

# Systeme financier et crise économique dans l'entre-deux-guerres

*Barry Eichengreen,*

*Professeur d'Économie, University of California, Berkeley*

**J**amais les événements sur les marchés financiers n'avaient eu de si profondes implications pour l'évolution de l'économie comme pendant l'entre-deux-guerres. Les années 20 ont été une décennie de changements rapides dans la structure et la direction des relations financières internes et internationales. La crise économique des années 30 a mis à nu les liaisons entre le système financier et le reste de l'économie. Il serait difficile de trouver une autre période d'innovation financière si rapide et si mal gérée, avec une instabilité financière si dominante, et une crise financière aux effets macro-économiques si dévastateurs.

Dans cet article je vais décrire les principaux développements des marchés financiers entre les deux guerres et retrouver leurs connexions avec la crise macroéconomique des années 30. Cette analyse est divisée en trois parties. La première raconte les évolutions monétaires et financières des années 20, fixant le cadre pour l'analyse de la crise macroéconomique des années 30. La seconde partie analyse les rapports entre la panique financière aux USA, la chute du système financier international et la Grande Crise des années 30. La troisième partie suggère les possibles implications de cette expérience pour l'évolution ultérieure des marchés financiers internes et internationaux.

105

---

*Une importante partie du travail pour cet article a été réalisée pendant la visite au Département et Laboratoire d'Économie Théorique et Appliquée, à Paris. Le Fonds Marshall pour l'Allemagne et l'École des Hautes Études en Sciences Sociales sont remerciés pour leur aide financière.*

---

## LA FINANCE AMÉRICAINE ET INTERNATIONALE DANS LES ANNÉES 20

---

La Première Guerre mondiale a mis en marche les forces qui ont défini les relations financières d'un bout à l'autre des années 20.

Un premier effet de la guerre a été de modifier les rapports de force sur les marchés financiers internationaux. Les États-Unis sont passés du stade débiteur étranger à celui de créancier important. Les estimations contemporaines confirment que pour financer la guerre, 60 % des titres américains tenus à l'étranger furent revendus aux investisseurs américains en 1915-1916. Entre 1915 et 1919, plus de 12 milliards de dollars de crédits ont été accordés par les États-Unis aux Alliés, ainsi qu'aux Européens neutres. Les belligérants européens sortirent de la guerre avec une dette extérieure considérable envers les États-Unis. Vers le milieu des années 20, la plupart des pays avaient négocié un plan de remboursement de leurs emprunts de guerre. Entre 1926 et 1931, les États-Unis ont reçu presque 1 milliard de dollars en paiement des intérêts et remboursement du capital.

Les réparations allemandes venaient augmenter cet afflux de capitaux à l'Ouest. La liste des réparations, établie à Londres en 1921 fut rééchelonnée comme part de l'arrangement du plan Dawes en 1924. Les annuités demandées à l'Allemagne d'après le plan, furent payées ponctuellement jusqu'en 1929. Les Alliés reçurent de l'Allemagne presque 2 milliards pendant les cinq années précédentes.

Ni l'Allemagne ni les Alliés victorieux n'étaient en mesure d'accroître les exportations dans la proportion nécessaire pour générer des milliards de dollars de changes. Et même s'ils en avaient été capables, d'autres pays n'auraient probablement pas été prêts à absorber les importations supplémentaires. L'équilibre financier international exigeait que les États-Unis, et dans une moindre mesure l'Angleterre recycle cet afflux de capitaux généré par le paiement des réparations et des intérêts. En fait, le problème du recyclage était plus vaste. Les économies française, belge et allemande avaient été ravagées par la guerre. Le crédit étranger était nécessaire pour importer des aliments et pour financer la reconstruction économique. La partition de l'Europe Centrale et Orientale en une demi-douzaine d'États souverains a morcelé les industries et les systèmes de transports. La mise au point nécessitait un vaste investissement dans l'infrastructure, le matériel et l'équipement, qui alourdissait la demande de capitaux étrangers. Pour les États-Unis (traditionnellement importateurs de capitaux), la solution logique était de commencer à exporter ses capitaux vers l'Europe et d'autres parties du monde.

Au début, New York a fourni du capital sous forme de prêts à court terme, principalement des crédits commerciaux acheminés par Londres. Les exportations américaines de capitaux en 1919-1920 ont été plus fortes qu'en toute période ultérieure de deux années de l'entre-deux-guerres. Mais à partir du moment où les gouvernements européens demandèrent des capitaux pour

des projets à long terme, au lieu des importations alimentaires, les crédits commerciaux ne suffirent plus. La structure adulte des prêts devait s'assortir avec la maturité des projets d'investissement. La fluctuation des bons fut la conséquence logique. Les banques commerciales américaines avaient déjà commencé à ouvrir des succursales à l'étranger. Leurs représentants se disputaient avec acharnement les emprunts étrangers. Les banques ouvrirent des filiales qui vendaient des titres étrangers aux États-Unis. Elles se mirent à la portée des petits investisseurs, habitués aux avantages des valeurs étrangères qui résultaient du *Liberty Loan* (l'Emprunt de la Liberté) de 1917-1919.

Ces investisseurs se plainquirent ultérieurement de n'avoir pas été avertis qu'à la différence des Bons de la Liberté, le crédit du gouvernement américain n'appuyait plus les bons étrangers émis dans les années 20.

Les prêts étrangers des années 20 n'atteignirent jamais les sommets antérieurs à la Première Guerre mondiale. De 1902 à 1913, la valeur absolue des soldes des comptes courants de neuf pays industriels avait atteint une moyenne de 4 % du PNB. Entre 1925 et 1928 (les beaux jours des prêts de l'entre-guerres), les mêmes indicateurs n'étaient que de 1,4 %.

Néanmoins, les exportations américaines de capitaux, auxquelles s'ajoutaient celles de la Grande-Bretagne, étaient une composante du schéma des règlements internationaux dans les années 20. La circulation libre d'emprunts en dollars au début de la stabilisation en Allemagne et en Europe Centrale et Orientale joua un rôle critique dans la reprise de la croissance économique qui a suivi l'hyperinflation.

107

Après que les banques américaines et leurs homologues étrangers aient ouvert des succursales dans le monde, les institutions financières, auparavant isolées, sentirent la pression concurrentielle s'accroître. Les banques internes essayèrent de se renforcer en fusionnant. Les origines de cette tendance à la concentration peuvent être retrouvées au XIX<sup>e</sup> siècle. Mais l'orientation s'accéléra dramatiquement dans les années 20. Elle se propagea d'Angleterre et du Pays de Galles à l'Amérique Latine, la Hongrie, la Pologne et la Grèce. En Autriche, Allemagne et Tchécoslovaquie, les grandes banques prirent le contrôle de leurs petites homologues. Cela créa un monolithe financier dont la faillite pouvait menacer la stabilité du système financier interne, mais aussi international.

Beaucoup de ces nouvelles « mégabanques » étaient universelles ou mixtes. Plutôt que de se concentrer sur la prestation de crédits à court terme dans l'industrie, comme c'était l'habitude en Angleterre, Amérique Latine et dans les pays Scandinaves, les banques universelles cultivèrent des relations approfondies à long terme avec leurs clients industriels. Les prêts arrivaient à échéance au bout de nombreuses années. Les banques acceptèrent en garantie des actions des mêmes sociétés auxquelles elles prêtaient. Cette combinaison rendit leurs bilans extrêmement vulnérables aux fluctuations industrielles. La banque universelle fut le modèle suivi après la guerre, quand le système bancaire se réorganisa dans les nouveaux pays d'Europe Orientale. Les industries nationales de ces États étaient plus étroitement spécialisées que

celles de l'Empire austro-hongrois d'origine. En conséquence, la stabilité de leur système bancaire était liée au destin d'industries ou de secteurs particuliers.

Les gouvernements étaient conscients de ces problèmes. Leur réaction fut d'établir de nouveaux mécanismes pour régir le système bancaire. À la suite des États-Unis, qui avaient fondé la Réserve Fédérale en 1914, beaucoup de pays créèrent de nouvelles Banques centrales dans les années 20, ou donnèrent plus d'indépendance aux banques existantes qui avaient pris les charges d'une Banque centrale. En Amérique Latine, la réglementation bancaire fut souvent calquée sur le modèle nord-américain. La loi bancaire chilienne de 1925 par exemple, instaurait des besoins de capitaux (qui variaient suivant la taille des villes ou la composition des responsabilités), comme ceux prévus par le *Federal Reserve Act*. Malheureusement, les régulations américaines n'étaient pas toujours applicables à la situation des pays en voie de développement. Le changement structurel était beaucoup plus insidieux dans la sphère monétaire internationale. La Première Guerre mondiale avait achevé l'ère de l'étalon-or. Le système monétaire international fut ainsi difficilement reconstruit au cours de la décennie ultérieure. Les États-Unis étaient le seul pays capable de maintenir la convertibilité de l'or à la suite de la guerre. Le dollar devint donc et offrit une référence pour les pays voulant stabiliser leur monnaie, un fait qui anticipa l'importance croissante qui sera accordée à la politique monétaire américaine dans le nouveau système monétaire international. Parmi les premiers pays à retourner à l'or, on retrouvera ceux qui avaient souffert de l'hyperinflation comme conséquence de la guerre. L'Autriche rétablit la convertibilité en 1923, l'Allemagne en 1924 et la Hongrie en 1925. D'autres pays qui avaient connu une moindre inflation suivirent ; la France et la Belgique en 1926 et l'Italie en 1927 retournèrent à l'or, à des cours quelque peu dévalués. L'aménagement prit plus de temps, mais fut moins dramatique dans les pays qui réussirent à réduire les prix et les coûts et à retrouver leur change du dollar au taux d'avant-guerre. La Suède atteignit ce cap en 1924, et la Grande-Bretagne en 1925. Avant 1927 la reconstruction du système de l'étalon-or était complètement achevée.

Ce nouvel étalon-or différait beaucoup de son prédécesseur. Les pièces en or, qui avaient circulé étaient concentrées dans les réserves des Banques centrales. Celles-ci, à peu d'exceptions près, étaient autorisées par la loi à détenir une partie des garanties avalisées en monnaies convertibles plutôt qu'en or. Les principaux pays détenteurs de réserves de devises, les États-Unis et la Grande-Bretagne, continuèrent à détenir principalement de l'or, tandis que d'autres Banques centrales gardèrent une partie de leurs réserves internationales sous forme de créances sur Londres et New York.

Même si cet usage avait été dominant avant la Première Guerre mondiale, il n'avait été ni aussi diffusé, ni aussi officiel. Avant la guerre, trois pays seulement (la Russie, le Japon et l'Inde) avaient détenu la majorité des provisions de charge. Maintenant la plupart des Banques centrales détenaient une partie importante de leurs provisions sous formes de devises. Globalement, la part des devises dans les réserves internationales avait probablement

doublé depuis 1913. S'est ajoutée à cela une diversification croissante des monnaies. Avant 1913, la majorité des réserves en devises était exprimée en livres et se trouvait à Londres. Avec la montée du dollar après la Première Guerre mondiale, aucune devise ne pouvait représenter la majorité des provisions. Très souvent, les Banques centrales détenaient des portefeuilles diversifiés de livres, dollars, francs et d'autres monnaies, dont ils variaient la composition en fonction des événements.

Voilà le système financier en place au seuil de la Grande Crise. Les dix années qui suivirent révélèrent ses insuffisances, et prouvèrent graphiquement son instabilité potentielle.

---

### **FINANCE INTERNE ET INTERNATIONALE PENDANT LA CRISE**

---

Les historiens de la Grande Crise commencent généralement par le krach de Wall Street en octobre 1929. Pour comprendre les rapports entre le système financier et la Grande Crise, il serait nécessaire de commencer l'histoire un an plus tôt, à l'été 1928. C'est à ce moment que le système de la Réserve fédérale (préoccupé par la spéculation boursière qui avait atteint un niveau excessif) a commencé à relever les taux d'intérêt américains. Cinq trimestres plus tard leurs efforts réussirent à arrêter le boom de Wall Street. Mais le relèvement des taux d'intérêt américains causèrent la fin immédiate des prêts. Les milieux dirigeants et boursiers étaient déjà conscients du poids de la dette allemande et latino-américaine. Les fonctionnaires du Département du Trésor avaient commencé à critiquer l'utilisation non rentable réservée aux dollars empruntés. Comme le cours de l'argent au jour le jour montait vers des sommets sans précédents, il a paru brusquement plus sûr et profitable aux investisseurs américains de garder l'argent chez eux. Le portefeuille des prêts nets décru de plus de 1 000 millions de dollars en 1927 à 7 000 millions en 1928, et devint négatif en 1929. Cette modification entraîna le poids de l'aménagement sur les débiteurs. Le service de la dette impliquait des dépenses de presque 9 000 millions par an. En 1927, ce coût pouvait être assuré à partir des emprunts supplémentaires ; brusquement, ceci n'était plus possible. Pour trouver les devises nécessaires, les dépenses des résidents des nations débitrices durent être comprimées. Les politiques monétaires se durcirent en Allemagne et partout en Amérique Latine. Vers la fin de 1928, la récession était évidente en Allemagne, au Brésil et en Australie. Pendant les premiers mois de 1929, elle se diffusa en Argentine, au Canada et en Pologne. Une des raisons de la sévérité du repli américain était justement le fait que le choc survint quand les récessions étaient déjà avancées à l'étranger. Malgré le fait que la production industrielle américaine battit des records en août 1929, la valeur des exportations déclinait déjà en avril. L'Amérique encadra le crédit pendant l'automne de 1929. Des rapports récents sur la date de la dégringolade américaine attachent beaucoup d'importance à cette position monétaire restrictive.

Mais, suite au krach boursier, la Réserve fédérale n'hésita pas à mettre en circulation des liquidités supplémentaires dans le système financier. Pour prévenir la vente désespérée et l'insolvabilité parmi les spécialistes de la Bourse, la Réserve fédérale de New York injecta des crédits dans les derniers mois de 1929. Les possessions de titres américains des banques fédérales doublèrent entre octobre et novembre 1929, et grimpèrent du même montant absolu de novembre à décembre.

Ainsi, l'encadrement continu du crédit ne peut justifier la chute rapide de l'activité économique aux États-Unis entre la seconde moitié de 1929 et le début de 1930.

Une des raisons du déclin peut être la chute des exportations américaines, due à la récession à l'étranger, comme on l'a vu plus haut. Mais la recherche d'autres explications nous ramène inévitablement au krach boursier. Le déclin de la prospérité financière dû au krach fut trop faible pour provoquer une telle baisse de la consommation. Des recherches récentes révèlent d'autres canaux à travers lesquels la chute du marché a diminué la consommation.

Le krach inaugura une nouvelle ère d'incertitudes concernant les futurs revenus. Les ménages inquiets de savoir si le Nouvel An les mettra au chômage reportèrent les achats d'articles coûteux. Ainsi, ce fut la chute des dépenses pour les automobiles et autres articles à longue durée de vie qui fut la plus forte après octobre 1929.

110

Le fait que le krach de 1987 n'ait pas agi de la même manière défie cette hypothèse. Il faut penser que le krach de 1929 a été une source d'incertitudes autrement inquiétante que ceux qui ont suivi. Cela s'est passé ainsi dans la mesure où la réaction politique monétaire était moins prévisible en 1929. Même si la Réserve injecta des fonds dans le système financier juste après le krach, elle le fit pour plaire aux agents, et non pour stabiliser la macroéconomie, comme en 1978. En moins d'un an, la politique monétaire américaine était devenue beaucoup plus restrictive.

Cette modification de la politique de la Réserve Fédérale coïncida avec la première crise bancaire à la fin de 1930. Elle fut moins difficile que la seconde (octobre-novembre 1931) ou la troisième (mars-avril 1933). Une large partie des actifs rendus indispensables provenaient d'une seule institution, Caldwell & Co. C'était pour l'instant davantage un problème local qu'une crise généralisée. Malgré tout l'épisode de 1930 avertissait de l'instabilité financière à venir. On a accordé beaucoup d'intérêt à la panique bancaire aux États-Unis. Mais l'instabilité des systèmes bancaires fut un phénomène global. Les faillites furent un problème en Autriche, Allemagne et Hongrie en 1931, en Suède en 1932 et en Belgique en 1933-1934, pour donner seulement cinq exemples importants. Ces crises n'étaient pas dues à une cause unique. L'effondrement des prix des denrées agricoles a sapé les bénéfices des banques rurales dans des pays comme les États-Unis. La chute de l'activité industrielle réduisit en poussière les bilans des banques universelles dans des pays comme l'Autriche et l'Allemagne. Les fraudes et les détournements de fonds jouèrent un rôle important dans le cas de la Suède en 1932.

Le seul facteur commun à toutes ces crises fut le rôle de l'étalon-or. Les

difficultés du système bancaire poussèrent les Banques centrales à intervenir comme prêteurs de dernier ressort. Les autorités monétaires furent contraintes à escompter les avoirs pour le compte d'intermédiaires éprouvant une hémorragie de dépôts. Mais l'escompte libre peut être incompatible avec les règles de l'étalon-or. Le statut obligatoire de la convertibilité en or obligeait les Banques centrales à maintenir un taux minimal d'or et de devises disponibles pour les dettes, elles couraient le danger de violer les contraintes de l'étalon-or. C'est pourquoi ce dernier a empêché les Banques centrales à pourvoir des liquidités supplémentaires pour contenir la crise dans le système bancaire. Par exemple, en juillet 1931, au plus fort de la crise bancaire allemande, le rapport des réserves de la Reichsbank tomba au plancher fixé de 40 %. Lui permettre de descendre plus, menaçait de violer non seulement les statuts de l'étalon-or allemand, mais aussi les prévisions du Traité de La Haye de 1930. Ainsi, la Reichsbank n'était capable de faire que des démarches provisoires pour soutenir le système bancaire. Ces démarches provisoires sapèrent la confiance dans l'avenir de la convertibilité, conduisant à une ruée sur les réserves internationales de la Reichsbank, pour finalement obliger l'installation du contrôle des changes.

Si l'instabilité dans le système bancaire pouvait ébranler la confiance dans l'étalon-or, l'inverse était vrai aussi. La plus claire illustration en est la crise américaine de mars-avril 1933. Le facteur critique qui produisit une crise bancaire intégrale fut à ce moment l'attente de la dévaluation du dollar.

111

Le Président élu, Franklin D. Roosevelt, était connu pour être favorable à la dévaluation. La pression du Congrès, sous la forme des amendements Wheeler et Thomas, était pour la hausse. En anticipant la dévaluation, les épargnants retirèrent leur solde et les transformèrent en or et en devises. L'inquiétude sur la convertibilité du dollar produisit une ruée sur les banques culminant par le jour du congé bancaire décrété par Roosevelt en prenant ses fonctions.

Ces deux liaisons déstabilisatrices — du marché des devises au système bancaire, et du système bancaire au marché des devises — pouvaient opérer simultanément, se renforçant réciproquement.

En Autriche, par exemple, la crise de 1931 commença dans le système bancaire. La confiance fut détruite par des révélations sur l'amplitude des prêts douteux de la Kreditanstalt. La Banque centrale offrit les liquidités additionnelles au système bancaire, l'émission des billets croissant de 23 % dès les premiers mois.

La couverture s'effondra vers le minimum légal renforçant la peur quant à l'avenir de la parité de l'or. Les épargnants non disposés à risquer, se ruèrent pour retirer leurs fonds du système bancaire et le transformer en devises pour éviter les pertes dues à la dévaluation.

Plus la Banque centrale injectait rapidement des liquidités, et plus vite cela se répandait. Le « prêteur de dernier ressort » n'avait pas seulement fait une intervention difficile, mais anti-productive. La nature entrecroisée des systèmes bancaires nationaux et la structure spéciale de l'étalon-or, permirent à l'instabilité financière de passer d'un pays à l'autre.

Quand la Grande-Bretagne fut forcée à dévaluer, en septembre 1931, la pression se transmit aussitôt au dollar. Le fait qu'une monnaie-refuge avait été dévaluée provoquait des doutes sur la stabilité de l'autre. La ruée spéculative sur le dollar fut le résultat inévitable. Les Banques centrales liquidèrent leurs devises et se bousculèrent à les changer en or. La part des devises dans les provisions internationales tomba de deux tiers entre fin 1929 et fin 1931. La valeur des réserves disponibles pour couvrir les engagements monétaires déclina brusquement. La pression sur les pays restant à l'étalon-or s'intensifia en rapport.

Comme les crises de convertibilité, la panique bancaire fut contagieuse. Les grandes banques allemandes gardaient leurs soldes à Vienne. En même temps, les banques autrichiennes firent de même à Berlin. La ruée sur les banques autrichiennes les fit retirer leur dépôt de Berlin, déplaçant la pression sur le système bancaire allemand. Quand le gouvernement autrichien réagit à la crise en imposant le contrôle des changes, la peur que l'Allemagne pourrait faire pareil induit d'autres déposants à solder leurs comptes à Berlin.

À travers ce mécanisme, la crise se transmet d'un pays à l'autre.

En agissant par un certain nombre de canaux différents, la crise bancaire perturba l'activité économique. Elle exerça une pression à la baisse sur les offres d'argent.

112 La panique bancaire obligea les épargnants à retirer leurs dépôts, à acheter des devises, réduisant ainsi la multiplication de l'argent et faisant chuter le niveau des prix. Le déclin des stocks découragea la dépense à travers ses effets sur la prospérité et les taux d'intérêt. Plus important encore fut l'effet déflationniste de la chute des prix. La déflation accroît le poids réel des créances à recouvrer, renforçant la vulnérabilité des débiteurs à la faillite et érodant la valeur des gages qu'ils pouvaient offrir à leurs banquiers. Dans beaucoup de pays, les prix agricoles chutèrent des deux tiers. Cela tripla le coût réel des hypothèques agricoles et élimina toute trace de crédibilité que les fermiers pouvaient encore avoir.

La crise bancaire démantela aussi les provisions des services financiers. Les banques, menacées par la ruée des épargnants, n'étaient pas en position de lancer des emprunts risqués dans l'industrie ou le commerce. Les petites sociétés à la recherche des fonds de roulement furent incapables d'en obtenir, à n'importe quel prix. Elles durent réduire leurs opérations. Les entreprises ayant des projets d'investissements rentables mais risqués ne purent obtenir le financement nécessaire pour les exploiter.

La chute des crédits à moyen terme paraît avoir eu un effet dépressif sur l'activité économique indépendamment de l'effet des faillites bancaires sur les provisions financières. Cet effet fut très répandu : au-delà des États-Unis, il fut évident en Autriche, Belgique, France, Allemagne, Hongrie, Italie, Pologne et Roumanie.

Les paniques bancaires étaient moins importantes hors d'Europe et d'Amérique du Nord. À d'autres endroits, la dette extérieure fournit les problèmes les plus graves. Dès 1929, le service de la dette extérieure prenait plus de 20 % des revenus des exportations brutes de pays comme l'Argentine,

l'Australie ou l'Allemagne (Les chiffres pour l'Allemagne comprennent le paiement des réparations). La valeur des exportations de marchandises s'effondra par la suite, rendant insoutenable le poids du service de la dette. La Bolivie suspendit le service de la dette en janvier 1931 ; avant la fin de l'année, la plupart des pays latino-américains suivirent. En 1933, l'Allemagne, la nation européenne la plus endettée, suspendit les paiements de la majorité de ses obligations étrangères. Beaucoup de petits débiteurs latino-américains, n'eurent pas le choix. Mais certaines des nations les plus endettées — le Canada, l'Australie et l'Argentine par exemple — respectèrent fidèlement le service de la dette extérieure. Dans les trois cas, les rapports commerciaux et politiques avec la Grande-Bretagne et les États-Unis, pays créanciers, atténuèrent un paiement continu. Mais ces pays furent des exceptions. Le non-paiement était de règle.

Les négociations entre les débiteurs et les créanciers s'étendirent sur des décennies. Souvent, un service partiel de la dette extérieure fut demandé, arrêté et redémarré. Le non-paiement généralisé eut un impact ravageur sur le marché des capitaux. Les emprunts américains, qui s'étaient ralentis en été 1928, remontèrent à nouveau après le krach de Wall Street. Avant 1931, les non-paiements avaient alerté les investisseurs étrangers sur la nature très risquée de l'entreprise. Le marché des obligations retomba dans l'inactivité pour le restant des années 30. Le flux de capitaux étrangers, d'importance relative, prit la forme de crédits commerciaux et d'investissements étrangers directs.

113

Vers 1932 la situation atteignit son nadir. L'énorme majorité des emprunteurs souverains avaient sisté les paiements de leur dette extérieure. Les emprunts internationaux avaient cessé de fonctionner. L'Allemagne, l'Autriche et la Hongrie avaient imposé le contrôle des changes et commencé les négociations sur les compensations. La Grande-Bretagne avait été contrainte de renoncer à l'étalon-or en 1931, et avant la fin de l'année, plus de vingt autres pays avaient suivi. Le roulement de tambour des faillites bancaires ne montrait aucun signe de fatigue.

Pourtant, la même agitation financière qui avait contribué à la dureté de la crise offrit les moyens d'en échapper. La chute des emprunts internationaux découragea les États souverains de servir leurs dettes.

En suspendant le service de la dette, ils purent réorienter leurs ressources vers des utilisations internes. En transférant les intérêts des comptes étrangers ils renforcèrent la situation de leurs règlements. Le besoin de réduire les dépenses internes par l'application de politiques monétaires et fiscales contraignantes fut atténué.

Dans les pays qui suspendirent le service de leur dette extérieure, la spirale descendante de l'activité fléchit, pour retrouver la stabilité, voire la reprise économique, parfois dès 1932. Les politiques monétaires plus expansionnistes des gouvernements offrirent le principal stimulant à leur économie. La chute de l'étalon-or donna aussi aux gouvernements la liberté de poursuivre des politiques de croissance. La convertibilité n'était plus un engagement contraignant les Banques centrales à limiter leur offre d'argent.

La baisse des taux de change rendirent inopérants les effets sur la balance des paiements des mesures stimulantes adaptées au pays. La relance coordonnée par l'augmentation de la masse monétaire aurait été plus efficace que ces initiatives unilatérales. Mais malgré des tentatives d'organiser une réaction coordonnée à des jugements comme la Conférence Économique de Londres de 1933, il fut impossible de réaliser une collaboration internationale. Dans les différents pays, les décideurs analysèrent diversement la nature de la crise économique. Ne réussissant pas à diagnostiquer de la même façon, ils ne pouvaient tomber d'accord sur une réaction commune.

La dévaluation de la monnaie et la stabilisation des prix intérieurs mirent une fin à la spirale descendante de l'activité économique pour les mêmes raisons pour lesquelles, dans la période précédente, la déflation avait aggravé l'effondrement.

La stabilisation ou la légère hausse des prix ont renversé le mouvement des coûts réels de la main-d'œuvre. Les salaires réels perdirent un peu du terrain qu'ils avaient gagné auparavant, encourageant ainsi les employeurs à embaucher des ouvriers supplémentaires. Les prix stables inversèrent l'accroissement du poids réel des dettes. La hausse des prix en monnaie nationale des produits fermiers fut particulièrement importante pour l'agriculture. La stabilité des prix et les provisions de fonds redonnèrent leur stabilité aux systèmes bancaires.

114

Une fois débarrassées de l'étalon-or, les autorités bancaires purent réagir avec agressivité devant les difficultés du système bancaire. Les crises bancaires dans les pays qui n'utilisaient pas l'étalon-or furent rares et très moyennes. Quand elles eurent lieu, comme en Argentine en 1931 ou en Suède en 1932, la réaction rapide des autorités, libérées de l'étalon-or, prévint immédiatement la diffusion du phénomène. Les indicateurs de l'étendue du rationnement du crédit, comme la répartition entre les rendements des obligations fortes et faibles, chutèrent rapidement à des niveaux bas.

Libérés des contraintes de l'étalon or, les pays auraient pu fortement relancer leurs économies par l'augmentation de la masse monétaire. Pourtant, ils ne le firent pas. La politique monétaire discrétionnaire fit ressortir comme par magie les souvenirs du désordre financier du début des années 20, la dernière fois où l'étalon-or avait été suspendu. L'expansion monétaire avait été associée avec la dévalorisation galopante et l'hyperinflation. Influencés dans leurs actions par ces souvenirs, les décideurs hésitaient. Ils attendirent la confirmation que la dévalorisation ne présageait pas l'hyperinflation avant de réagir.

Cette hésitation eut deux implications. D'abord, parce que les décideurs ne profitèrent pas de leur liberté toute nouvelle, le rétablissement économique resta provisoire. La dépréciation de taux de change stimula les exportations, mais pas la demande intérieure. Cela n'arriva que dans les pays où il y avait aussi un développement du crédit intérieur. En Grande-Bretagne, par exemple cela fournit une très nécessaire relance du bâtiment. En Suède, une politique similaire eut à peu près les mêmes effets. Mais dans d'autres pays où le crédit se développa plus prudemment, ce secteur se remit plus lentement.

La seconde implication de l'hésitation devant la reflation fut que la dévaluation appauvrit les autres. La dévaluation des monnaies opéra principalement en changeant les prix relatifs des importations et exportations. La dévaluation fit monter les prix des biens importés, éloignant la demande interne des marchandises produites par d'autres pays. Cela rendit les exportations des pays qui dévaluaient plus compétitives. Malgré la stimulation de la relance intérieure, cela arriva aux dépens d'autres nations, qui eurent de plus en plus de mal à exporter et à concurrencer chez eux des produits étrangers bon marché. Chaque fois qu'un pays abandonnait l'or, cela donnait un tour de vis aux membres restant du système. Le rétablissement total ne fut réalisé qu'à la veille de la Deuxième Guerre mondiale. La production européenne dépassa finalement en 1937 le niveau de 1929. Par contre, en Amérique, le niveau de 1937 n'atteignait pas celui de 1929.

Le chômage resta élevé dans les deux cas. Mais la situation allait changer rapidement. L'accroissement des dépenses gouvernementales vint avec les préparatifs de guerre. Les Banques centrales assurèrent tout le crédit nécessaire pour garder l'activité industrielle à un haut niveau. La réaction politique concernée qui aurait pu ramener la prospérité quelques années auparavant était finalement appliquée.

---

## **L'HÉRITAGE DE L'EXPÉRIENCE DE L'ENTRE-DEUX-GUERRES**

---

115

Les observateurs, impressionnés par le prix de l'instabilité financière, se mirent à transformer rapidement les institutions financières nationales et internationales pour prévenir une réédition de ces événements catastrophiques. Pour décourager la spéculation excessive en Bourse, des marges plus strictes et des rapports sur les nécessités furent demandés ; pour éviter que des problèmes en Bourse et sur le marché des obligations ne se répandent dans le système bancaire, des pays comme les États-Unis forcèrent leurs banques à se défaire de leurs filiales de titres boursiers. Les dépôts garantis par le gouvernement durent rassurer les petits épargnants et limiter le danger des ruées sur les banques.

La transformation des arrangements monétaires et financiers internationaux fut encore plus complète. Le marché des obligations étrangères ne se remit pas beaucoup de temps après la Seconde Guerre mondiale.

Les exportations de capitaux des pays industrialisés prirent par contre la forme de l'investissement étranger direct. Même en prenant au sérieux les risques de nationalisations, l'investissement direct resta moins risqué que des obligations.

En vue des risques spécifiques aux prêts étrangers et de la possibilité que les marchés privés pourraient ne pas assurer la meilleure disposition internationale des capitaux, la Banque Mondiale fut créée pour compléter les capitaux privés.

## LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Le système monétaire international fut reconstruit d'après les prescriptions des Accords de Bretton Woods. Le Fonds Monétaire International fut créé pour agir comme prêteur de dernier ressort et pour faciliter la coopération des États membres.

Un certain degré de flexibilité des taux de change fit partie intégrante du Système de Bretton Woods. Les pays avaient le droit de dévaluer leurs monnaies quand ils devaient choisir entre la parité existante et le maintien du plein emploi.

Toutes ces innovations furent des réponses aux problèmes révélés par le système financier précédent. Les observateurs, impressionnés par les rapports entre l'instabilité financière et la crise macroéconomique dans les années 20 et 30 se félicitèrent des nouveaux arrangements qui semblaient conduire à la double stabilité.

Une recherche plus poussée est nécessaire pour établir que les facteurs financiers furent une des causes du quart de siècle de prospérité postérieur à la Seconde Guerre mondiale.

Mais il faut noter l'étendue du renoncement aux réformes de l'immédiat après-guerre au cours des dernières années. La protection séparant les banques de dépôts et celles d'investissements est tombée aux États-Unis et dans d'autres pays. La garantie des dépôts est menacée à cause de la crise de l'épargne et des emprunts, même si le problème serait plutôt un mélange d'assurance et de régulation laxiste, et pas d'assurance seulement. Le portefeuille des prêts aux pays en voie de développement a atteint de nouveaux sommets dans les années 70. Les limites de ce mécanisme sont déjà claires. La Banque Mondiale ne possède pas suffisamment de ressources pour compléter les capitaux privés. Les membres du Système Monétaire Européen s'éloignent souvent d'un système de parités réminiscent de l'étalon-or. Le monde semble retourner à des institutions qui ressemblent plus à celles qui ont suivi la Première Guerre mondiale qu'à celles ultérieures à la Seconde. C'est à se demander si les leçons de l'expérience de l'entre-deux-guerres ne s'appliquent plus ou si elles ont tout simplement été oubliées.

116

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Bernanke B. *Effets non-monétaires de la crise financière dans la propagation de la Grande Crise*, *American Economic Review*, 73 (1983).
- Bernanke B. & H. James. *L'étalon-or, la déflation et la crise financière pendant la Grande Crise : une comparaison internationale*, non publié, Princeton University (1990).
- Dornbusch R. *De la stabilisation à la croissance*, NBER Working Paper, n° 3302 (1990).

CRISE ÉCONOMIQUE DANS L'ENTRE-DEUX-GUERRES

- Eichengreen B. *Le marché des capitaux aux USA et les emprunts étrangers*, Ed. Jeffrey Sachs, *Developing Country Debt and Economic Performance : The International Financial System*, Chicago : University of Chicago Press (1988a).
- . *1929 et 1987 : différences décisives*, *Journal of Commerce*, October 19 (1988b).
- . *Tendances et cycles dans les emprunts étrangers*, présenté à la conférence sur les marchés de capitaux internationaux et les emprunts internationaux, Kiel, juin (1990a).
- . *La crise internationale de la Dette dans une perspective historique*, *Journal of Economic Perspective* (à paraître) (1990b).
- Eichengreen B. & R. Portes. *Dettes et non-paiements dans les années 30 : causes et conséquences*, *European Economic Review* 30 (1986).
- Eichengreen B. & R. Portes. *Gérer la Dette : les années 30 et 80*, Ed. I. Hussain & I. Diwan, *Gérer la crise internationale de la Dette*, Washington, D.C. : The World Bank (1989).
- Eichengreen B. & J. Sachs. *Taux de change et reprise économique dans les années 30*, *Journal of Economic History* LXV (1985).
- Friedman M. & A. Schwartz. *Une histoire monétaire des USA (1867-1960)*, Princeton : Princeton University Press (1963).
- Hamilton J. *Facteurs monétaires pendant la Grande Crise*, *Journal of Monetary Economics* 13 (1987).
- Wigmore B. *Les « Vacances bancaires » de 1933 ont-elles été causées par la ruée ?* (1988).