se demander dans quelle mesure le retrait de ces avoirs bancaires étrangers, qui participe au déclenchement de l'hyperinflation, serait la conséquence d'un arrêt de la réexportation des fortunes allemandes évadées, c'est-à-dire le remplacement de la fuite devant l'impôt par la fuite devant la monnaie. En été 1922, alors qu'un contrôle des changes à l'intérieur du Reich est en cours d'introduction, le Steuerflucht se transforme en Kapitalflucht.

Car, plus généralement, toute l'économie de la fuite des capitaux repose sur des recyclages d'argents, fictifs ou réels, entre les centres offshore et les pays inflationnistes. Les holdings et les sociétés de domicile que commencent à établir les industriels allemands en Suisse et aux Pays-Bas après la guerre servent à des opérations de crédits de toutes sortes, au camouflage des bénéfices et du capital, à des transactions sur devises. Une activité financière, aussi formidable qu'artificielle, se déploie par l'entremise de ces sociétés. Les documents d'archives soulignent maintes fois à quel point le commerce devient une des sources principales de la fuite du capital après la guerre. Les Pays-Bas absorbant un cinquième environ de la valeur des exportations allemandes, les opportunités sont innombrables pour faire coïncider l'expédition des marchandises et la délocalisation de l'argent.⁴² Quant aux multinationales, les manipulations de prix de transfert entre les maisons-mères et leurs filiales sont, sans doute, des méthodes privilégiées pour expédier les revenus à l'étranger, mais des procédés plus astucieux sont également

⁴⁰ Karl Born, *Die deutsche Bankenkrise 1931. Finanzen und Politik*, Munich, Piper, 1967, p. 20.

⁴¹ Harold James, *The German Slump, Politics and Economics 1924-1936*, Oxford, Clarendon Press, 1986, p. 298-301.

⁴² BArch, R 3101/19550, Lettre du Consulat général à Amsterdam à l'Auswärtiges Amt, 5 juillet 1923.

employés.⁴³ Les barons de l'industrie, comme Stinnes, ont constitué, pour ce faire, tout un réseau d'établissements dans les paradis fiscaux, connecté à leur empire commercial aux ramifications mondiales.⁴⁴ Les relations entre ces sociétés et l'économie allemande ne sont pas unilatérales, les holdings ne se contentant pas de recueillir les capitaux en fuite. En raison des enchevêtrements d'intérêt, certaines d'entre elles détiennent, au point de vue comptable du moins, des placements importants en Allemagne. Il ne faudrait pas se méprendre sur le nombre assez restreint de holdings qui sont enregistrées par la statistique officielle de la Confédération. A la fin de l'année 1923, il y en a tout de même 243, et presque la totalité d'entre elles ont été créées après 1914. Mais d'autres structures juridiques, comme les fondations, sont employées bien plus intensivement par les Allemands pour la fuite du capital.⁴⁵ Le Consulat de Zurich produit, par ailleurs, en 1922 une liste de trente-quatre pages sur les sociétés suisses installées dans la seule région zurichoise, à l'intérieur desquelles les capitalistes allemands ont des intérêts.⁴⁶

Les statistiques bancaires des pays de destination des capitaux laissent-elles transparaître l'intensité des flux et reflux de capitaux allemands ? On se confronte ici à plusieurs difficultés, exemplifiées par l'examen des données des banques helvétiques. La première tient à ce qu'en dépit de la multiplication des affaires générées par les

⁴³ Une circulaire de l'administration allemande datée du 10 avril 1922, destinée aux contrôleurs, recense onze méthodes utilisées pour le transfert des capitaux par les sociétés. Elle a été transmise, en 1923, à la Commission des Réparations : AN, AJ/6/807, Lettre du Ministère des finances du Reich à la Délégation à Berlin du Comité des garanties, 22 août 1923, avec en annexe le document « Transferts de capitaux à l'étranger ». Pour une présentation exhaustive des procédés qui seraient employés par les industriels allemands : Léo Wulfsohn, Gabriel Wernlé, *L'évasion des capitaux allemands*, Paris, Société anonyme d'éditions, 1923.

⁴⁴ Pour un exposé précis, effectué pendant les travaux du Comité McKenna : ABNB, 0312/5, Lettre de la Mission financière de la Ruhr à Laurent-Atthalin, 2 février 1924, avec en annexe une réponse à un questionnaire du comité, ainsi que le rapport très détaillé transmis par l'Ambassadeur français à Berne au début de l'année 1923, annexé à AMAE, Allemagne, 511, Lettre d'Allizé à Poincaré, 5 février 1923. Voir également sur Stinnes, Richard Lewinsohn, *Histoire de l'inflation. Le déplacement de la richesse en Europe*, Paris, Payot, 1926, p. 78-145.

⁴⁵ *Annuaire statistique de la Suisse*, 1923, p. 59 et 65. Le nombre de fondations augmente de 64 à 1054 entre 1914 et la fin de l'année 1923.

⁴⁶ PAA, R 88478, Lettre de Rheinboldt à la Légation allemande à Berne, 20 février 1922.

capitaux en fuite, les activités de la place financière suisse sont également atteintes assez profondément par le conflit, les troubles politiques et la crise des changes européens. Dans l'ensemble, il ne fait aucun doute qu'au bénéfice d'une monnaie stable, d'une fiscalité basse et d'un secret bancaire scrupuleusement respecté par les autorités, les banques suisses ont profité de l'absence de participation de la Confédération à la guerre.⁴⁷ A contre-courant de la tendance en Europe, les conditions libérales de la Belle Epoque sont presque intégralement préservées sur le marché financier helvétique après 1918, ce qui augmente très fortement son attractivité internationale. Toutefois, la plupart des dividendes de la neutralité sont encaissés plus tardivement, la seconde moitié des années 1920 correspondant au premier âge d'or de la place financière suisse. Cette évolution rappelle que les centres offshore pour prospérer ont autant besoin de l'existence d'incitations à l'étranger à l'évasion des capitaux que d'un environnement financier suffisamment libéralisé afin de pouvoir mener leurs opérations internationales.⁴⁸

Etant donné que la Suisse fonctionne comme une zone de transit pour les capitaux étrangers, la dépréciation des devises, les cessations de paiement, voire les étatisations diminuent considérablement les placements extérieurs. Selon les statistiques de la Société des Nations, la réduction de la somme des investissements étrangers de la Confédération en raison des seules pertes de change entre 1914 et 1923 pourrait se monter jusqu'à 3 milliards CHF, soit un quart environ de la totalité de leur valeur avant la guerre.⁴⁹ Ainsi, en même temps que les capitaux étrangers affluent en direction de la Suisse et qu'une partie d'entre eux est réexportée sur les marchés extérieurs, certains placements bancaires internationaux sont substantiellement diminués. Les deux phénomènes ont tendance à se compenser. Dans quelle mesure ? On ne le sait pas. Mais d'autres difficultés surviennent. Elles résultent de ce que les bilans bancaires ne laissent

⁴⁷ Malik Mazbouri, Marc Perrenoud, « Banques suisses et guerres mondiales », dans Valentin Groebner, Sébastien Guex, Jakob Tanner (éd.), *Economie de guerre et guerres économiques*, Zurich, Chronos, 2008, p. 233-253.

⁴⁸ Christophe Farquet, *Histoire du paradis fiscal suisse. Expansion et relations internationales du centre offshore suisse au XXe siècle*, Paris, Presses de Sciences Po, 2018.

⁴⁹ League of Nations, *Memorandum on Balance of Payments and Foreign Trade Balances 1911-1925*, vol. 1, 1926, p. 101.

pas entrevoir, ne serait-ce que très superficiellement, les importations de capitaux après la guerre. On ne dispose pas pour la période d'une statistique, comme en Allemagne, qui distinguerait dans les comptes bancaires les avoirs suisses de ceux étrangers. Mieux encore, l'administration de titres pour le compte de tiers, la principale activité de gestion de fortune des banques suisses, est simplement invisible. Elle ne figure pas à leur bilan, et les banques ne publient pas de statistiques à ce sujet.

Les bilans des huit grandes banques commerciales suisses, dont les affaires sont les plus internationalisées, croissent rapidement entre 1914 et 1923. Leur valeur cumulée n'est pas loin de doubler : elle évolue de 2,37 milliards à 4,26 milliards CHF. Toutefois, cette croissance suit une ligne qui est assez semblable à celle de l'indice des prix à la consommation et de l'indice M3 de la masse monétaire. En 1923, la valeur cumulée des bilans des grandes banques, par rapport à celle de 1914, a crû de 80%, mais les prix ont eux-mêmes augmenté de 64% et la masse monétaire de 86%.⁵⁰ Tout ceci n'exprime que peu de choses sur les affaires de la clientèle étrangère : bien que les bilans en termes réels stagnent, comme les monnaies des grands pays européens se déprécient par rapport au franc suisse à un rythme plus rapide que l'augmentation des prix et de la masse monétaire à l'intérieur de la Confédération, la valeur du capital étranger placé dans les comptes bancaires a pu augmenter significativement en rapport du pouvoir d'achat dans les pays d'origine. Qu'en est-il des titres gérés par les banques ? Des chercheurs de la Commission Bergier, mandatée à la fin des années 1990 par le gouvernement confédéral pour faire la lumière sur les relations économiques entre la Suisse et l'Allemagne nazie, ont eu accès aux archives privées de quelques banques.⁵¹ Sur cette base, des extrapolations ont pu être effectuées sur la valeur totale des titres sous gestion en Suisse.

Le constat, qui frappe immédiatement devant ces statistiques, c'est l'importance de ces affaires hors-bilan pour la place financière suisse. A la veille de la guerre, la somme des titres gérés est presque

⁵⁰ Toutes ces statistiques viennent de la Banque nationale suisse, *Séries chronologiques* [www.snb.ch].

⁵¹ Marc Perrenoud et al., *La place financière et les banques suisses à l'époque du national-socialisme. Les relations des grandes banques avec l'Allemagne (1931-1946)*, Lausanne, Payot et Zurich, Chronos, 2002.

équivalente à celle du cumul des bilans de tous les établissements bancaires, alors que dans les grandes banques commerciales, la première est plus du double de la seconde. A priori, cependant, ces affaires stagnent pendant et après la guerre : même si la valeur des titres atteindrait en 1922 la somme extraordinaire de 12,1 milliards CHF, contre 7,8 en 1913, leur croissance n'est pas plus rapide que celle des bilans. Il en est de même dans les grandes banques où la valeur des titres est estimée à 8,8 milliards en 1922.⁵² Pour observer l'intensité de la gestion de fortune en Suisse après la guerre, il faut tenir compte cependant de plusieurs facteurs : le fléchissement très prononcé de l'indice boursier des actions helvétiques, la diminution de la valeur en francs suisses des titres étrangers, entre autres à cause de la dévalorisation des monnaies, et le fait que l'économie suisse connaisse une croissance nulle durant la décennie considérée. Compte tenu de tout ceci, il paraît prudent de faire l'hypothèse que le portefeuille *onshore* de titres appartenant à des Suisses se soit au mieux maintenu à sa valeur d'avant-guerre en 1922, l'accroissement de 4,3 milliards étant imputable à des afflux de capitaux.⁵³ Cette statistique est donc

⁵² Malik Mazbouri, Sébastien Guex, Rodrigo Lopez, « Finanzplatz Schweiz », dans Patrick Halbeisen, Margrit Müller, Béatrice Veyrassat (éd.), *Wirtschaftsgeschichte der Schweiz im 20. Jahrhundert*, Bâle, Schwabe, 2012, p. 477.

⁵³ Pour l'indice des bourses suisses : *Annuaire statistique de la Suisse, 1918*, p. 125 et 1922, p. 164. A la fin de l'année 1922, l'indice du cours des actions se situe à 48,2 (100=décembre 1913). Quant à la valeur du portefeuille d'investissements suisses à l'étranger, il est possible qu'il ait diminué de près de moitié au cours de cette période. Précisons qu'avant la guerre, il n'y avait que très peu d'intérêt économique à la gestion de fortune en Suisse pour les non-résidents si bien que les titres administrés pour le compte d'étrangers devaient atteindre 1,5 milliard au maximum. Le tableau final paraît faire sens : l'afflux de capitaux étrangers vers la Confédération accroît la valeur des titres d'environ 4,3 milliards depuis le début de la guerre, le total atteignant près de 6 milliards, soit la moitié de la somme des titres sous gestion, ce qui correspond au pourcentage généralement admis pour les périodes ultérieures au sujet du paradis fiscal suisse. Evidemment, toute la question est de savoir dans quelle mesure ces titres sont détenus par des Allemands. Très hypothétiquement, on pourrait avancer la proportion d'un tiers, ce qui signifierait qu'à eux seuls, ils représenteraient une somme de 2 milliards CHF. Il faut ajouter que ces estimations sur le total des titres détenus par des étrangers sont assez proches, sur ce point – et sur ce point uniquement, j'insiste – de celles fournies par le jeune talent de la science économique française, Gabriel Zucman, en dépit de ce que cet élève de Thomas Piketty a fondé sa carrière académique sur une entreprise de sous-estimation systématique du poids de la finance *offshore* dans l'économie mondiale.

une très bonne indication d'un afflux volumineux de capital, soit par l'achat d'actions et d'obligations auprès des banques helvétiques, qui en ont assuré par la suite l'administration, soit simplement, par le dépôt en Suisse de titres possédés par des étrangers. Pour bien se rendre compte de ce que signifie ce montant de 12,1 milliards CHF, on peut relever qu'il vaut, à peu près, la totalité des sommes d'argent déposées dans les banques françaises.⁵⁴

Une seconde statistique suisse peut être citée à l'appui de la thèse d'un mouvement de fortunes étrangères de très grande envergure. Au début de l'année 1920, le Ministre des finances Musy se risque, lors de débats parlementaires, à une évaluation de la valeur des dépôts bancaires étrangers en Suisse. Son estimation est très élevée, puisqu'il la chiffre à plus de 10 milliards CHF.⁵⁵ Etant donné qu'avant la guerre, cette somme ne devait pas dépasser 2 milliards, ce serait donc un minimum de 8 milliards CHF qui se seraient réfugiés dans les banques helvétiques. Quel crédit accorder à une telle statistique ? Elle est énoncée par un ministre très conservateur et proche des milieux d'affaires. Au cours des discussions parlementaires, elle se situe d'ailleurs dans la moyenne inférieure des montants énoncés. Il est étonnant – c'est vrai – qu'elle ne concerne que les dépôts bancaires, et non toutes les formes de fuites. Quoi qu'il en soit, si on la prend comme une indication de la totalité des capitaux réfugiés en Suisse au début des années 1920, cette statistique serait assez cohérente avec une somme de 3 milliards CHF pour les avoirs allemands évadés en Suisse, ainsi qu'avec les estimations sur la valeur des dépôts de titres. On l'a dit, c'est la fortune de tous les pays limitrophes à la Confédération qui se déplace vers le paradis fiscal à partir du déclenchement de la guerre.

Au début de l'année 1920, une troisième statistique suisse laisse songeur. Les intérêts suisses en Allemagne atteindraient 4 à 6 milliards CHF, selon une information issue du monde bancaire et reprise par les Affaires étrangères.⁵⁶ Il s'agit de montants si élevés

⁵⁴ La somme des dépôts bancaires se monte en France à 30,4 milliards de francs français en 1922, soit environ 13 milliards CHF. Hubert Bonin, *Les banques françaises de l'entre-deux-guerres (1919-1935)*, vol. 1, Paris, Plage, 2000, p. 524.

⁵⁵ PV du Conseil national, 3 février 1920, dans *Bulletin officiel de l'Assemblée fédérale*, 1, 1920, p. 34.

⁵⁶ Archives fédérales (AF), Berne, E 2001 B, 1000/1502, vol. 51, Rapport du Département politique fédéral, 5 mars 1920.

qu'il faut avouer qu'on a du mal à les admettre : la totalité des investissements étrangers en Allemagne avant la guerre était probablement inférieure à eux. L'importance des placements effectués depuis la Suisse après 1914 est pourtant documentée par d'autres évaluations faites au même moment. Selon des estimations concordantes de l'administration du Reich et des banquiers helvétiques, la valeur des hypothèques allemandes détenues par les banques suisses atteint, à elle seule, plus de 200 millions CHF, tandis que les billets de banque allemands sont évalués à 3 milliards de marks. Cette seconde somme, au cours du change du début de l'année 1920, doit être divisée par dix pour la convertir en francs, mais si l'on admettait qu'elle avait été importée au cours de l'année précédente, elle aurait valu, au moment de son arrivée, un milliard CHF.⁵⁷ Quant au portefeuille d'actions et d'obligations, il se monte peut-être à lui seul à un milliard CHF. Mais ces capitaux ne représentent de loin pas la totalité des intérêts en Allemagne. Il faudrait ajouter la fortune et les placements des sociétés financières et des holdings, ceux des entreprises et des particuliers, ainsi que les autres formes d'investissements bancaires, à court terme surtout. A ce sujet, le bilan de la Société de banque suisse apporte une preuve supplémentaire de l'intensité des transactions financières internationales après la guerre : les avoirs auprès des correspondants de la banque connaissent une croissance exponentielle entre 1914 et 1920, leur montant inscrit au bilan passant de 28,9 millions à 182,6 millions CHF.⁵⁸

⁵⁷ Les hypothèques font l'objet d'un recensement précis par l'Association suisse des banquiers, même si elle admet que l'inventaire est incomplet. La majorité des hypothèques a des clauses de garantie de changes : AF, E 2001 B, 1000/1509, vol. 2, Lettre du Comité de défense Allemagne de l'Association suisse des banquiers à la Division des Affaires étrangères, 8 mars 1920. L'estimation de 3 milliards de marks sous forme de billets de banque est, quant à elle, avancée plusieurs fois pendant la première moitié de l'année 1920. La Banque nationale suisse la cite, par exemple. Archives de la Banque nationale suisse, Zurich, Procès-verbal du Directoire de la BNS, 264, 18 mars 1920.

⁵⁸ *Rapport et bilan de la Société de banque suisse, 1914*, p. 34 et *1920*, p. 17. On notera au passage que, si les historiens de l'économie ont tendance à insister sur le déclin du volume des mouvements de capitaux internationaux après la guerre, sur la base des statistiques des investissements, cette intensité a été parfaitement identifiée pour la période de l'entre-deux-guerres par des non-spécialistes. Pour la Suisse, voir par exemple Tanner, *Geschichte der Schweiz im 20. Jahrhundert*, p. 194.

On peut se faire une idée de l'importance de ces autres investissements grâce à un inventaire effectué par l'administration du Reich à la fin de l'hyperinflation : alors que les banques étrangères se sont désengagées depuis longtemps du marché allemand, elle recense des créances d'une valeur de 914 millions CHF.⁵⁹ C'est la répartition entre les catégories de placements qui est surtout intéressante. Les hypothèques pourvues d'une clause-or ou d'une clause-franc valent encore 155 millions CHF, tandis que les placements en portefeuille sans garantie de change ne se montent qu'à 80 millions en raison de la dépréciation monétaire. Toute la somme restante est composée d'autres investissements, de participations, de prêts. Par conséquent, il paraît tout à fait possible de retenir au moins l'estimation inférieure, de 4 milliards CHF. Cela correspond à 3,25 milliards de marks-or à la parité d'avant-guerre, la somme à retenir étant légèrement inférieure en raison de l'affaiblissement temporaire du franc suisse en 1920 par rapport à la monnaie de référence, le dollar.⁶⁰ Si l'on admet un minimum de 2,9 milliards de marks-or, cela reste une somme si impressionnante qu'il ne fait aucun doute qu'elle n'est pas constituée uniquement d'épargne suisse, mais qu'elle est composée aussi d'argent allemand. Pour la période suivante, le phénomène est mieux documenté. Après l'adoption du Plan Dawes, trois dixièmes des immenses investissements effectués depuis l'étranger en Allemagne viennent des Pays-Bas et de la Suisse. Mais, en fait, la moitié des placements effectués depuis ces centres offshore sont probablement

⁵⁹ BArch, R 3101/20059, Auswärtiges Amt, « Die schweizerische Anlagen an deutschen Werten oder die Verschuldung Deutschlands an die Schweiz », 16 février 1924.

⁶⁰ En mars 1920, le cours de CHF a diminué, par rapport au dollar, de 12% en comparaison de son cours d'avant-guerre. Mais on ne sait pas quand cette statistique a été produite par les banquiers. De toute façon, toutes ces conversions sont très problématiques à cause de la très forte volatilité des changes. On retiendra qu'avant que le CHF ne soit définitivement stabilisé à sa parité d'avant-guerre, durant la seconde moitié de l'année 1924, son cours par rapport à celui du dollar a augmenté, en moyenne annuelle, au maximum de 18%, en 1918, et s'est abaissé au maximum de 13%, en 1920, en comparaison du cours d'avant-guerre. En décembre 1921, au moment où Rheinboldt rédige le rapport précité sur la fuite du capital allemand, le cours du CHF est exactement à sa parité d'avant-guerre en comparaison du dollar.

d'origine allemande.⁶¹ Alors, que penser maintenant des 1,7 milliards de marks-or, censés appartenir à des résidents étrangers dans les banques allemandes, cet argument-massue qui devrait infirmer l'hypothèse outrancière, selon laquelle le capital aurait pu fuir hors des frontières pendant que la Bavière était en passe de devenir une République des Soviets ? N'ont-ils pas pâle figure ?

⁶¹ Stephen Schuker, « American « Reparations » to Germany, 1919-33 : Implications for the Third-World Debt Crisis », *Princeton Studies in International Finance*, 61, 1988, p. 117.

Achats de devises et balance des paiements

De la rondeur du cercle

A partir de 1914, un déplacement massif des capitaux allemands a donc été engagé. La délocalisation des fortunes a atteint des dimensions dramatiques pendant l'inflation d'après-guerre. Une partie d'entre elles a été replacée dans un premier temps en Allemagne, avant que le circuit ne se referme pendant l'hyperinflation. Le recyclage de capitaux par les paradis fiscaux a recouvert, par ailleurs, toutes sortes d'opérations financières, qui n'ont nécessité ni des investissements réels à l'étranger, ni un transfert physique des avoirs hors des frontières. Par conséquent, les estimations sur le stock de la fortune évadée à l'étranger ne rendent pas compte de la totalité du phénomène de la fuite des capitaux. Il faudrait observer avec tout autant d'attention l'accroissement de l'intensité des flux financiers entre les centres bancaires et l'Allemagne. En l'état des connaissances, il est bien difficile ici de fournir une quantification convaincante. Les recherches devraient se pencher très attentivement sur les opérations entreprises quotidiennement par les banques hollandaises et suisses pour pouvoir se prononcer. Les statistiques bancaires suisses démontrent qu'au début des années 1920, le chiffre d'affaires des grandes banques commerciales helvétiques s'accroît beaucoup plus rapidement que les bilans. Selon le Crédit Suisse, il aurait gonflé de 100 milliards CHF en une année, entre 1919 et 1920, pour atteindre 286 milliards, pendant que les 4,66 milliards de leurs bilans cumulés n'ont augmenté que de 200 millions.⁶² Une telle croissance est, sans doute, la conséquence de l'augmentation du volume des transactions financières internationales.

Une ultime objection doit être écartée. La fuite des fortunes est une désertion devant l'impôt, la monnaie, ou l'économie nationale. Souvent, elle est les trois à la fois. Mais, dans quelle mesure l'achat de devises à l'intérieur du territoire allemand, autorisé jusqu'au déclenchement de l'hyperinflation, peut-elle être assimilée à l'évasion du capital ? Ses effets sont assez semblables : elle contribue à la

⁶² *Bulletin financier du Crédit suisse*, 4, 30 avril 1921. Notons que les prix en Suisse sont stables entre 1919 et 1920.

dépréciation du mark, et il ne fait guère de doute qu'une quantité appréciable des sommes thésaurisées de devises échappe au contrôle fiscal. Il ne faut pas oublier, par ailleurs, que la dévalorisation monétaire, accélérée par la spéculation, fournit d'elle-même une des meilleures opportunités aux détenteurs de capitaux pour amoindrir la valeur réelle des charges fiscales : il leur suffit de différer le plus longtemps possible le règlement de l'impôt.⁶³ Il est vrai cependant que, pendant l'hyperinflation, les billets de banque étrangers ont contribué au fonctionnement de l'économie allemande. Ils ont remplacé, pour des raisons pratiques, le mark comme moyen de paiement. Ils se distinguent en cela des capitaux délocalisés. Quoiqu'il en soit, il n'y a guère besoin de répondre définitivement à cette question, qui souligne une nouvelle fois le problème de taxinomie auquel on est confronté dans l'étude de l'évasion des capitaux. Retenons simplement qu'une partie de la fuite devant le mark s'est produite à l'intérieur des frontières du Reich.

Ce n'est là, en aucune façon, une contradiction par rapport à l'argumentation présentée jusqu'ici. Car, à bien regarder les observations concernant les achats de devises étrangères en Allemagne, elles ont tendance en réalité à confirmer l'importance de l'exode des fortunes. Les experts qui se sont penchés sur la question estiment que l'acquisition de devises a principalement trois origines : les ventes de billets de marks à l'étranger, les comptes ouverts par des résidents étrangers dans les banques allemandes, les achats de l'étranger de propriétés mobilières ou immobilières allemandes. Le Comité McKenna a surtout insisté sur l'importance des comptes créditeurs qui, à eux seuls, auraient permis l'accumulation de 7 à 8 milliards de marks-or de devises par les Allemands après la guerre. On peut souligner l'aspect critiquable de cette appréciation, qui n'est pas fondée sur un examen rigoureux. Ceci n'enlève rien au fait que la totalité des marks cédés à l'étranger s'élève probablement à une somme formidable. Alors qu'elle a surévalué les montants de devises

⁶³ Les salariés ne peuvent pas profiter similairement de l'inflation, puisque l'impôt sur leurs revenus est prélevé à la source. Pour la très forte incidence de l'inflation sur la répartition des charges fiscales, Peter-Christian Witt, « Tax Policies, Tax Assessment and Inflation : Towards a Sociology of Public Finances in the German Inflation, 1914-23 », dans Nathan Schmukler, Edward Markus (éd.), *Inflation through the Ages : Economic, Social, Psychological and Historical Aspects*, New York, Brooklyn College Press, 1983, p. 450-472.

obtenues par l'ouverture de comptes bancaires, la deuxième commission d'experts a très largement ignoré les autres formes d'acquisition de devises⁶⁴ et ce, bien que, dans les études préparatoires, les achats de marks-papiers par des étrangers après la guerre ont été évalués à eux seuls sur la base des statistiques de la Reichsbank à une somme minimale de 3,4 milliards de marks-or environ, mais s'approchant probablement plus de 4 milliards.⁶⁵ Keynes, qui a tendance à sous-estimer toutes les transactions financières internationales opérées pendant l'inflation allemande, retient lui-même en 1922 une évaluation maximale de 8 milliards de marks-or pour l'ensemble de ces opérations.⁶⁶ D'autres études ont évoqué un montant total de 15 milliards, et les historiens ont penché résolument en faveur des estimations les plus élevées.⁶⁷ Toutefois, à

⁶⁴ *Rapport du Second Comité d'experts*, Paris, 9 avril 1924, p. 13-14. Les ventes à des étrangers de biens mobiliers et immobiliers après la guerre sont chiffrées seulement à 1,5 milliard de marks-or.

⁶⁵ AN, AJ 6/807, Rapport de la Délégation du Comité des garanties à Berlin, « L'évaluation de la fortune allemande à l'étranger », signé Pilotti, 19 janvier 1924. Selon von Glasenapp, le vice-directeur de la Reichsbank, 60 milliards de marks-papiers environ auraient été acquis par des étrangers entre 1914 et 1923, soit par l'entremise de l'ouverture de comptes bancaires après le conflit (35 milliards), soit par l'achat de billets de banque entre 1914 et 1921 (25 milliards, voire 30 milliards). Concernant ces derniers, 18 milliards auraient été achetés entre 1919 et 1921. Comme le rapport estime à 10 milliards de marks-or la valeur de toutes les transactions après le conflit (53 milliards), par déduction, ces billets de banque achetés après la guerre doivent valoir environ 3,4 milliards de marks-or, selon le cours du change au moment de l'acquisition. Le montant serait cependant bien plus élevé, si l'on prenait la somme de 30 milliards, et non celle de 25 milliards comme référence. Il atteindrait plus de 4,3 milliards de marks-or, et il faudrait ajouter les montants issus des transactions effectuées en 1922 et 1923. Il n'est donc pas très audacieux de prendre en considération une statistique de 4 milliards de marks-or. Par ailleurs, von Glasenapp indique un montant de 35 milliards de marks-papiers concernant les ventes à l'étranger de valeurs allemandes depuis 1919. Si l'on utilise le même cours de change, il vaudrait 6,6 milliards de marks-or. Tout en considérant la somme de 35 milliards comme trop faible, le rapport semble pencher pour la prise en compte d'un taux de conversion en marks-or, qui diminuerait le résultat, sans fournir une évaluation.

⁶⁶ *The Collected Writings*, *op. cit.*, p. 53.

⁶⁷ Carl-Ludwig Holtfrerich, « Internationale Verteilungs-Folgen der deutschen Inflation 1918-1923 », *Kyklos*, 30/2, 1977, p. 271-292 ; Schuker, « American « Reparations » », *art. cit.*, p. 112 ; Niall Ferguson, *Paper and Iron. Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897-1927*, Cambridge, Cambridge University Press, 1995, p. 243 ; Feldman, *The Great Disorder*, *op. cit.*, 1993, p. 598.

la fin de l'hyperinflation, la somme de toutes les devises étrangères à l'intérieur du territoire allemand serait, de l'avis unanime, très réduite ; elle n'atteindrait plus qu'1 à 2 milliards de marks-or, selon diverses statistiques.⁶⁸

Une question vient tout naturellement. Où est donc passé le reste des devises ? Ont-elles été entièrement absorbées par les achats commerciaux à l'étranger ? Pour répondre rigoureusement, on devrait alors entrer dans un examen minutieux des statistiques commerciales du Reich, dont l'établissement a suscité à l'époque des débats byzantins. Comme les annuités des Réparations dépendent, dans une certaine mesure, de la vigueur du commerce allemand, les dirigeants du Reich ont eu tout intérêt à surévaluer les déficits commerciaux. Et ils n'ont pas hésité à le faire, semble-t-il : la documentation précise, rassemblée par la Commission des Réparations, apporte des preuves convaincantes à ce sujet. Aussi, le cumul des déficits enregistrés par la balance commerciale entre 1919 et 1923 varie-t-il fortement, selon les diverses estimations. Les résultats vont de 4,5 à 11,1 milliards de marks-or. Bien que le second montant soit issu des statistiques officielles, il est remarquable de constater que le gouvernement allemand admette devant le Comité McKenna que les déficits commerciaux ont été effectivement surestimés. Les inexactitudes concernent en particulier l'année 1919, lors de laquelle la balance présente un solde négatif extraordinaire de 4,8 milliards. La somme totale entre 1919 et 1923 devrait se situer, selon lui, seulement à 8,9 milliards, un montant qui reste contesté par les experts.⁶⁹ Pour obtenir les principales dépenses de devises de l'Allemagne après la guerre, il faudrait ajouter également à ces déficits les transferts financiers causés par les Réparations. Ces paiements sont assez restreints jusqu'en 1924, la majorité d'entre eux ayant été effectués par des règlements en nature. Mais on doit considérer symétriquement d'autres transactions, qui rééquilibrent la balance

⁶⁸ AN AJ 6/807, Rapport cité de la Délégation du Comité des garanties, 19 janvier 1924. Le Comité McKenna retient un montant de 1,2 milliard de marks-or. Voir à ce sujet AN, AJ/5/280B, « Le montant des billets de banque étrangers en Allemagne », Rapport de Pilotti du 9 mai 1924.

⁶⁹ Churchill Archives Centre, MCKN 7/9 1-2, Documents collected by the Second Committee of Experts, 20 février 1924, p. 28 sq.

des paiements, comme la réalisation de biens possédés hors d'Allemagne et l'or cédé à l'étranger.

Procédons à un rapide calcul. Admettons, d'un côté, que le déficit commercial cumulé serait de l'ordre de 7,3 milliards de marks-or, soit le montant maximal retenu par le Comité McKenna. Il s'agit d'une statistique médiane en comparaison des diverses estimations.⁷⁰ En ajoutant les 2,2 milliards payés en tant que Réparations, on obtiendrait une somme de 9,5 milliards pour les devises cédées. Acceptons, de l'autre côté, une évaluation de 11,5 milliards concernant les achats de marks. Cette estimation est très prudente. Elle part du principe que les 7 à 8 milliards de marks-or, issus des crédits bancaires, ont été grandement surévalués, et qu'il faut les réduire de moitié, soit 3,75 milliards. On doit ajouter les achats de billets de marks, évalués à 4 milliards environ sur la base des indications précitées de la Reichsbank, ainsi que le produit de la vente à l'étranger de valeurs allemandes, estimé à 3,75 milliards. Ce dernier montant paraît très modéré, au regard autant de la dimension des placements suisses en Allemagne que des statistiques de la banque centrale allemande. Il faudrait y additionner la réalisation des actifs possédés précédemment par des Allemands à l'étranger, qui a amené probablement au moins une somme de 1,75 milliard, ainsi que les ventes d'or et d'argent qui atteignent à elles seules un montant presque équivalent selon la statistique officielle reprise par la seconde commission d'experts.⁷¹ Quant aux autres postes, comme les revenus des capitaux et ceux provenant d'autres activités économiques, le tourisme et les services, ils paraissent présenter une balance assez équilibrée et, en tout cas, influent peu sur le résultat final.

⁷⁰ Voir par exemple, Ferguson, *Paper and Iron*, *op. cit.*, p. 478, qui établit le cumul des déficits à 7,06 milliards de marks-or.

⁷¹ Entre 1919 et 1922, les titres étrangers détenus par les Allemands qui ont été exportés légalement hors d'Allemagne, afin de procéder à des achats commerciaux, se montent à eux seuls à 1 milliard de marks-or. On peut légitimement penser que la totalité de la réalisation des actifs étrangers a valu le double de ce montant. Par précaution, on retient ici une somme inférieure, de 1,75 milliard. Par ailleurs, selon les statistiques recueillies auprès de l'Office de statistiques du Reich par les experts du Comité McKenna, les exportations d'or effectuées par la Reichsbank entre 1919 et 1923 sont de 1,435 milliard de marks-or, auxquels il faut ajouter encore les envois illégaux des particuliers d'or et d'argent, estimés à 200 millions. Churchill Archives Centre, MCKN 7/9 1-2, Documents collected by the Second Committee of Experts, 20 février 1924, p. 104c et 265.

Or, quel est le résultat ? Le solde est de 5,5 milliards de marks-or. Ceci est largement supérieur aux 1,5 milliard, correspondant plus ou moins aux devises thésaurisées en Allemagne à la fin de l'hyperinflation. Logiquement, les 4 milliards restants ont dû donc être expédiés dans les pays étrangers, où ils ont peut-être servi à des placements financiers. Gardons-nous de prendre pour argent comptant ce calcul qui se fonde sur trop d'hypothèses invérifiées. Il n'empêche qu'un constat s'impose : à moins d'admettre les évaluations maximales sur le déficit de la balance commerciale, ce qui paraît simplement impossible, on est obligé de penser que les montants des devises étrangères achetées par les Allemands ont dépassé ceux qu'ils ont cédé ou thésaurisé. On pourrait certes débattre de la statistique du commerce choisie, une variable déterminante. Toutefois il faut rappeler que la plupart des montants retenus au sujet de l'acquisition des devises ont été volontairement minimisés. Ce calcul, aussi approximatif soit-il, a donc le mérite de rappeler que les volumineux achats de marks depuis l'étranger sont des indications qui appuient l'existence d'une fuite massive du capital allemand, et non des preuves l'infirment.

Ce n'est pas sans satisfaction qu'on relèvera que le résultat obtenu de 4 milliards conforte l'évaluation présentée de 7 milliards sur la fuite du capital pour le début des années 1920, puisque celle-ci intègre les fortunes expatriées pendant la guerre, ainsi que les actifs délocalisés et laissés en marks à l'étranger entre 1914 et l'hyperinflation. Il paraît assez justifié de les estimer à 3 milliards de marks-or, soit à une somme un peu inférieure à l'évasion des capitaux après la guerre. Les fortunes exportées durant le conflit ont été considérables, mais elles n'ont probablement pas été aussi volumineuses que les avoirs déplacés à partir de 1919. Quant aux actifs en marks, ils ont été fortement dépréciés au début des années 1920, sans pour autant perdre toute valeur, exception faite des obligations.⁷² On pourrait objecter que l'estimation avancée précédemment portait sur la période précédant le déclenchement de l'hyperinflation, et non sur la fin de l'année 1923 comme l'évaluation de la balance des paiements. Cependant cela ne contredit pas fondamentalement l'argument puisque, même si les fuites de capitaux se poursuivent en 1922 et 1923,

⁷² Charles Maier, *Recasting Bourgeois Europe. Stabilization in France, Germany, and Italy in the Decade after World War I*, Princeton, Princeton University Press, 1975, p. 483-494.

la valeur en or des fortunes laissées en marks à l'étranger a elle très fortement décliné pendant l'hyperinflation.

La conclusion ne s'impose-t-elle pas d'elle-même ? Cette étude sur l'Allemagne démontre que le déplacement de la fortune européenne à l'étranger après la Première Guerre mondiale a une réalité qui peut être solidement établie par les archives et la statistique. Mais le désir de cohérence de l'historien n-a-t-il pas été trop puissant ? Il faut avouer qu'au final, l'argumentation ressemble un peu aux *créations néoclassiques* qu'affectionnaient pendant la période troublée d'après-guerre les tenants du retour à l'ordre, ceux-là qui avaient expédié leur fortune à l'étranger.⁷³

⁷³ Sur les troubles d'après-guerre, les historiens suisses pourront consulter par exemple Robert Gerwarth, *Les Vaincus, 1917-1923*, Paris, Seuil, 2017.