

La crise de 1929 et ses enseignements

Article pour le volume *Crises financières*
dirigé par J. Gravereau et J. Trauman, *Economica*, 2001

[Pierre-Cyrille Hautcœur](#)

La crise de 1929 est souvent symbolisée par le krach boursier de Wall Street. Pourtant, la gravité de celui-ci n'est pas ce qui rend cette crise unique : la chute du cours des actions qui a lieu en octobre 1929 a été dépassée auparavant et depuis. La spécificité des années 1930 est que la crise financière est suivie d'une récession qui s'aggrave durant plusieurs années, conduisant au phénomène unique d'une "grande dépression" qui s'étend sur près d'une décennie. Cette dépression mondiale, d'une ampleur sans précédent (baisse d'un tiers de la production industrielle mondiale), est-elle d'abord la conséquence d'une crise financière, ou d'autres explications sont elles plus importantes ? Nous tenterons de répondre à cette question, qui conditionne les enseignements que l'on peut prétendre tirer de cette époque, en examinant d'abord la crise financière américaine qui est au cœur de la dépression ; nous chercherons ensuite à nuancer le rôle central de la crise financière dans l'enchaînement fatal des années 1929-1933 en examinant les causes non financières de la dépression, et en soulignant les conditions internationales spécifiques de son déclenchement. Nous montrerons au fur et à mesure quels enseignements ont été tirés de la crise et tenterons de juger de leur pertinence actuelle.

I. Une crise du système financier américain

La crise se manifesta en octobre 1929 par une chute brutale des cours des actions à Wall Street. En un mois, tous les gains de la phase spéculative depuis le début de l'année furent perdus. Malgré quelques brèves reprises, cette baisse se prolongea jusqu'à 1932 où elle dépassa les 80%. Le krach ne fut pas sans répercussions sur le système financier américain : comme le développement de l'achat de titres à crédit avait activé la hausse des cours, la baisse

de ceux-ci mit les emprunteurs en difficulté, et conduisit à la faillite certains de leurs créanciers, *brokers* ou banques trop engagées. Cependant, un soutien rapide de la Banque de réserve fédérale de New-York évita une panique.

Au delà du krach boursier, les crises financières se succédèrent dans les années 1930-1933. Plusieurs vagues de faillites bancaires eurent lieu en 1930 et surtout 1931 et 1933. En trois ans disparurent 9000 banques, représentant 15% des dépôts du système bancaire. La gravité de ces vagues s'explique largement par le phénomène de "dominos" qui conduisit des banques à faire faillite du seul fait de la chute d'autres banques leurs débitrices, et par les *runs* qui conduisirent les déposants paniqués à retirer en masse leurs dépôts, amenant les banques à la crise de liquidités. Le surendettement de certaines emprunteurs (spécialement les fermiers du *middle-west*) et la chute d'autres marchés d'actifs (fonciers et immobiliers) jouèrent également un rôle initiateur non négligeable. Quoiqu'il en soit, au printemps 1933, la panique atteignit un tel degré qu'une fermeture de plusieurs jours de l'ensemble du système bancaire fut nécessaire pour ramener le calme.

Cet ensemble de crises financières fut-il à l'origine de la crise économique sans précédent que connurent les Etats-Unis alors ? (la production industrielle baissa de 50%, le PIB d'un tiers en termes réels et l'investissement disparut tandis que le taux de chômage atteignait 25%, la reprise se faisant attendre puisque le niveau de production de 1929 ne fut atteint qu'en 1936). Si tel est le cas, quelles réformes du système financier auraient-elles permis d'éviter une telle crise ou sa transmission à l'économie ? Les économistes ont proposé un grand nombre de réponses à ces questions essentielles.

Les années 1920 avaient été une décennie de prospérité et de hausse, souvent rapide, des cours des actions. L'éventualité même d'une récession était écartée par ceux, nombreux, qui croyaient que le développement des nouvelles technologies ouvrait un avenir définitivement radieux de croissance et de progrès (la radio en particulier éveilla les mêmes fantasmes sur l'abolition de la distance et sur la communication universelle que l'internet). Le choc psychologique du krach de Wall Street fut donc d'autant plus considérable. Ceci ne suffit cependant pas pour affirmer que ses conséquences réelles furent importantes, nombre d'économistes considérant au contraire que la bourse reflète la situation économique plus qu'elle ne l'influence.

Certes, toute chute brutale de prix conduit à des pertes. Avant la bourse, les marchés de produits primaires avaient déjà subi de fortes baisses de prix, affectés d'ailleurs par des

mécanismes de transmission analogues à ceux des marchés d'actifs: des stocks importants de matières premières, spécialement agricoles, s'étaient constitués dans les années 1925-1929 alors que la production augmentait et que les prix baissaient (les produits primaires non-alimentaires virent leurs prix baisser de plus de 25% par rapport aux prix industriels entre 1925 et 1929). La crise financière amena la révision des anticipations et la liquidation des positions sur ces marchés, ce qui accéléra la chute des prix et la crise agricole aux Etats-Unis et ailleurs. Etant donné le poids des fermiers dans l'économie, ceci joua sans doute un rôle important dans le démarrage de la crise (chute de la demande des fermiers et chute de la production du fait de faillites nombreuses). Des mécanismes similaires touchèrent nombre de secteurs industriels où, devant des débouchés décroissants, les entreprises virent leurs stocks augmenter, durent baisser leurs prix, et se trouvèrent en faillite même si leurs coûts variables baissaient, dans la mesure où leurs coûts financiers restaient stables.

En théorie cependant, une crise de ce type ne peut pas durer longtemps du fait de l'existence de mécanismes spontanés de retour vers la pleine activité, de sorte qu'à long terme les faillites redistribuent de la richesse mais affectent peu le revenu national: un fermier qui fait faillite ruine éventuellement ses créanciers, mais ceci ne l'empêche pas de recommencer à travailler, éventuellement comme salarié agricole, avec une productivité identique : ni sa force physique ni sa compétence ne sont affectées, de même que les machines et les terres n'ont pas disparues ni ne sont devenues moins productives. Si certaines activités sont devenues durablement moins rentables (par exemple, à la fin des années 1920, l'agriculture connaissait une surproduction), les prix y baissent relativement à ceux des autres secteurs, ce qui réduit les revenus et donc incite certains travailleurs à se tourner vers d'autres activités où ils seront mieux rémunérés (et certains capitalistes à investir ailleurs leurs capitaux). De cette manière, le plein emploi est vite rétabli.

Néanmoins, on constata dans les années 1930 un chômage massif. L'explication classique consiste à dire que les salaires étaient rigides, c'est-à-dire que les travailleurs refusèrent la baisse de salaire ou la mobilité vers une autre activité, ce qui les conduisit au chômage. Keynes suggéra cependant que la baisse des salaires n'était pas une solution car, indépendamment de ses coûts sociaux élevés, elle conduirait à une baisse de la demande qui renforcerait la chute de la production, enclenchant un cercle vicieux de baisse du revenu et de la production. Cette chute de la consommation pouvait selon lui être déclenchée par une réaction des individus à un krach boursier selon un mécanisme d'effet de richesse : se considérant comme plus pauvres, les détenteurs d'actifs financiers auraient cherché à reconstituer leurs patrimoines en épargnant, ce qui aurait provoqué une baisse de leur

consommation (à revenu inchangé), donc de la demande, d'où la chute des ventes de nombre de produits, spécialement des biens chers tels qu'automobile ou équipement ménager qui tiraient spécialement la croissance des années antérieures et dont l'achat pouvait souvent être différé (surtout dans le cas de renouvellements). En outre, en l'absence de systèmes de retraites développés, les retraités qui comptaient sur la liquidation progressive de leur épargne financière pour vivre virent leur pouvoir d'achat s'effondrer. Selon certaines études un tiers du recul de la consommation résulta de cet effet de richesse. Nombre d'économistes doutent cependant de l'importance de cet effet pour expliquer autre chose qu'un recul de court terme de la demande et du revenu, et soulignent que la concentration de la détention d'actions dans une petite partie de la population américaine rendait impossible un effet aussi généralisé de baisse de la consommation.

Une manière plus indirecte de considérer un impact du krach boursier consiste à considérer que les individus, détenteurs ou non d'actifs financiers, regardent les cours boursiers comme un simple indicateur de l'évolution future de l'activité économique. Plus que la perte de leur patrimoine, c'est alors l'incertitude sur l'évolution future de leur revenu, qui s'affichait dans la forte volatilité du marché financier des années de crise, qui aurait conduit les individus à reporter leur consommation, ce phénomène étant aggravé par leur endettement élevé (les années 1920 furent celles du crédit à la consommation pour l'acquisition des biens durables qui envahirent alors les foyers américains, de la machine à laver à l'automobile).

Dans les deux cas, la transformation de la crise financière en dépression résulta de l'incapacité de l'économie à s'adapter spontanément à cette chute de la consommation des ménages. Même en considérant celle-ci comme acquise, on pourrait imaginer une autre forme d'adaptation, qui passerait par une augmentation de l'investissement, elle-même facilitée par la baisse du taux de l'intérêt due à l'augmentation de l'épargne (qui dit consommation d'une moindre part du revenu dit augmentation de l'épargne). Cependant, il semble que les entreprises hésitèrent à investir du fait de la baisse de la demande (effet de « myopie »), ou parce qu'en période de baisse des prix les salaires réels comme les taux d'intérêt réels leur semblaient élevés malgré des baisses nominales. Ceci conduisit Keynes à suggérer des dépenses publiques pour recréer une demande qui devrait inciter les entreprises à investir et faire "repartir la machine" économique.

Dans toutes ces interprétations, qu'elles soient fondamentalement « réelles » ou « financières », des imperfections du marché et des mécanismes auto-régulateurs de l'économie justifiaient une intervention publique correctrice, dont le retard conduisit à l'aggravation de la crise.

Une interprétation opposée considère non plus que l'économie s'adapta mal à la crise mais au contraire que c'est la politique du gouvernement qui empêcha l'adaptation spontanée qui aurait permis une reprise rapide. Cette interprétation, proposée par Milton Friedman, met également la crise financière à l'origine de la dépression, mais cette fois dans sa composante bancaire plus que boursière. Selon cet auteur, c'est la politique monétaire restrictive de la Banque fédérale de réserve américaine qui fut à l'origine non seulement du krach boursier mais, plus gravement, des crises bancaires. En négligeant d'abord de prêter largement à taux bas, puis d'intervenir comme prêteur en dernier ressort pour sauver les banques en péril au milieu de crises qui n'étaient pas imputables à leur mauvaise gestion, la Banque centrale se serait rendu responsable des crises bancaires et de la chute de la masse monétaire qui en résulta. Ces crises auraient été la vraie cause de la dépression dans la mesure où la réalisation des échanges aurait été freinée et parfois bloquée par l'absence de monnaie, et où le coût excessif ou l'impossibilité de recourir au crédit auraient empêché les entreprises non seulement d'investir mais même de fonctionner (renouveler leurs stocks de consommations intermédiaires ou de biens à vendre). Cependant, cette interprétation quantitative un peu mécanique reste contestée tant que le lien entre baisse de la masse monétaire et baisse de l'activité économique est davantage une corrélation macro-économique constatée qu'une causalité micro-économique fondée sur les comportements des agents économiques.

Cette lacune a conduit à une réinterprétation de la crise qui en est actuellement l'explication la plus largement acceptée. L'impact macro-économique des crises bancaires résulte selon cette interprétation de la disparition de la fonction d'intermédiation que fournissent les banques, fonction essentielle à la bonne allocation des ressources financières de l'économie. Plus précisément, cette nouvelle explication repose sur l'asymétrie d'information qui existe dans toute relation de crédit: le prêteur ne connaît pas précisément la situation financière de son emprunteur, ni la qualité de l'emploi qu'il veut faire de son argent. Dans cette situation, on peut montrer qu'une augmentation de l'incertitude ou du nombre de faillites peut conduire à un cercle vicieux dans lequel la méfiance des prêteurs (déposants envers leurs banques, banques envers leurs débiteurs) augmente à mesure que la situation des emprunteurs se détériore, tandis que cette détérioration résulte elle-même de la suppression des crédits que refusent désormais des prêteurs à la recherche de davantage de liquidité. Une étude détaillée sur les opérations des banques américaines durant les années 1930 a montré la validité de cette interprétation en observant que les craintes de ruées sur les dépôts conduisaient les banques à tenter de faire rembourser leurs crédits passés, à diminuer leurs nouveaux crédits et à

augmenter leur liquidité, tandis que les faillites d'entreprises qui en résultaient les mettaient en difficultés et attisaient ainsi la méfiance des déposants. Ces effets étaient renforcés par la fragilité structurelle du système bancaire américain, due à son émiettement géographique, à sa faible concentration et à ses prises de risque parfois excessives. En l'absence de crédit, les entreprises, même dotées de projets d'investissement rentables, ne pouvait les mettre en œuvre, alors même que ces crédits étaient d'autant plus indispensables que l'autofinancement était limité par la chute des profits.

Cette interprétation, connue sous le terme de *credit crunch*, a l'avantage d'expliquer la durée de la crise (la reconstruction des relations d'intermédiation, basées sur la confiance, prenant du temps) et l'absence de retour automatique vers la stabilité. Elle maintient le primat de la crise bancaire dans l'aggravation de la dépression, dans la lignée monétariste. En même temps, elle fait le deuil d'un des aspects importants de l'analyse strictement quantitativiste en ce qui concerne les conséquences à tirer de la crise : au lieu de résulter d'erreurs de politique monétaire dans un monde spontanément stable, la dépression résulte fondamentalement de l'instabilité potentielle des systèmes financiers, qui requièrent une intervention politique limitant les anticipations de risques, coordonnant les comportements, garantissant la confiance dans le système à défaut de la foi dans chacune de ses composantes.

Leçons de la crise

Ces différentes interprétation peuvent être mises en parallèle avec les leçons qui ont été tirées de la crise et avec les politiques économiques suivies pour éviter son renouvellement.

Les interprétations keynésiennes ont conduit à des politiques de gestion de la demande, spécialement à des relances par la consommation et l'investissement publics. Paradoxalement, elles ont été mises en œuvre principalement dans les années 1960 durant lesquelles la tendance était plutôt à l'inflation qu'à la déflation qu'elles étaient destinées à éviter, ce qui conduisit à les discréditer aussi largement qu'exagérément. Ces interprétations et politiques keynésiennes n'accordent qu'une place secondaire aux aspects financiers, sans doute parce qu'elles sont conçues et utilisées dans un contexte (les années 1950 à 1980) dans lequel les systèmes financiers sont peu développés et stables pour les raisons qui suivent.

Les interprétations financières, dont on a vu l'importance dominante, eurent leur parallèle (et souvent leur antécédent chronologiquement) dans de multiples réglementations du système financier destinées à établir une protection de l'économie contre l'instabilité « naturelle » de la finance de marché. La conviction de la fragilité structurelle du capitalisme, étayée sur

l'immunité de l'URSS envers la crise mondiale, s'ajouta d'ailleurs à une hostilité (croissante depuis le début du siècle) envers le pouvoir de Wall Street sur l'industrie pour conduire l'administration Roosevelt à des réformes importantes qui furent imitées dans de nombreux pays.

Pour éviter les *runs* des particulier sur les banques, un système d'assurance des dépôts fut mis en place. L'idée que la banque centrale a un rôle de prêteur en dernier ressort en cas de crise systémique s'affirma, même si l'on n'osa pas l'inscrire dans les textes. Pour éviter d'avoir à y recourir, le Banking Act de 1935 mit en place une surveillance centralisée du système bancaire. Dans la mesure où l'on considérait (sans doute à tort) que c'était leur activité boursière (les crédits qu'elles consentaient aux *brokers* pour leurs opérations non couvertes à terme, mais aussi leur implication dans des émissions de titres) qui avait provoqué les difficultés des banques, celles-ci se virent interdire toute prise de position en Bourse et toute prise de participation dans le capital des entreprises, à moins de se spécialiser dans cette activité. Par ailleurs, la création de la Securities and Exchange Commission fournit un arbitre du fonctionnement du marché boursier destiné à éviter les opérations douteuses auxquelles le public attribue naturellement les crises.

Ces mesures semblent avoir été efficaces pour empêcher durablement les crises bancaires. Elles ont moins freiné le développement des banques (sauf en ce qui concerne les banques de dépôt américaines, toujours défavorisées par les restrictions à l'ouverture d'agences ou de filiales hors de leur Etat d'origine), que celui des opérations financières et des marchés. Un capitalisme non financier se développa ainsi à base d'entreprises « managériales » largement autofinancées dans lesquelles les considérations financières n'étaient pas premières, et les actionnaires peu puissants.

Les années 1970 devaient pourtant voir la remise en question de ces restrictions à l'activité financière. On rappela que l'existence d'économies d'échelle et de synergies, ainsi que la baisse des risques par la diversification des portefeuilles suggèrent également qu'une concentration accrue du système bancaire peut être efficace, ce qui rend absurde une législation trop hostile à des fusions ou à un élargissement des activités. On redécouvrit surtout l'efficacité des marchés financiers pour l'allocation du capital, et la possibilité de couvrir un grand nombre de risques grâce à des produits financiers adéquats, ce qui permit d'augmenter les services rendus et la rentabilité des capitaux engagés dans l'activité bancaire. Année après année, l'ensemble de l'édifice du New Deal en matière financière fut et est encore transformé par l'innovation financière et la restructuration du système bancaire.

L'internationalisation de l'économie mondiale renforça ces évolutions en rendant plus difficile tout contrôle national sur la finance.

Il reste cependant que les nouveaux produits financiers comportent eux-mêmes des risques (souvent mal connus ou mal mesurés tant ces produits sont complexes) et que le droit illimité d'exercer l'ensemble des activités financières peut conduire à des engagements excessivement concentrés ou à des conflits d'intérêt entre activités ou entre clientèles que les banques centrales, les autorités de la concurrence ou des opérations de bourse ont du mal à mesurer. L'incapacité récemment observée des prix Nobel d'économie concepteurs des méthodes modernes de valorisation des options à mesurer correctement les risques de liquidité encourus par les milliards de dollars qu'on leur avait confiés imposa récemment une intervention d'urgence de la banque centrale américaine qui témoigne que les risques de la libéralisation financière peuvent être considérables. La nécessité d'une re-réglementation ou au moins d'une surveillance améliorée qui tienne compte des risques nouveaux et ne prête pas le flanc au contournement par des opérations transfrontalières est clairement perçue par les autorités de nombreux pays qui tentent de s'entendre sur sa mise en œuvre.

Outre les leçons tirées de la crise en matière de réglementation financière et de protection du système financier, on considère souvent que le précédent de 1929 a conduit à une réaction plus rapide et plus appropriée aux krachs boursiers, l'exemple le plus cité étant celui de 1987. A la différence de 1929, l'intervention rapide des banques centrales réinjectant la liquidité nécessaire aurait évité l'approfondissement de la crise. Cependant, on l'a vu, la Banque fédérale de réserve de New-York intervint rapidement au lendemain du krach boursier d'octobre 1929, et parvint à éviter une panique bancaire et même un temps la chute des cours. C'est dans les mois suivants qu'une politique monétaire plus souple aurait été nécessaire, moins pour contrer les effets du krach que celui de la crise économique. Un contexte similaire ne s'est pas rencontré depuis, mais on espère que la leçon en reste inscrite dans les mémoires.

II. Une crise financière et monétaire internationale

Une lignée d'interprétation de la grande dépression et donc de leçons qui en ont été tirées, s'appuie ainsi sur l'expérience proprement américaine, et donne une place importante à la crise financière. L'analyse de celle-ci conduit à des remèdes au centre desquels se trouvent la surveillance et le contrôle du système financier par une banque centrale (ratios de réserves et de liquidités divers), des garanties de stabilité du système (assurances des dépôts, intervention de prêteur en dernier ressort), et plus récemment la mise en place de formes autogérées de

contrôle des risques (surtout des risques de marché) par les établissements financiers (appuyées sur des modèles d'évaluation des risques).

Une deuxième lignée d'interprétation de la crise des années 1930 repose sur une logique différente (même si elle n'exclut pas la première). Elle suggère que la transmission internationale de la crise a joué un rôle majeur dans son approfondissement, voire que la crise trouva ses origines profondes dans les relations économiques et politiques internationales, aggravées par le système de changes fixes bancal qui reliait à nouveau les principaux pays depuis le milieu des années 1920. Les conclusions qu'elle tire de cet épisode en termes de politique économique sont très différents, et débordent d'ailleurs le cadre strictement économique.

1. Système monétaire international et transmission de la crise

Le système monétaire international de changes fixes joua sans doute un rôle majeur dans la diffusion et l'approfondissement de la crise dans sa dimension réelle (non financière) en transmettant les chocs subis par la demande et par les prix dans un pays vers ses voisins, les mécanismes de stabilisation automatique décrits par la théorie classique n'ayant guère fonctionné.

Une lecture mondiale de la dépression conduit à souligner les crises que subirent les pays producteurs de produits primaires dès la deuxième moitié des années 1920. Ces pays (en Amérique latine ou en Océanie en particulier) s'étaient endettés dans les années 1920 pour construire les capacités de production nécessaires aux besoins apparemment indéfiniment croissants de l'Europe. Quand le prix de leurs exportations s'effondra, ils se trouvèrent face à de graves crises de balance des paiements.

Les pays dont les ressources à l'exportation se tarirent et qui ne purent recourir à l'emprunt à l'extérieur se trouvèrent forcés de choisir entre trois solutions: une politique orthodoxe de rigueur (hausse des taux d'intérêt, baisse des revenus intérieurs de manière à dégager des ressources pour l'exportation, à diminuer la demande d'importations et à faire baisser les prix pour relancer les exportations); une faillite sur la dette extérieure (mais qui faisait encourir un risque de sanctions commerciales voire diplomatiques) ; une dévaluation (qui abaissait le prix international des biens nationaux, stimulant l'exportation, rehaussait le prix intérieur des biens étrangers, réduisant les importations et freinant la baisse du niveau général des prix avec ses conséquences économiques et financières désastreuses). La première solution fut privilégiée

par la plupart des pays périphériques qui espéraient pouvoir recourir encore au marché international des capitaux et savaient que celui-ci leur serait fermé en cas de faillite ou de dévaluation. En outre la dévaluation aurait augmenté la charge nominale de la dette extérieure, ce qui la rendait immédiatement coûteuse, tandis que les gains en termes d'augmentation des exportations étaient rendus incertains par la faible élasticité prix de la demande mondiale de produits primaires. Enfin, les considérations politiques amenèrent nombre de pays périphériques à rester dans l'orbite d'une grande monnaie internationale. Ceci leur permit de suivre la livre sterling quand elle quitta l'étalon-or en 1931, alors qu'ils n'auraient pas osé le faire sans elle.

L'inconvénient majeur du système de changes fixes, et la raison pour laquelle l'ajustement automatique prévu par la théorie classique n'eut pas suffisamment lieu, est l'asymétrie qui y existe entre pays à excédents et à déficits de balance des paiements. Pour éviter de quitter le système de change, un pays en déficit était contraint à une politique de rigueur qui aggravait sa situation (au moins à court terme) tandis qu'un pays excédentaire n'avait aucune obligation de relancer son économie, ce qui aurait pourtant été nécessaire pour une augmentation de la demande adressée aux pays déficitaires. C'était le cas à la fin des années 1920 des Etats-Unis et de la France. Pire: ces deux pays connaissaient le plein-emploi et une forte croissance, de sorte qu'une relance aurait été peu efficace car elle se serait heurtée aux limites des capacités de production. Au lieu de laisser les entrées de capitaux augmenter le crédit et les prix, ces pays les "stérilisèrent" et menèrent une politique de relative rigueur. Ceci créa un biais déflationnistes mondial qui, en situation de rigidité des salaires, conduisit à une chute de la production.

A défaut d'accroître leur demande interne, les pays excédentaires auraient pu prêter davantage aux autres, permettant le financement de déficits provisoires de balance des paiements et évitant l'approfondissement de la crise en dépression mondiale. Mais ici apparut un conflit classique entre ajustement à court terme et à long terme. Autant il était souhaitable à court terme de faciliter les transitions en accordant des crédits et des facilités de paiement, autant cela risquait d'encourager les débiteurs à retarder la mise en œuvre de solutions de fonds et donc d'aggraver leur situation à long terme. Ce d'autant plus que les emprunteurs étaient, depuis le début de la décennie, toujours les mêmes, sans doute du fait des niveaux inadaptés de stabilisation des principales devises durant les années antérieures. La maîtrise des fluctuations conjoncturelles était ainsi en conflit avec les conditions du fonctionnement durable d'un marché international des capitaux efficace, du fait que le niveau de l'endettement international de nombreux pays victimes du choc sur leurs exportations rendait trop probable

leur cessation de paiement au cas où de nouveaux crédits leur seraient accordés. L'incapacité à résoudre ce conflit explique pourquoi l'aspect financier est ainsi au cœur de la transmission internationale de la dépression des années 1930 : aucune instance nationale ou internationale n'était capable de fournir les crédits ou les dons nécessaires. Le système de change ne faisait finalement que rendre plus brutales les crises financières nationales en leur ajoutant des crises de change.

2. Crise européenne et dimension politique de la crise

A côté de la crise précoce de la périphérie, celle de l'Allemagne joua certainement un rôle important dans le déclenchement de la crise. Le paiement des Réparations soumettait la balance des paiements allemande à une pression continue, qui fut levée durant les années 1920 par des crédits américains considérables (on a été jusqu'à parler des "Réparations américaines envers l'Allemagne"). La situation économique allemande resta fragile malgré ces crédits, sans doute du fait des tensions sociales qui conduisaient à des salaires élevés destinés à acheter la paix sociale, et de la faiblesse d'un marché financier qui ne se remettait que lentement de l'hyperinflation. Une récession forte commença en 1927 (la Bourse atteignit son maximum au printemps, et la demande intérieure commença à baisser peu après), qui joua d'abord un rôle dans le démarrage de la crise mondiale à travers à la fois la baisse de la demande de matières premières et les effets récessifs exportés d'une politique restrictive nécessaire à maintenir la convertibilité du mark. La situation fut aggravée par le recul des prêts américains qui eut lieu à la mi-1928, quand les détenteurs américains de capitaux réallouèrent leurs portefeuilles des obligations allemandes vers les actions américaines dans l'espoir de bénéficier de la hausse de Wall Street. Le gouvernement allemand renforça alors sa politique d'austérité dans l'espoir de pouvoir payer Réparations et intérêts de la dette externe, et d'obtenir par sa "vertu" une réduction des Réparations dans les négociations du plan Young. Les taux d'intérêt élevés qui en résultèrent ne suffirent pas à attirer des capitaux des Etats-Unis (d'autant qu'outre les cours des actions, les taux d'intérêt y avaient aussi augmenté), mais seulement de France. Les crédits français étaient cependant soumis aux incertitudes des négociations politiques sur les Réparations, et ils diminuaient lorsque celles-ci se déroulaient mal, comme au printemps 1929.

La crise restait alors essentiellement réelle, résultat des coûts élevés d'adaptation de l'économie allemande au besoin de dégager le montant des Réparations dans un contexte de taux de changes fixes aux parités en partie mal adaptées. La difficulté principale était de faire

accepter aux allemands une amputation durable de leur niveau de vie au profit des Alliés. Quelque profond que fût le conflit sur ce point, il n'empêchait pas des discussions entre les parties. Le début de la crise américaine vit d'ailleurs une coopération internationale réussie dans la baisse des taux d'intérêt en 1929-1930, qui permit d'encourager une reprise économique sans augmenter les pressions sur les balances des paiements les plus fragiles. Quand l'Allemagne obtint, dans le cadre du plan Young (accord conclu au printemps 1930) une réduction des versements au titre des Réparations (de 2,5 à 2 milliards de marks par an, avec une réduction spéciale à 0,7 milliards pour la période septembre 1929-mars 1930), et un nouveau crédit d'1,2 milliards de marks qui devait faciliter la transition, on put penser que la récession touchait à sa fin. En réalité, la crise économique, si elle voyait ses causes réelles traitées, allait se voir renforcée par une crise financière internationale d'une ampleur unique, qui allait renverser systèmes bancaires et monétaires des principaux pays du monde.

La crise financière qui commença à l'automne 1930 avait des racines réelles multiples en Autriche ou en Allemagne, mais elle ne prit de l'ampleur que du fait de l'absence de coopération internationale, qui elle-même résultait d'abord des tensions politiques internationales. Une des sources principales de la transmission internationale de la crise financière se trouve paradoxalement dans le plan Young lui-même : en effet, à titre de compensation de la baisse du montant dû par l'Allemagne au titre des Réparations, le plan inversa la hiérarchie entre les Réparations et les autres dettes de l'Allemagne. Alors que depuis le plan Dawes (1924) l'Allemagne ne payait au titre des Réparations que les montants qu'elle parvenait à dégager au delà des intérêts dus sur la dette commerciale, l'inverse devint vrai. Les répercussions furent importantes: alors qu'auparavant les créanciers internationaux pouvaient prêter à l'Allemagne sans risque important tandis que l'Allemagne avait intérêt à s'endetter au maximum (puisque cela lui permettait d'obtenir de l'argent sans augmenter le montant total qu'elle devrait déboursier, grâce à un remplacement des paiements de Réparations par des intérêts de la dette commerciale), ces créanciers encourraient désormais des risques considérables. Non seulement il devenait dangereux de prêter davantage, mais le niveau de la dette existante était désormais considéré comme excessif. Ceci, davantage que la crise économique antérieure, mit en difficulté banques allemandes et américaines.

Banques allemandes d'abord, car à partir de septembre 1930 des sorties de capitaux d'Allemagne eurent lieu lorsque les banques étrangères, spécialement américaines, tentèrent de retirer leurs capitaux engagés en Allemagne, et des Allemands voulurent se protéger des aléas politiques grandissants (les élections de 1930 virent une forte progression des nazis).

Une crise de ce système était inévitable car les crédits à court terme représentaient l'essentiel de la dette allemande, et que cette dette était due largement par un système bancaire dont l'actif était moins liquide que ce passif, (en partie du fait de la liquidation des fonds propres des banques par l'hyperinflation, qui n'avait pas encore été compensée). Ces tensions aboutirent à une première crise en Autriche, qui connaissait les mêmes difficultés bancaires et politiques, avec les difficultés du Credit Anstalt en mai 1931. Celles-ci s'étendirent alors comme une traînée de poudre par un phénomène de contagion psychologique (plus que par des créances directes) à l'Allemagne. Dans les deux pays, la crise bancaire fut aggravée par les sorties de capitaux effectués par les nationaux, bien placés pour observer la fragilité des systèmes bancaires et soucieux devant la détérioration des finances publiques ; elle se transforma en crise monétaire car toute tentative de sauvetage du système bancaire imposait une création monétaire qui menaçait la convertibilité de la monnaie (fin 1930 les créances étrangères à court terme représentaient trois fois les réserves de la Reichsbank).

La seule solution à court terme était un prêt international d'envergure qui permît de compenser l'impact sur la couverture monétaire de l'intervention du prêteur en dernier ressort. C'est à ce point que les difficultés de coopération internationale et les tensions politiques apparurent le plus nettement. Face aux difficultés de la banque centrale autrichienne comme peu après de la Reichsbank, les différents pays réagirent de manières différentes. La France voulut profiter de cette urgence pour imposer l'abandon du projet d'union douanière austro-allemand (qui contrevenait d'ailleurs au traité de Versailles). Le retard qui en résulta suffit à donner une telle dimension à la crise que la seule solution devint un moratoire sur les paiements internationaux (proposé par le président américain Hoover le 20 juin mais accepté par la France le 6 juillet seulement) et une suspension de la convertibilité des monnaies autrichienne et allemande.

Les répercussions dépassèrent largement l'Europe. Devant l'effondrement de la confiance, les pays déficitaires se heurtèrent tous à une impossibilité d'emprunter, voire de renouveler leurs emprunts: les cessations de paiements d'Etats se multiplient alors en Amérique latine, ainsi que les dévaluations. Les banques américaines subirent des pertes, une immobilisation de leurs créances et une perte de confiance de leur clientèle qui conduisit à la seconde crise bancaire. Les banques anglaises, dont la position traditionnellement illiquide (la Grande-Bretagne tenta durant les années 1920 de retrouver sa position de créancière mondiale mais ne put du fait de la situation de sa balance des paiements le faire qu'au prix d'un endettement international à court terme, les fameuses balances sterling) fut aggravée par l'immobilisation de leurs avoirs allemands, subirent un *run* international qui imposa la dévaluation de la livre sterling (21 septembre 1931). La crise financière était devenue mondiale et disloquait le

système mondial des relations financières, des paiements et des taux de change. Le dollar lui-même fut dévalué au printemps 1933.

Au total, dans un contexte d'endettement à court terme international important et de difficultés fréquentes de balance des paiements, une crise financière se propagea rapidement d'un système bancaire à un autre du fait des interdépendances entre systèmes bancaires, de phénomènes de contagion psychologique qui augmentaient les besoins de financement "réels" de fuites de capitaux reposant sur les anticipations, le tout aggravé par des crises de change. La lutte contre une telle crise ne pouvait se faire au niveau national parce que l'action de prêteur en dernier ressort entraînait rapidement le doute sur l'attachement à la convertibilité, ce qui produisait des fuites de capitaux qui aggravaient la crise. Seule une coopération internationale aurait pu permettre de freiner la crise, mais les tensions politiques s'y opposaient. Un exemple en est donné par l'action de la Banque des règlements internationaux. Créée en 1930, la BRI avait pour mission la surveillance des systèmes bancaires et la coopération internationale. Elle échoua d'abord parce qu'elle n'avait pas encore l'autorité nécessaire à coordonner les banques centrales des différents pays. Plus prosaïquement, le fait qu'elle fut également chargée de surveiller le paiement des Réparations fit que le Sénat américain interdit au Système de réserve fédéral de participer à son activité (par crainte de voir liées Réparations et crédits interalliés), ce qui limita grandement ses capacités d'action. Ce repli des Etats-Unis, première puissance économique mondiale (repli dont son retour au protectionnisme dès le début de la crise fut un autre trait), est d'ailleurs sans doute ce qui contraste le plus avec leur comportement stabilisateur après 1945 et avec celui de l'Angleterre avant 1914. Charles Kindleberger y voit la cause la plus profonde de la crise : l'absence d'un pays capable de jouer le rôle de guide et de prêteur en dernier ressort mondial dans la crise (on peut d'ailleurs penser que, l'eussent ils voulu, les Etats-Unis n'avaient pas encore l'autorité nécessaire pour rassurer les marchés mondiaux). En termes politiques, la crise s'aggrava parce que la confiance entre pays avait cédé la place à la méfiance, et parce qu'aucun n'était capable ou désireux d'assumer les coûts et la responsabilité d'organiser la coopération.

3. Les conséquences : coopération internationale, contrôle des changes ou assouplissement des systèmes de change : de Bretton-Woods à aujourd'hui.

L'interprétation de la dépression qui modela la réorganisation économique de l'après-guerre est la suivante: la transmission internationale de la dépression avait résulté de l'importance des flux de capitaux à court terme spéculatifs (*hot money*), de la fragilité des systèmes bancaires, de l'absence de coordination entre banques centrales, des dévaluations compétitives et de la rigidité excessive du système de changes fixes (spécialement de son incapacité à résoudre sans rigorisme excessif des déséquilibres structurels de balance des paiements). La mise en place des institutions de Bretton-Woods reposa donc sur l'idée qu'il convenait certes de faciliter les échanges entre pays (forts réduits au lendemain de la guerre), mais que laissée à elle-même la liberté de mouvements de capitaux risquait de faciliter le retour de crises graves. D'où la création d'un système de changes fixes mais ajustables (en cas de déséquilibre majeur, il vaudrait mieux dévaluer que contracter l'économie), l'autorisation du maintien de contrôles des mouvements de capitaux (et l'encouragement à leur surveillance par les gouvernements nationaux, le FMI et la BRI), et les programmes d'aide du FMI pour les épisodes de stabilisation douloureux et plus tard pour les crises financières. En revanche le caractère central du dollar dans l'après-guerre résulta davantage de la guerre que de la grande dépression.

Dès les années 1960 cependant, les critiques s'attaquèrent à la fois au système de Bretton-Woods et aux interprétations de la grande dépression qui le sous-tendaient. La méfiance envers les mouvements internationaux de capitaux fit place à une progressive reconnaissance de leur nécessité (du fait de leur complémentarité avec un commerce dont on ne pourrait surveiller toujours tous les flux de paiement) et de leur efficacité (dans un monde où certains pays, spécialement les plus "jeunes", présentaient des occasions d'investissement supérieures). Aujourd'hui, si on reconnaît en général qu'ils peuvent aggraver voire provoquer des crises financières, ils ne sont plus remis en question sérieusement. Deuxième changement majeur: alors que le système de Bretton-Woods maintenait des changes fixes dans l'idée que les taux de changes étaient trop influencés par des anticipations changeantes pour s'établir à des niveaux proches de leur équilibre économique de manière stable, on affirma que des changes flexibles seraient automatiquement stables, qu'ils accompliraient souplement l'ajustement nécessaire par les déséquilibres structurels sans faire encourir les risques de changements de parité brutalement imposés par les marchés que comportait un système de changes fixes mais ajustables. Les crises de change successives depuis 1971 et plus que toutes la crise du SME de 1992 démontrèrent qu'on ne peut plus aujourd'hui empêcher les marchés de casser une parité fixe, même si dans le système de Bretton-Woods les freins longtemps mis à la liberté de

mouvement des capitaux évitaient ce type de crise, et si la fixité des changes évitait les fluctuations erratiques des taux de changes réels constatés depuis 1973.

Tirant les leçons de l'entre-deux-guerres, on considère que l'indépendance des politiques nationales impose, dans un monde de liberté de mouvements de capitaux, un système de changes flexibles, le taux de change permettant de rendre compatibles des politiques parfois divergentes et souvent motivées par des raisons de politique intérieure. Pourtant, les politiques semblent également contraintes dans un monde où les capitaux peuvent se retirer de tout pays à tout instant.

Les années récentes ont montré abondamment que la transmission internationale de crises financières n'est pas un fait du passé, même si elle semble largement cantonnée à des pays reliés par des systèmes de changes fixes (crises du peso mexicain ou d'Asie du Sud-Est en 1997), et si elle peut être essentiellement indépendante de toute crise financière interne (la crise du SME de 1992 ne comporta pas d'effondrement de systèmes bancaires, ni d'ailleurs de conséquences économiques majeures), elle peut aussi l'exacerber voire être sa source majeure (comme parfois en Asie du Sud-Est semble-t-il).

Malgré la multiplication de ces crises, la libéralisation du système financier international n'a pas été compensée par l'apparition d'un prêteur en dernier ressort international que certains appellent de leurs vœux, et qui serait le complément au niveau mondial des banques centrales nationales, un complément rendu nécessaire par la transmission internationale des crises. Le FMI a joué partiellement ce rôle en 1997, mais le débat est ouvert de l'utilité de l'orienter dans cette direction.

Conclusion

Nous avons montré en premier lieu que la crise des années 1930 aux Etats-Unis est actuellement décrite par les spécialistes comme résultant surtout d'un *credit crunch*, façon d'expliquer la durée de la contraction monétaire et réelle malgré des ajustements massifs de prix. Cette interprétation, qui réduit sans le supprimer le rôle de la politique monétaire quantitative dans la réaction à une crise, suggère que la prévention d'une telle crise passe par l'établissement de relations coopératives entre banque centrale et système financier et par une réglementation du système financier: séparation des activités de crédit et boursières, spécialisation des banques, contrôle de leur activité, surveillance du crédit boursier. La critique libérale de ces réglementations a conduit à leur démantèlement partiel depuis 20 ans. Risque-t-on de ce fait une nouvelle crise grave ? Sans doute pas. En effet, d'une part

demeurent en place nombre des mécanismes protecteurs mis en place au lendemain de la crise (spécialement l'assurance des dépôts et la philosophie du prêteur en dernier ressort); d'autre part l'information sur le système financier et les risques encourus s'est plutôt améliorée; enfin l'impact du *credit crunch* a été démultiplié dans les années 1930 par d'autres causes majeures de la crise : l'existence d'un système de changes fixes international imparfaitement crédible et l'absence (du fait de l'existence de conflits politiques majeurs entre pays) d'une véritable coopération internationale. La conjonction de toutes ces causes de crises ne s'est pas renouvelée et semble improbable. Néanmoins la libéralisation et la croissance des flux financiers internationaux, la fréquence des déséquilibres structurels et des fluctuations des taux de changes, et la difficulté de la surveillance des opérations financières internationales font que des risques demeurent. L'effritement de la domination des Etats-Unis et de leur capacité à imposer les coopérations internationales nécessaires (menacées par l'émergence politique de l'Europe ou par celle, économique, de la Chine) pourrait faire renaître des tensions rendant plus difficile la résolution de crises financières. La mise en œuvre d'un véritable pouvoir monétaire international relevant de l'illusion dans un monde dominé par les intérêts des Etats, c'est à la sagesse de ceux-ci qu'il faut s'en remettre.

Annexe : Chronologie rapide de la crise

1923 Hyperinflation allemande.

1924 Plan Dawes de règlement des Réparations allemandes.

1925 (avril) Stabilisation de la livre à la parité d'avant guerre, sans doute surévaluée.

1927 (mi-) Début de la crise économique en Allemagne.

1928 (juin) Stabilisation du franc à une parité sans doute sous-évaluée (Poincaré).

1929 (juin) Plan Young de règlement des Réparations (ratification en France : avril 1930).

1929 Tarif Howley-Smoot protectionniste américain.

1929 (24 octobre) effondrement de la bourse de New-York.

1930 (automne) Première crise bancaire américaine (Bank of United States).

1930 (novembre) Faillite de la Banque Adam, puis de la Banque nationale de Crédit.

1931 Projet d'union douanière austro-allemande. Opposition française.

1931 (mai-juin) Faillites du Credit Anstalt (Autriche), puis de Danat Bank (Allemagne).

Attaques sur le schilling et le mark. Crédits internationaux à l'Autriche et à la Reichsbank.

1931 (juin) Moratoire Hoover sur toutes les dettes intergouvernementales.

1931 (21 septembre) Flottement de la livre sterling. Suivent avant décembre : couronnes scandinave et islandaise, mark finlandais, roupie indienne, livres égyptienne et palestinienne, dollar de Singapour, escudo, shilling et yen.

1931 (automne) Deuxième crise bancaire américaine.

1933 (printemps) Troisième crise bancaire américaine.

1933 (avril) Flottement du dollar (installation de F.D. Roosevelt à la Maison Blanche).

1933 (juin) Conférence économique internationale de Londres. Echec.

1933 Règlement définitif des Réparations.

1935 Banking act aux Etats-Unis.