

Module 2 / Partie 1 : Croissance et fluctuations depuis le XIXe siècle



La crise de 1929

PLAN

1. Un krach spectaculaire suivi de la Grande Dépression
2. Les interprétations de la Grande Dépression
3. Une politique de sortie de crise : le New Deal

**Module 2 / Partie 1 : Croissance et développement
du XIXe siècle à nos jours**

LA CRISE DE 1929

1

**UN KRACH SPECTACULAIRE
SUIVI DE LA GRANDE DÉPRESSION**

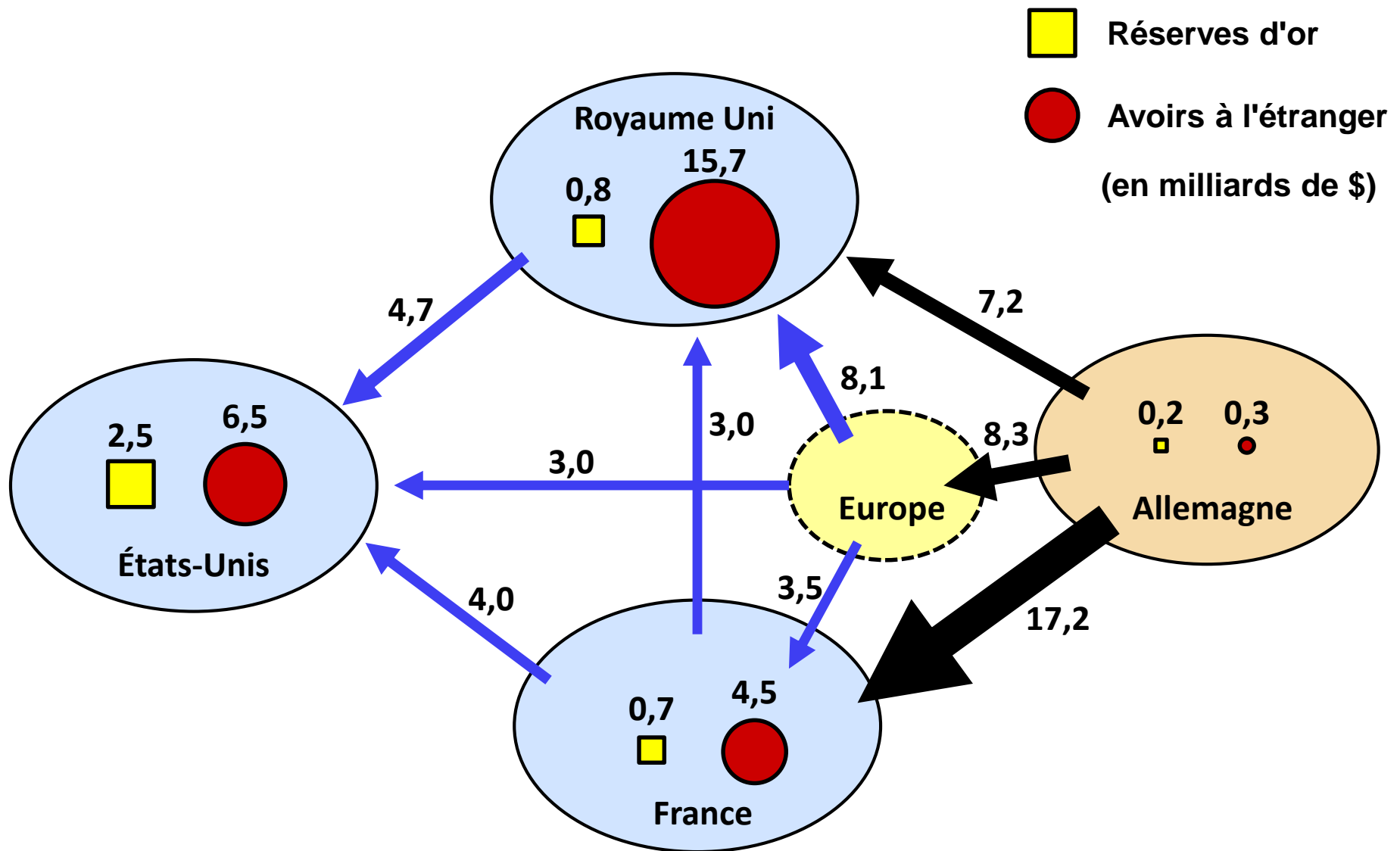
1.1.

L'ENVIRONNEMENT FINANCIER DE L'ENTRE-DEUX GUERRES

L'ordre économique mondial est profondément bouleversé par la 1^{ère} Guerre mondiale. Les pays européens sont exsangues alors que les États-Unis sont devenus la puissance dominante, non seulement du point de vue productif, mais aussi grâce aux réserves d'or accumulées durant le conflit.

Cette situation déstabilise les flux financiers et le système de changes international qui se reconstruit à du mal à prendre en compte les nouveaux rapports de forces. Par ailleurs, l'accélération de la croissance américaine durant les *Roaring Twenties* s'accompagne d'une envolée des marchés boursiers reposant largement sur une spéculation alimentée par le crédit facile.

DETTES ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE APRÈS 1918

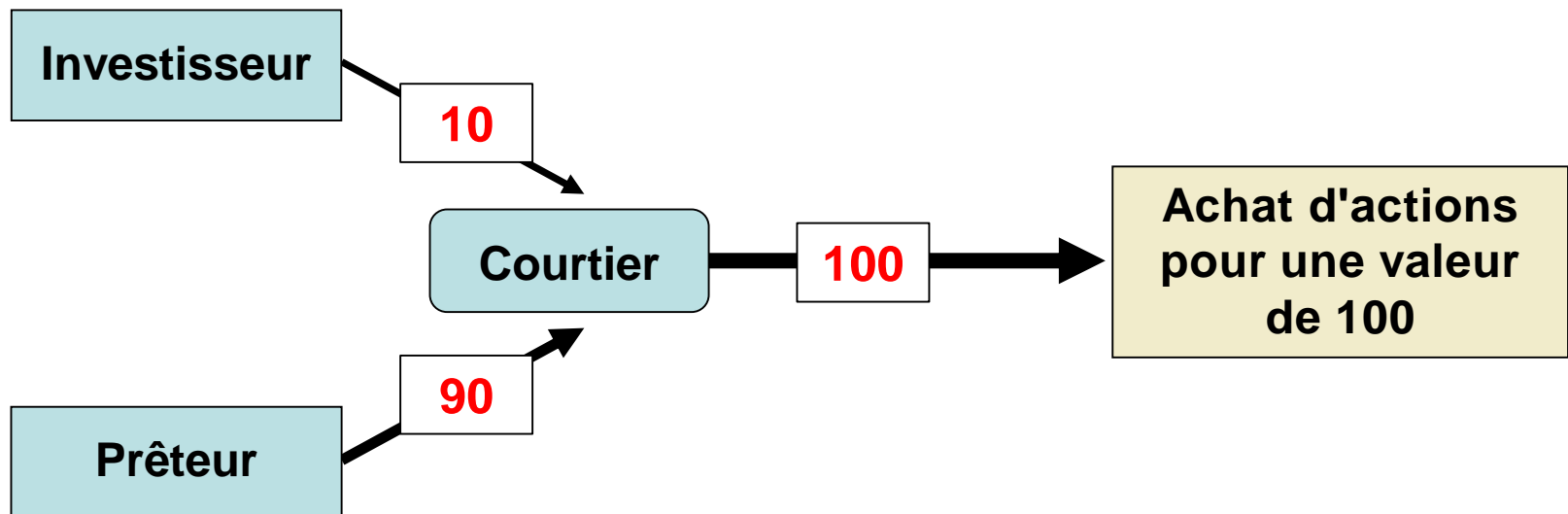


LE SYSTÈME DE L'ÉTALON-OR

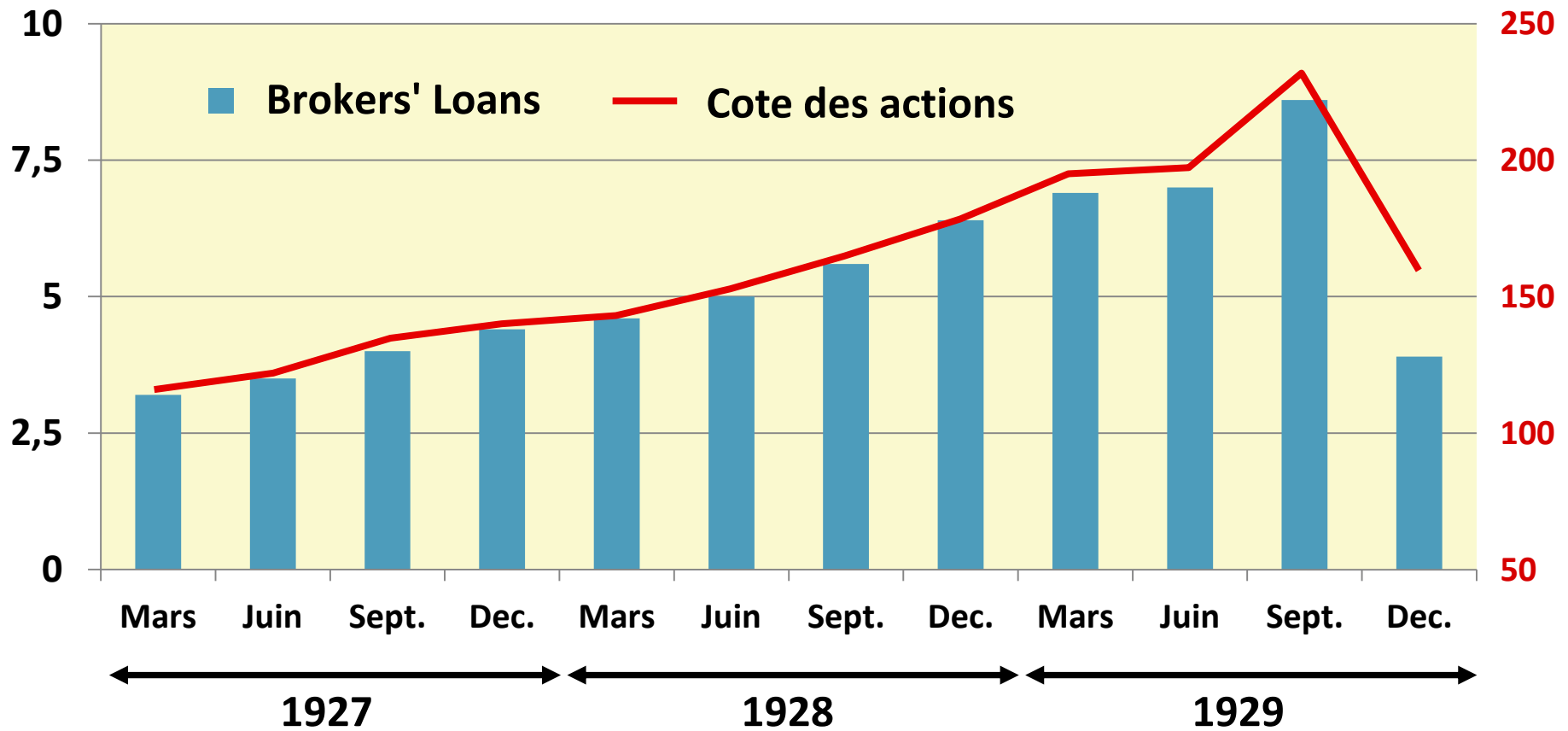
- Conversion des monnaies entre elles par l'intermédiaire de l'or.
- Chaque monnaie a une parité fixe en or.
- Les transferts d'or ajustent donc les déséquilibres des balances courantes.
- Mais les prix nominaux sont volatiles.

LES PRÊTS AUX COURTIER

- L'innovation financière d'avant-crise : les « brokers' loans »
Achat d'actions financé en partie par un emprunt, à taux variable et « callable » en une journée.



L'ENVOLÉE DES COURS FAVORISÉE PAR LES ACHATS À CRÉDIT



Le volume de ces prêts est un bon indicateur de la spéculation. En temps normal le total de ces prêts à très court terme (*call loans*) est d'environ 1 milliard à 1,5 milliard de dollars (ordre de grandeur en 1923-1924). A la fin de 1927, le total de ces prêts atteint \$ 3,5 milliards ; en juin 1928 5 milliards, en novembre 1928 6 milliards et plus de 7 milliards à la veille du krach d'octobre 1929.

1.2.

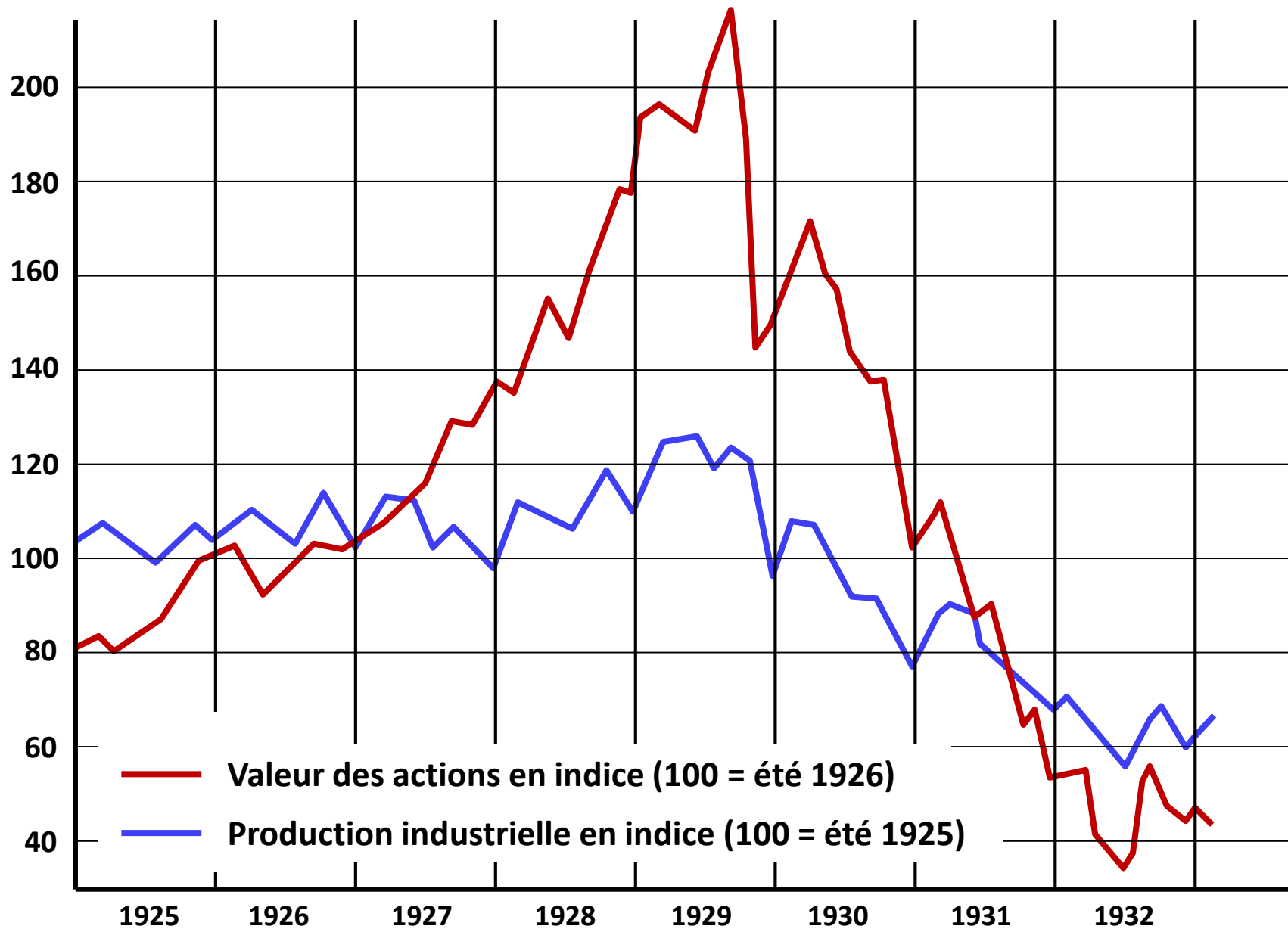
DU KRACH À LA RÉCESSION

Le krach boursier du « jeudi noir » à Wall Street apparaît initialement comme un épisode bien connu d'effondrement du cours des actions. Cependant, il provoque des faillites bancaires en cascade et les mouvements de capitaux propagent la crise à l'Europe. L'ensemble des pays industrialisés est frappé par le recul de la production industrielle et l'explosion du chômage. Les politiques déflationnistes aggravent la dépression, tout comme les mesures protectionnistes mises en œuvre au niveau national.

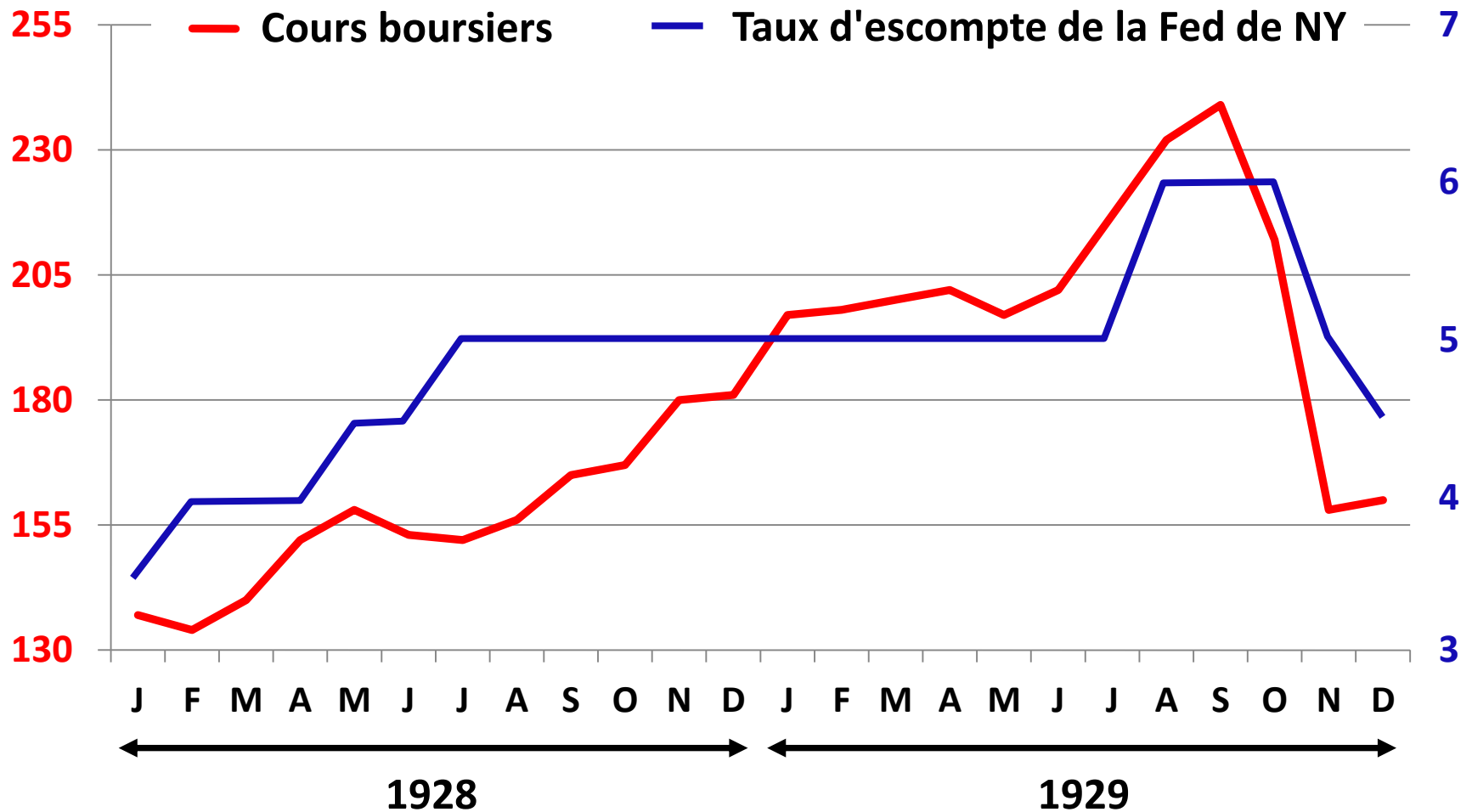
BULLE SPÉCULATIVE ET DÉBUT DE RÉCESSION

- Décembre 1926, importants transferts d'or vers la France.
- Bulle spéculative sur le marché boursier américain (la production industrielle commence à baisser en juillet 1929).
- La Fed réagit par une forte hausse de son taux d'escompte à partir de 1928, ce qui :
 - déprime l'investissement dans l'économie réelle (Keynes) ;
 - provoque les conditions du krach d'octobre 1929.

L'EMBALLEMENT BOURSIER AUX ÉTATS-UNIS



LA POLITIQUE MONÉTAIRE FACE À LA BULLE BOURSIÈRE



Selon Friedman, la Fed n'a pas réagi face à la montée des cours de Wall Street. Pour Keynes, la hausse des taux a freiné l'investissement et entraîné la récession.

CONSÉQUENCES DU KRACH SUR LA CONSOMMATION

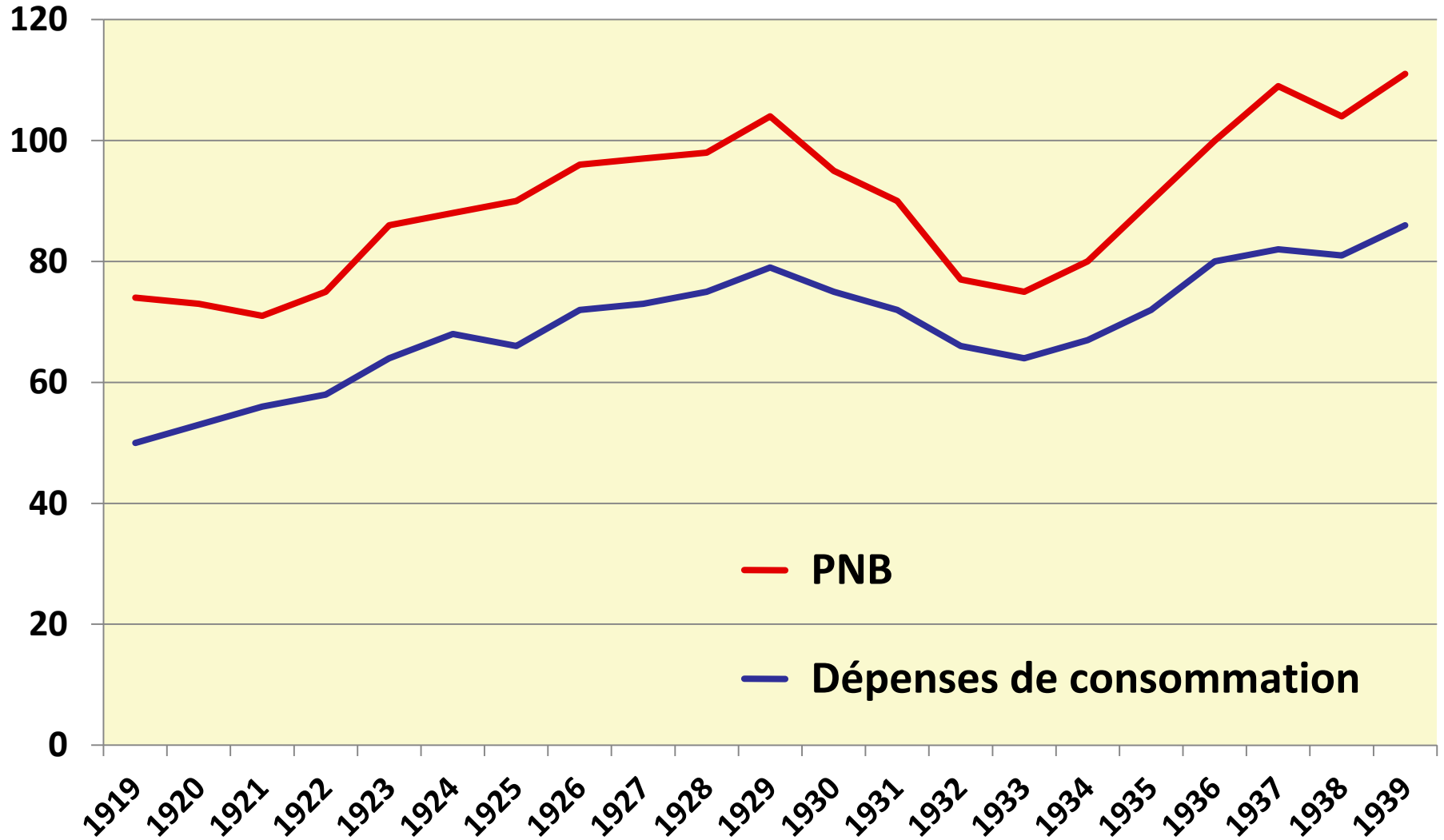
- Impacts pour les agents :
 - Effet richesse ;
 - Effet psychologique (anticipations, hausse de l'incertitude) ;
 - Impact sur l'endettement réel (la déflation s'accélère, + 20 % d'endettement réel entre 1929 et 1930).
- Réaction des agents :
 - Forte baisse de la consommation, particulièrement sur les biens durables.

DÉROULEMENT DE LA GRANDE DÉPRESSION

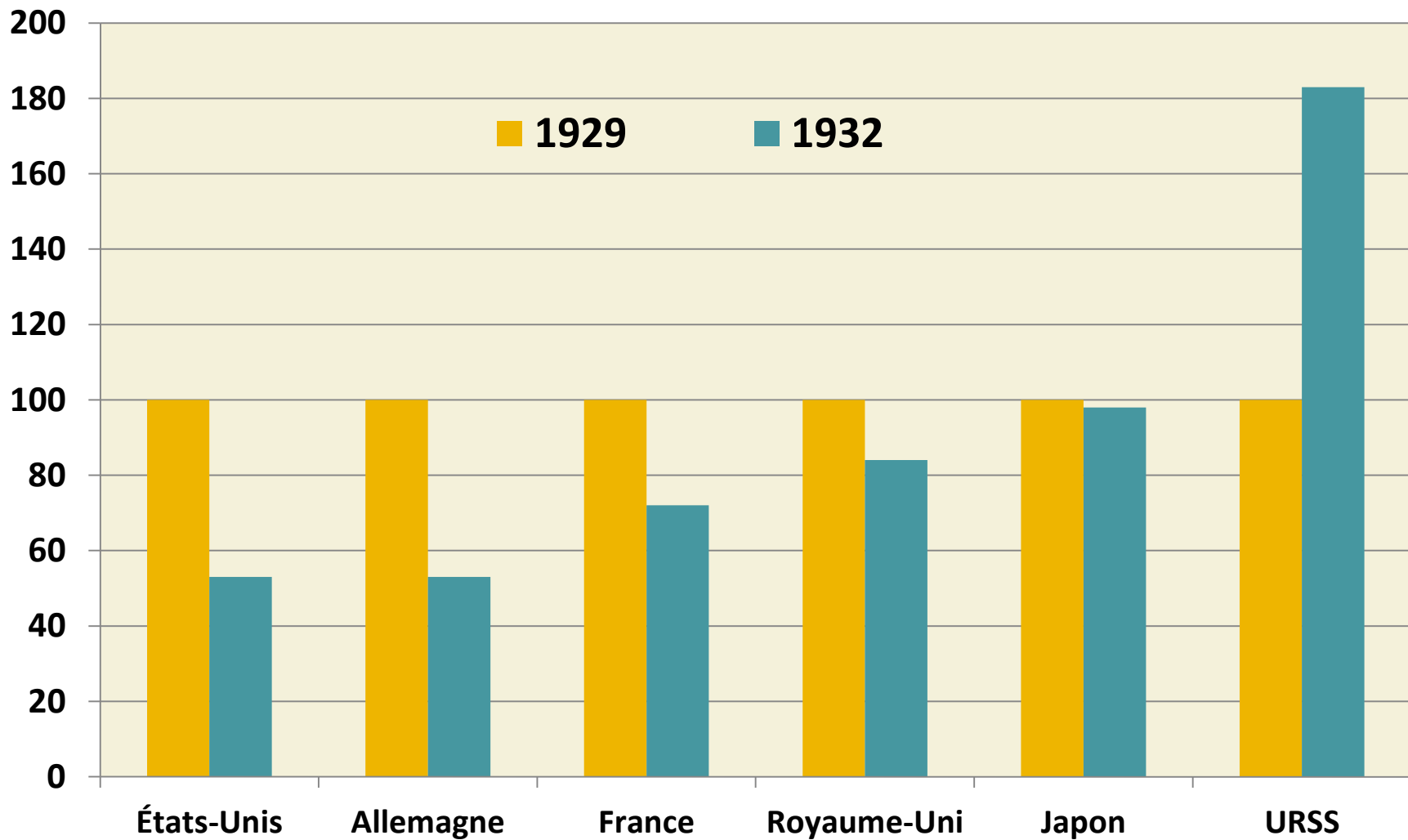
- Première crise bancaire en octobre 1930 : plus de 600 banques font faillite.
- Deuxième crise bancaire en mars 1931, aggravée par la faillite de la Kreditanstalt en mai en Autriche (2,7 Mds \$ de dépôts perdus).
- Abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne en septembre 1931.
- Dernière crise bancaire en janvier 1933, fermeture de toutes les banques du pays du 6 au 13 mars, 2000 ne rouvriront pas.

AMPLEUR DE LA RÉCESSION

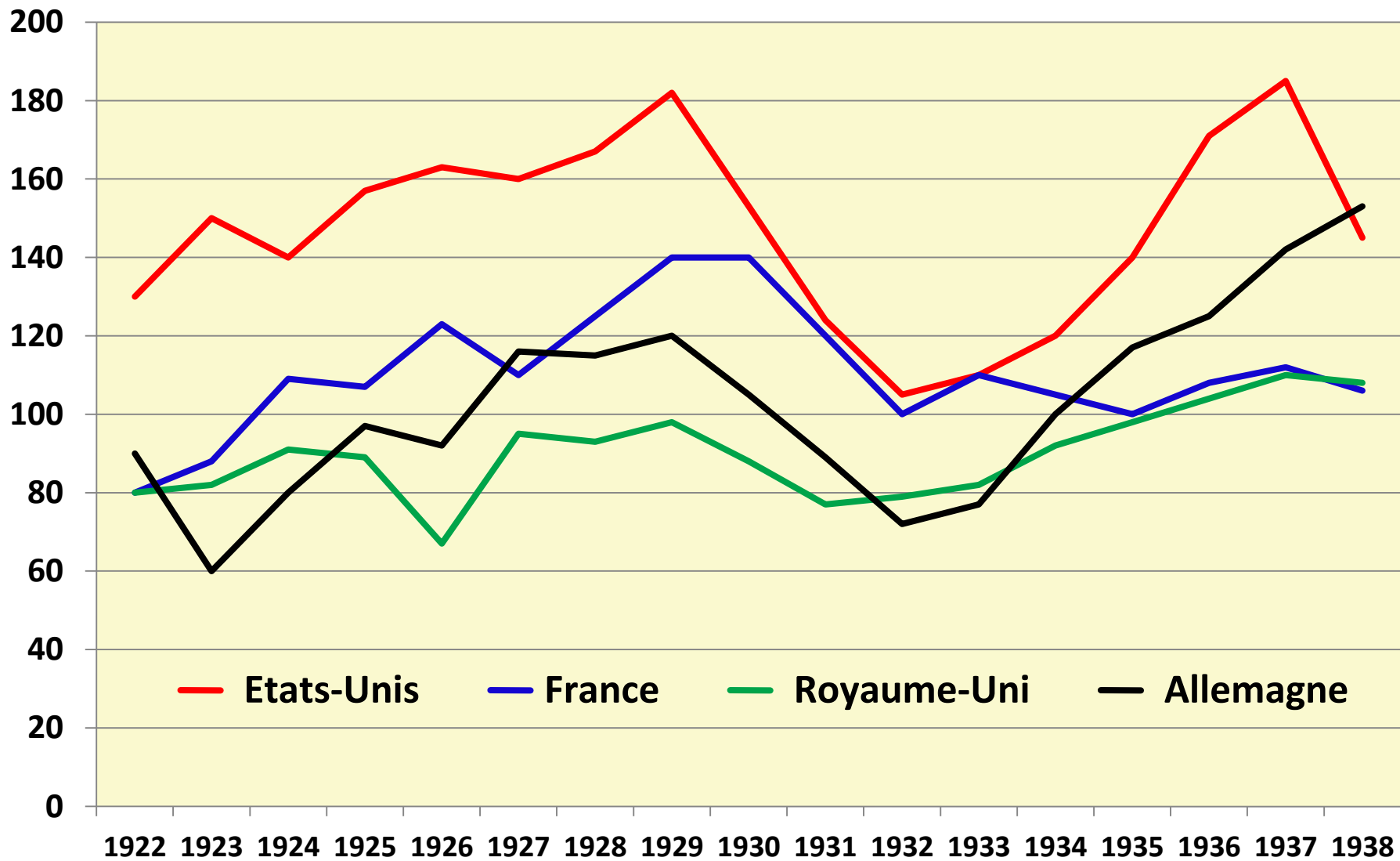
Milliards de \$



INDICES DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE EN 1932 (1929 = 100)

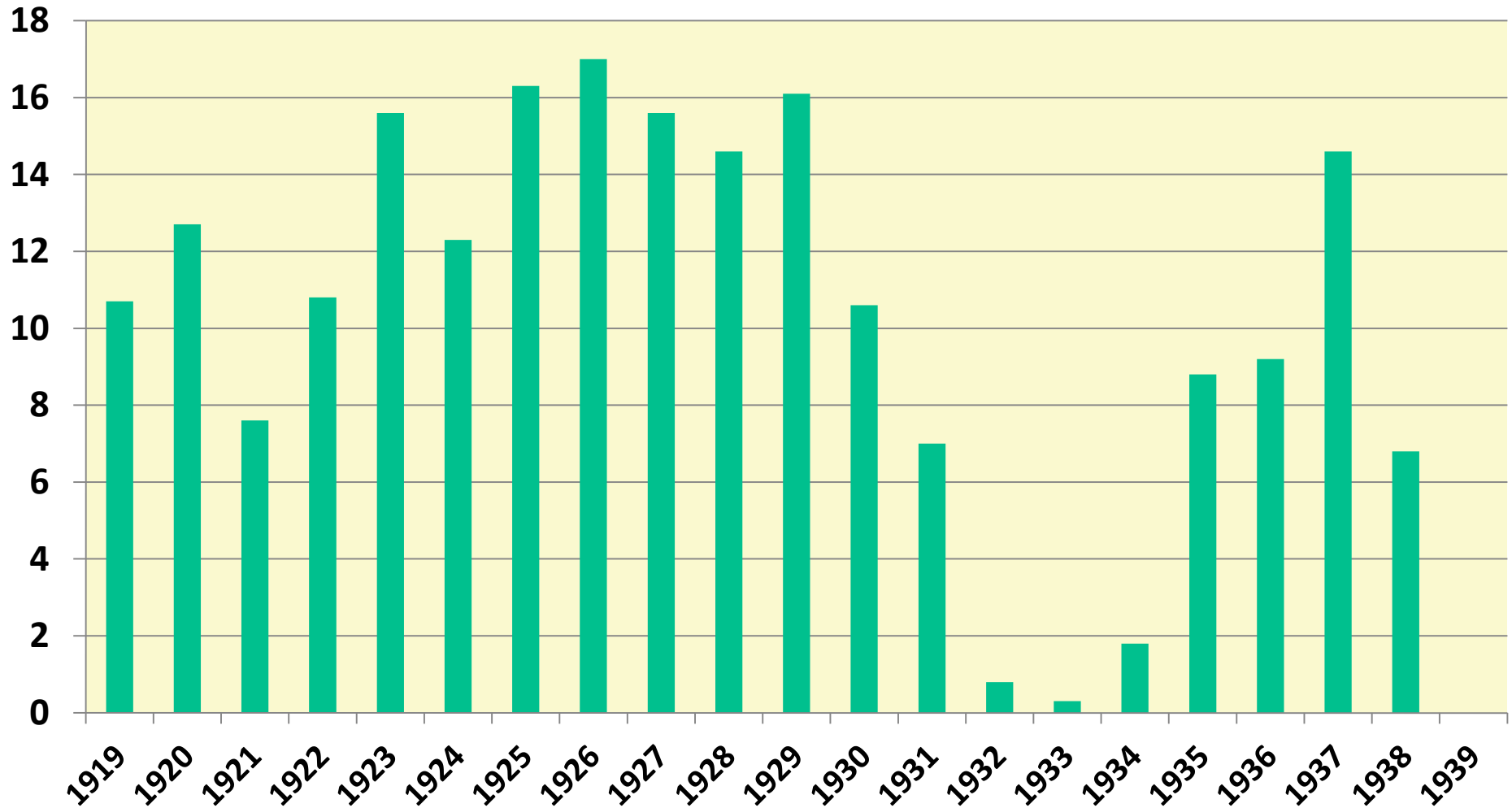


PRODUCTION INDUSTRIELLE (INDICE 100 = PRODUCTION DE 1913)



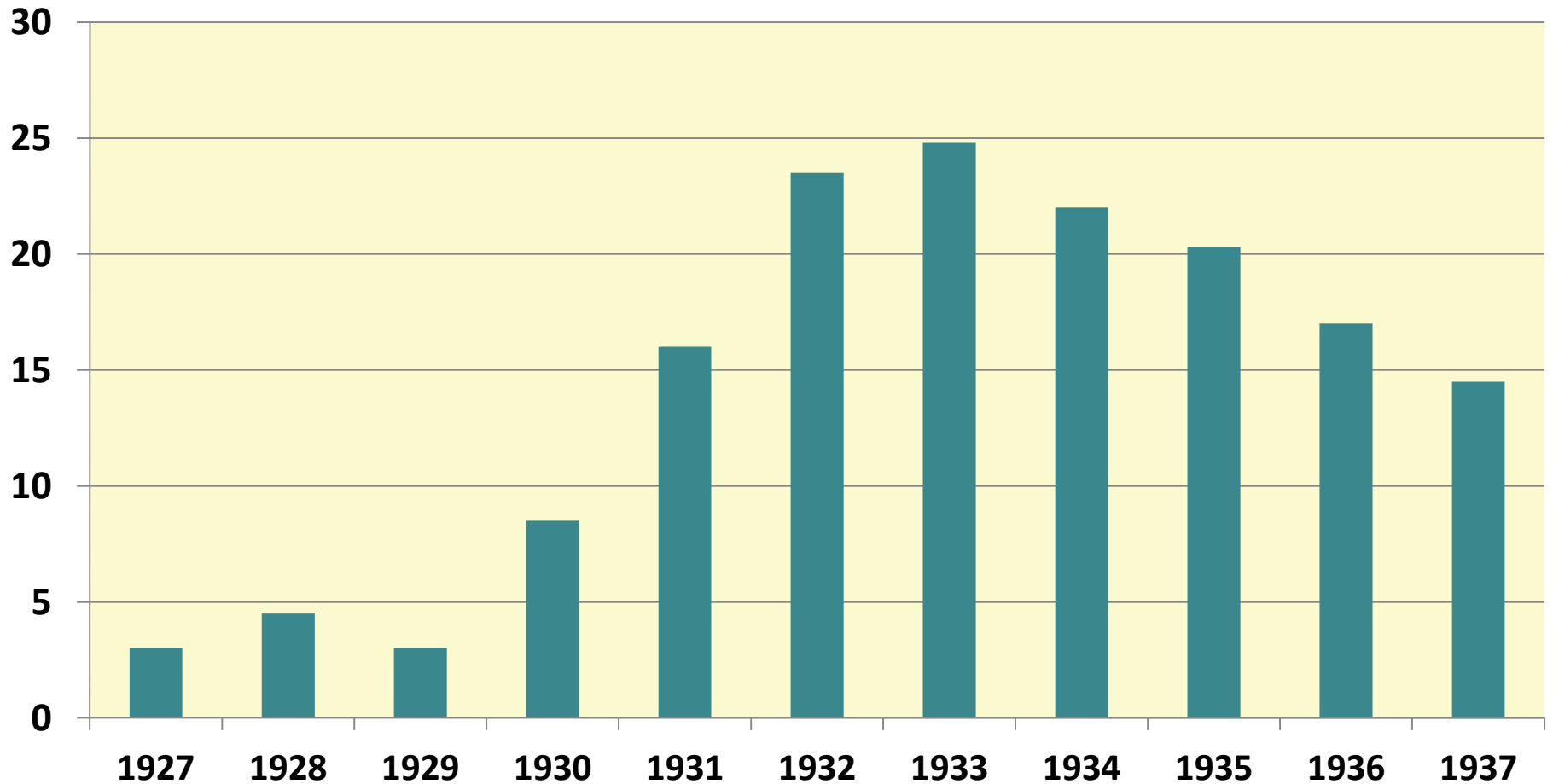
LA RÉCESSION : LA CHUTE DE L'INVESTISSEMENT

Milliards de \$ de 1929



LA RÉCESSION : LES EFFETS SUR L'EMPLOI

Taux de chômage (en %)



LA RÉCESSION : SALAIRES ET CHÔMAGE

La théorie classique postule qu'en période de crise, les licenciements font baisser le niveau des salaires, ce qui incite les entreprises à embaucher de nouveau. Toutefois, **en situation déflationniste, les offreurs de travail ne perçoivent pas que la baisse des prix augmente le salaire réel : du fait de « l'illusion nominale » ils refusent les baisses de salaires, rendant l'embauche plus difficile pour les entreprises** (qui ne mesurent pas mieux l'ampleur de la déflation, faute d'indicateurs économétriques suffisants).

De fait, aux États-Unis, les salaires ne baisseront qu'à partir de la fin 1931, sans rattraper la baisse des prix. **Des travaux montrent que la rigidité des salaires a eu un effet sur le chômage.** Cette rigidité ne s'explique ni par l'intervention de l'État ni par l'action des syndicats mais par la conviction largement répandue que le maintien du niveau des salaires permettra de sortir rapidement de la crise comme ce fut le cas en 1921.

CRISE MONÉTAIRE ET CRISE BANCAIRE

En mai 1931, la banque autrichienne Kredit Anstalt annonce des pertes. C'est le début d'une crise bancaire qui va affecter l'Europe centrale. La même séquence frappe la Hongrie, l'Allemagne et le Royaume-Uni (fuite des capitaux), conduisant finalement Londres à mettre fin à la convertibilité-or de la Livre en sept. 1931, entraînant plusieurs pays. Le paysage monétaire international est bouleversé par la fin de l'étalon-or.

Selon les pays, la crise a donc des causes monétaires (surévaluation de la Livre anglaise) ou bancaires (Allemagne) qui se combinent. Pour de nombreux gouvernements, la solution de la dépréciation monétaire devient tentante.

Pour Temin, l'étalon-or est la cause fondamentale de la crise de l'été 1931 et de l'enchaînement déflationniste qui caractérise la plongée dans la dépression de 1929 à 1933 : les pays excédentaires (États-Unis, France) peuvent stériliser les sorties d'or alors que les pays déficitaires ne le peuvent pas et doivent réduire leurs émissions monétaires. **L'équilibrage automatique n'existe plus qu'en théorie, l'asymétrie conduit à la déflation mondiale.**

Le Kredit Anstalt annonce des pertes > à son capital

Le gouvernement recapitalise la banque

La confiance s'effondre et les *bank runs* se multiplient

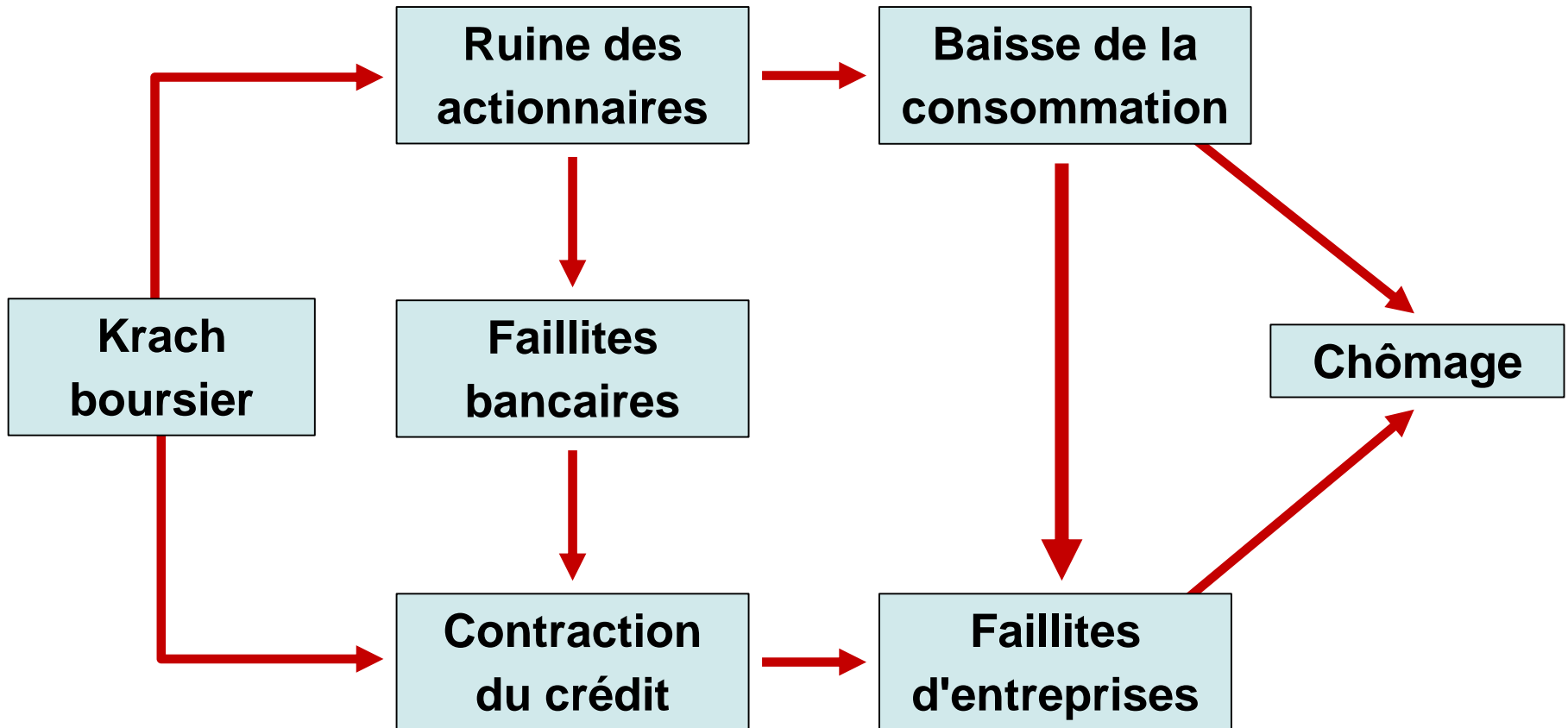
La B.C. crée de la liquidité pour les autres banques

Perte de confiance dans la monnaie

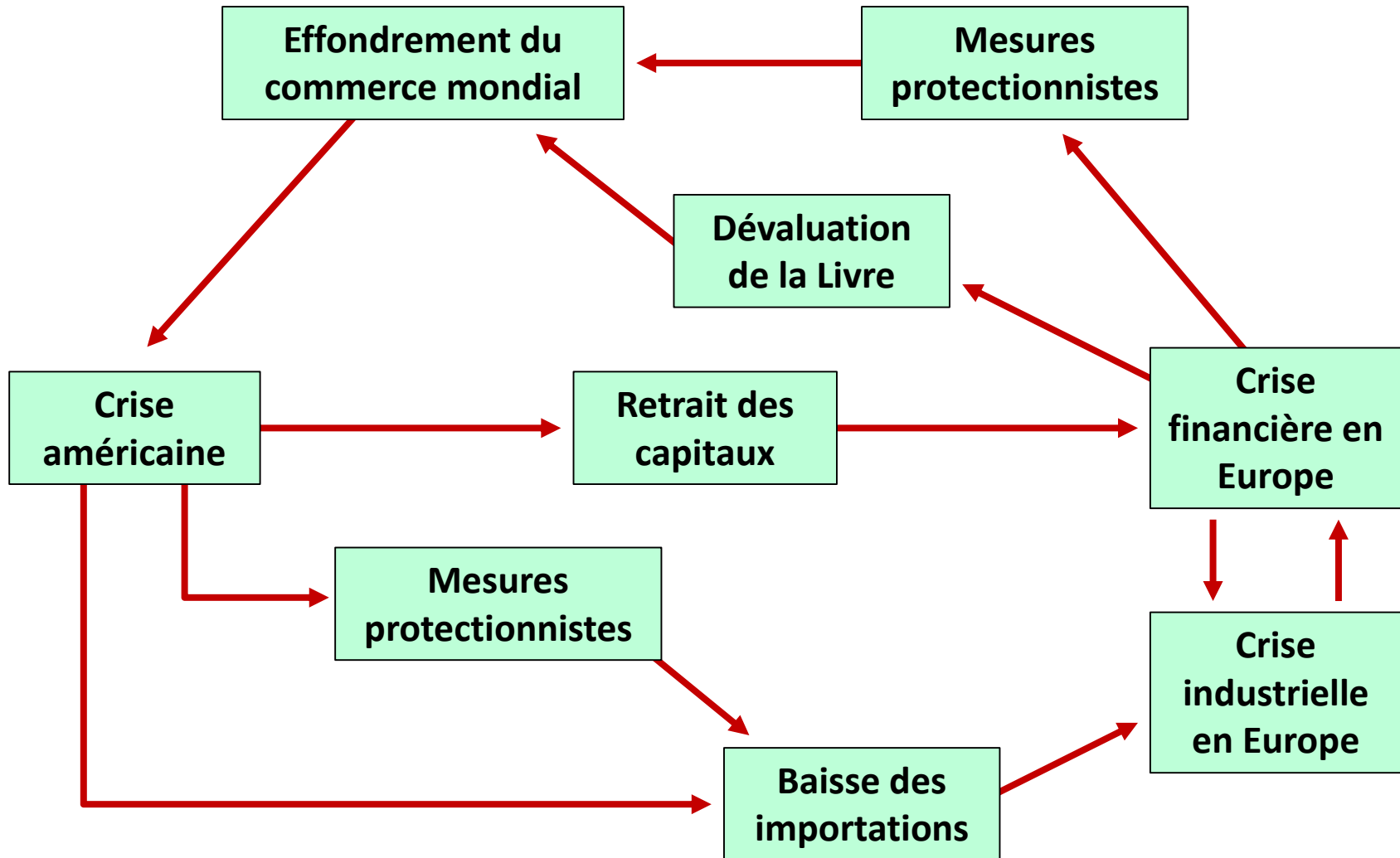
Sorties de capitaux

Contrôle des changes

DE LA CRISE BOURSIÈRE À LA CRISE GÉNÉRALE



DE LA CRISE AMÉRICAINE À LA CRISE MONDIALE



LES POLITIQUES DE DÉFLATION ET L'APPROFONDISSEMENT DE LA DÉPRESSION

La dépression des années trente, marquée par la baisse cumulative des prix et des revenus, par la contraction de la masse monétaire et de la demande globale, se développe sous le signe de la déflation. Les mécanismes déflationnistes sont au cœur de la crise, comme lors des crises antérieures, mais ils jouent avec une force exceptionnelle.

Compte tenu du fort endettement préalable, la déflation, en accroissant le poids réel des charges fixes d'intérêt, constitue un facteur aggravant de la chute des investissements.

La résistance à la baisse des salaires nominaux a des effets plus ambigus. Selon l'approche libérale, le coût réel excessif de la main-d'œuvre est facteur de chômage. Selon l'approche keynésienne, le maintien du pouvoir d'achat limite la crise, en soutenant la demande globale.

Mais le fait essentiel est que, dans tous les pays, jusque vers 1932-1933, **des politiques explicitement déflationnistes tendent à renforcer la déflation spontanée**. La hantise d'une nouvelle inflation après le traumatisme des années vingt, en France ou surtout en Allemagne, les réflexes d'orthodoxie financière (l'État doit donner l'exemple en rétablissant l'équilibre budgétaire) ne suffisent pas à expliquer la généralisation de ces politiques. **La déflation budgétaire**, malgré une série de programmes d'économies, ne parvient ni à résorber le déficit – dû avant tout à l'amputation des recettes fiscales –, ni à freiner la progression en valeur réelle des dépenses publiques ; en France, au point culminant de la déflation de Laval (1935), le déficit approche de 5 % du revenu national (peu de déficits volontaires de l'ère keynésienne atteindront pareille ampleur). **Les politiques de déflation salariale**, amorcées vers 1931 en Allemagne et en Grande-Bretagne (Mac Donald réduit les indemnités de chômage pour faire pression sur les salaires), ne parviennent pas à assurer le rétablissement des profits et la reprise spontanée des investissements.

Quant à la **déflation monétaire**, elle semble avoir exercé une influence majeure sur le déroulement de la crise américaine : en laissant la masse monétaire se contracter à un rythme sans précédent à partir de 1930, les autorités monétaires – selon la thèse de M. Friedman – portent la responsabilité de la vague de faillites bancaires qui frappe les États-Unis de 1930 à 1933, transformant du même coup une crise « ordinaire » en catastrophe sans précédent.

2

LES INTERPRÉTATIONS DE LA GRANDE DÉPRESSION

Pourquoi la Grande Dépression a-t-elle été si longue et si sévère ?

« Il semble étonnant qu'après plus de cinquante ans les économistes n'aient pas encore compris ce que fut la crise mondiale des années trente, ni même n'aient pu s'entendre à ce sujet. On a souvent noté ces divergences de vue [...] Dans le numéro du *Journal of Portfolio Management* [...] les trois premiers articles furent écrits par Paul Samuelson, moi-même, et Milton et Rose Friedman. Ces auteurs sont en désaccord fondamental. »

Charles Kindleberger, *La Grande Crise Mondiale, 1929-1939*, 1986

- L'explication monétariste
- Deux types de critiques

2.1. LES EXPLICATIONS MONÉTARISTES

Dès les années 1930, les économistes ont cherché à comprendre les mécanismes qui expliquaient les origines, la propagation et la durée de la dépression. Le rôle de la monnaie a ainsi été mis en avant. Plus tard, Milton Friedman a souligné les erreurs de la Fed

POUR LES LIBÉRAUX, UNE POLITIQUE MONÉTAIRE FAUTIVE

Pour l'École autrichienne, c'est la création monétaire effrénée des années 1920 par le tout jeune système de Réserve fédérale qui a conduit à une bulle inflationniste, vouée à l'éclatement. D'après Ludwig von Mises, **« l'effondrement fut l'aboutissement fatal des pressions exercées pour abaisser le taux d'intérêt au moyen de l'expansion du crédit. »** Son explication est institutionnelle comme celle développée par Jacques Rueff, mais elle est quasi-exclusivement focalisée sur l'existence d'une banque centrale (les économistes de l'école autrichienne critiquent vivement les interventions des banques centrales et certains prônent leur suppression).

Les monétaristes, représentés par Milton Friedman, dénoncent la politique monétaire restrictive mise en œuvre par la Fed à partir de 1928. Cette politique entraîne une pénurie de crédits. Cette erreur serait à l'origine de la crise. La Fed aurait au contraire dû fournir des liquidités au système bancaire : le renchérissement du crédit a forcé les spéculateurs boursiers à retirer leur épargne, ce qui a entraîné la faillite de près de 5 000 banques aux États-Unis.

L'EXPLICATION MONÉTARISTE : LA PASSIVITÉ DE LA BANQUE CENTRALE

Interprétation de M. Friedman et A. Schwartz

- La principale cause est la **contraction du stock de monnaie** en circulation :
- **35 % entre août 1929 et mars 1933.**
- Krach de 1929 : bonne réaction de la Fed de New York, il aurait fallu continuer.
- Fin 1929-oct. 1930 : la baisse du taux d'escompte de la Fed n'a pas été suffisante, le stock de monnaie a décru de 2,6 % entre août 1929 et octobre 1930.
- Crise bancaire d'octobre 1930 : avec les *runs* sur les dépôts, le Système Fédéral aurait dû fournir des liquidités aux banques.

On comptait 29 000 banques avant la crise, il en restera 12 000 en 1933. Au total, la monnaie et le crédit chuteront de plus d'un tiers, entraînant l'économie dans la déflation. Pour Friedman, la responsabilité de la crise incombe à la banque centrale, qui a laissé s'écrouler le système bancaire, sans réagir.

JACQUES RUEFF : L'ÉTALON DE CHANGE OR A POUSSÉ À L'ENDETTEMENT ET À LA SPÉCULATION AUX ÉTATS-UNIS

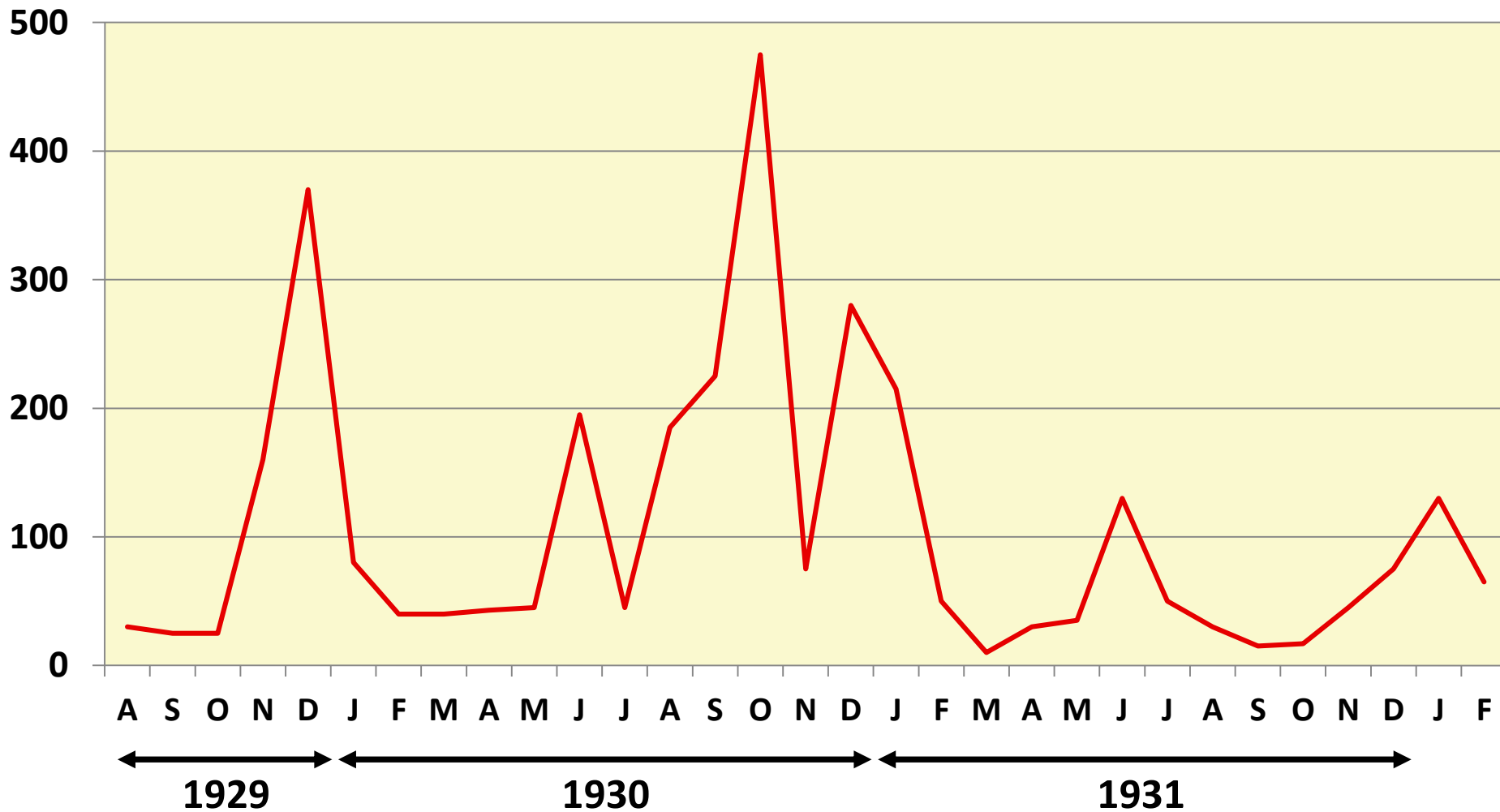
L'économiste **Jacques Rueff** voit l'origine des difficultés dans l'établissement d'un système de Gold Exchange Standard par la conférence de Gênes (1922).

Dans le système de l'étalon-or, tout déficit de la balance des paiements provoque une sortie d'or et une restriction proportionnelle du crédit. Cet effet stabilisateur permet un retour vers l'équilibre.


Dans un système d'étalon de change or où une monnaie privilégiée peut être conservée comme réserve monétaire, le pays privilégié, lorsque sa balance est déficitaire, voit sa monnaie revenir chez lui et servir de base par l'intermédiaire du multiplicateur de crédit à de nouveaux crédits qui aggravent les déficits. **Le Gold Exchange standard a donc tendance à accroître sans limite l'endettement du pays privilégié.** Dans le cas des États-Unis avant 1929, l'endettement global s'est mis à grimper de plus en plus vite jusqu'à dépasser 370 % du PIB. **L'efficacité marginale du capital a baissé. La spéculation a remplacé l'investissement industriel.**

FAILLITES BANCAIRES

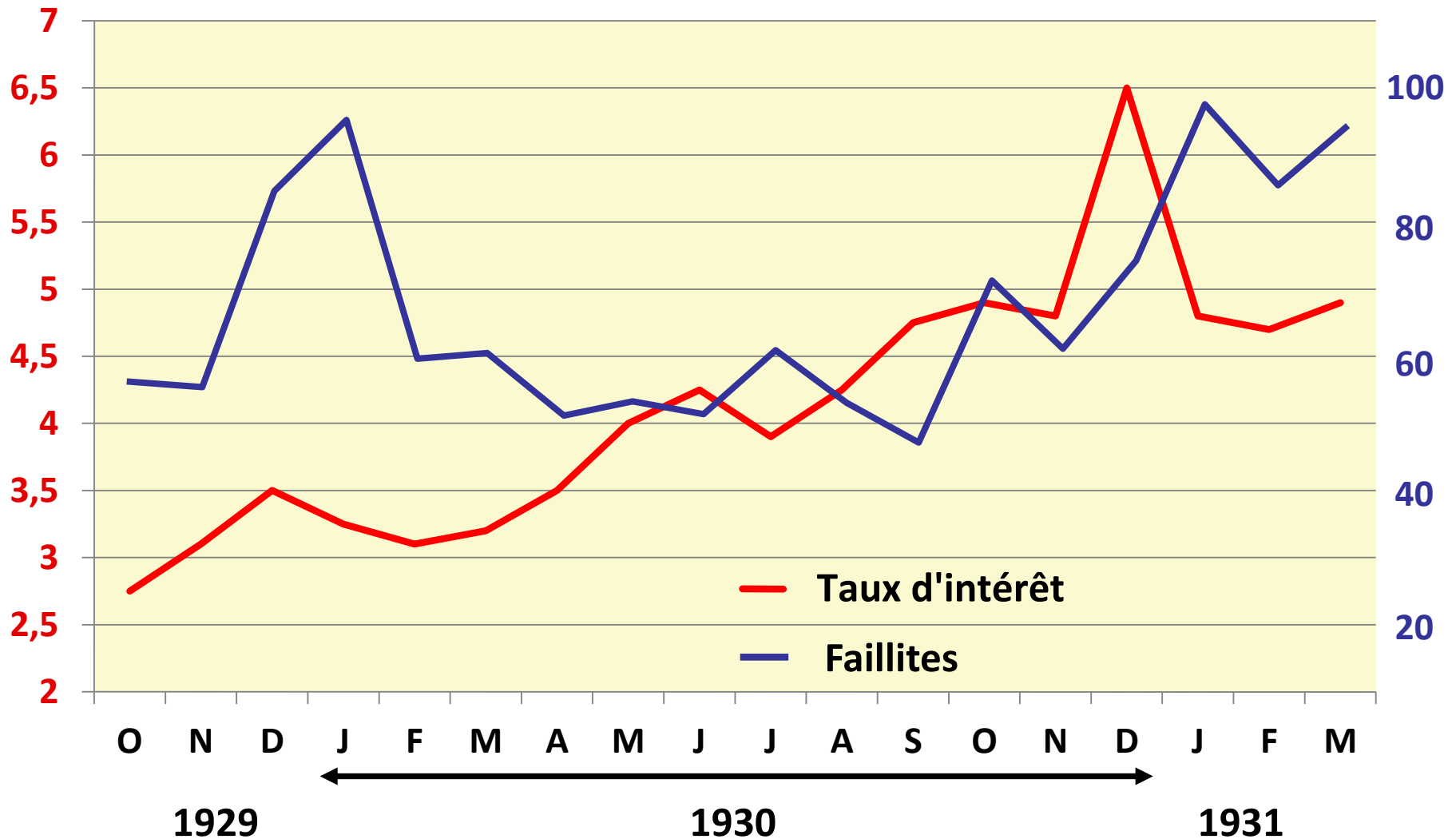
Montant des dépôts perdus (en millions de \$)



ORIGINES DES FAILLITES BANCAIRES

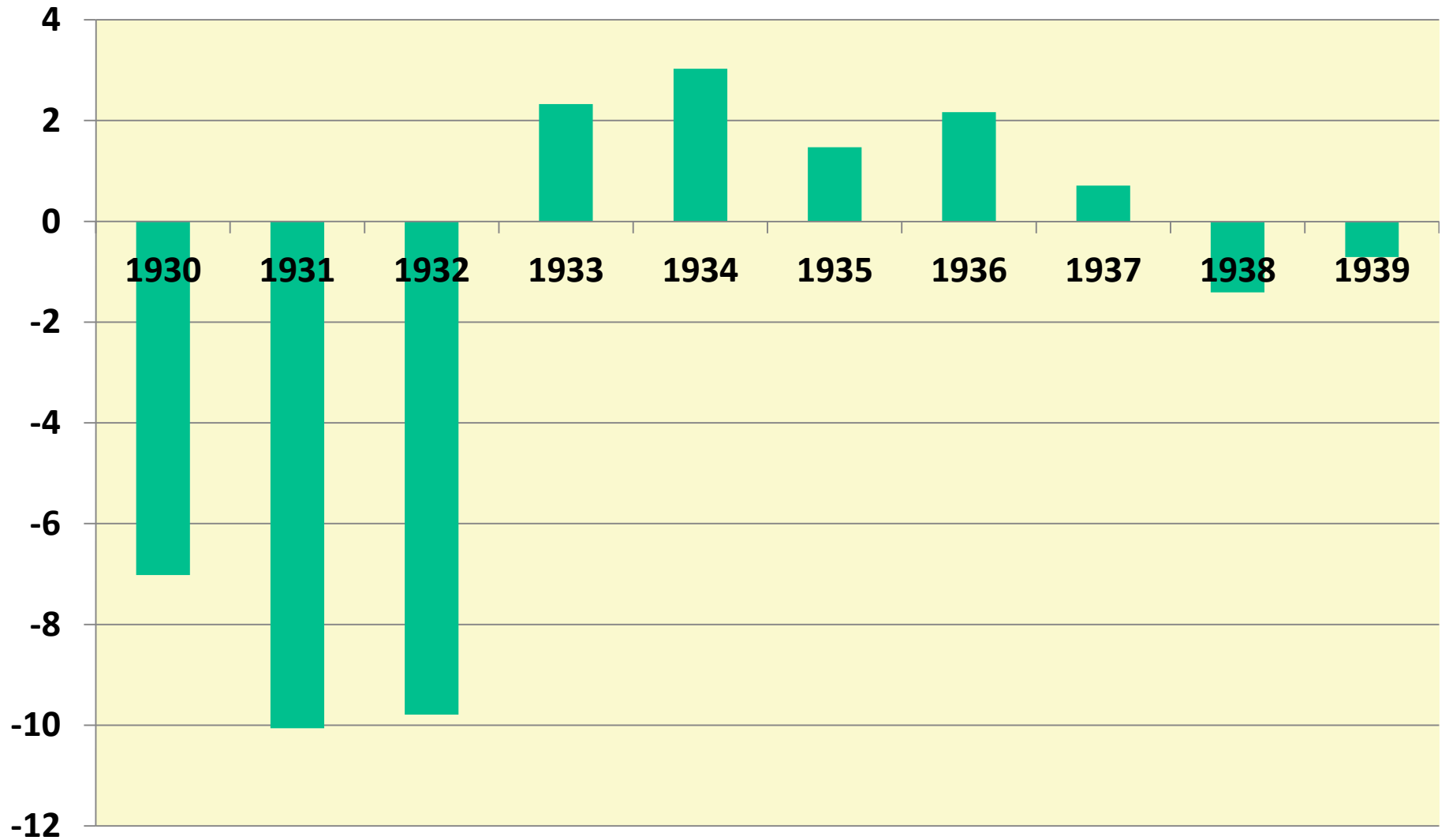
- Faillites sur de « mauvaises » banques
 - Crise de confiance sur l'ensemble des banques
 - Retraits massifs des dépôts
 - Crises de liquidité dues à « l'incapacité du système bancaire d'acquérir des réserves supplémentaires » (Friedman et Schwartz)
 - Les banques tentent de brader leurs actifs
 - Nouvelles faillites, cercle vicieux
-  **Le Système Fédéral des Banques Centrales n'a pas rempli son rôle de prêteur en dernier ressort.**

DES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ

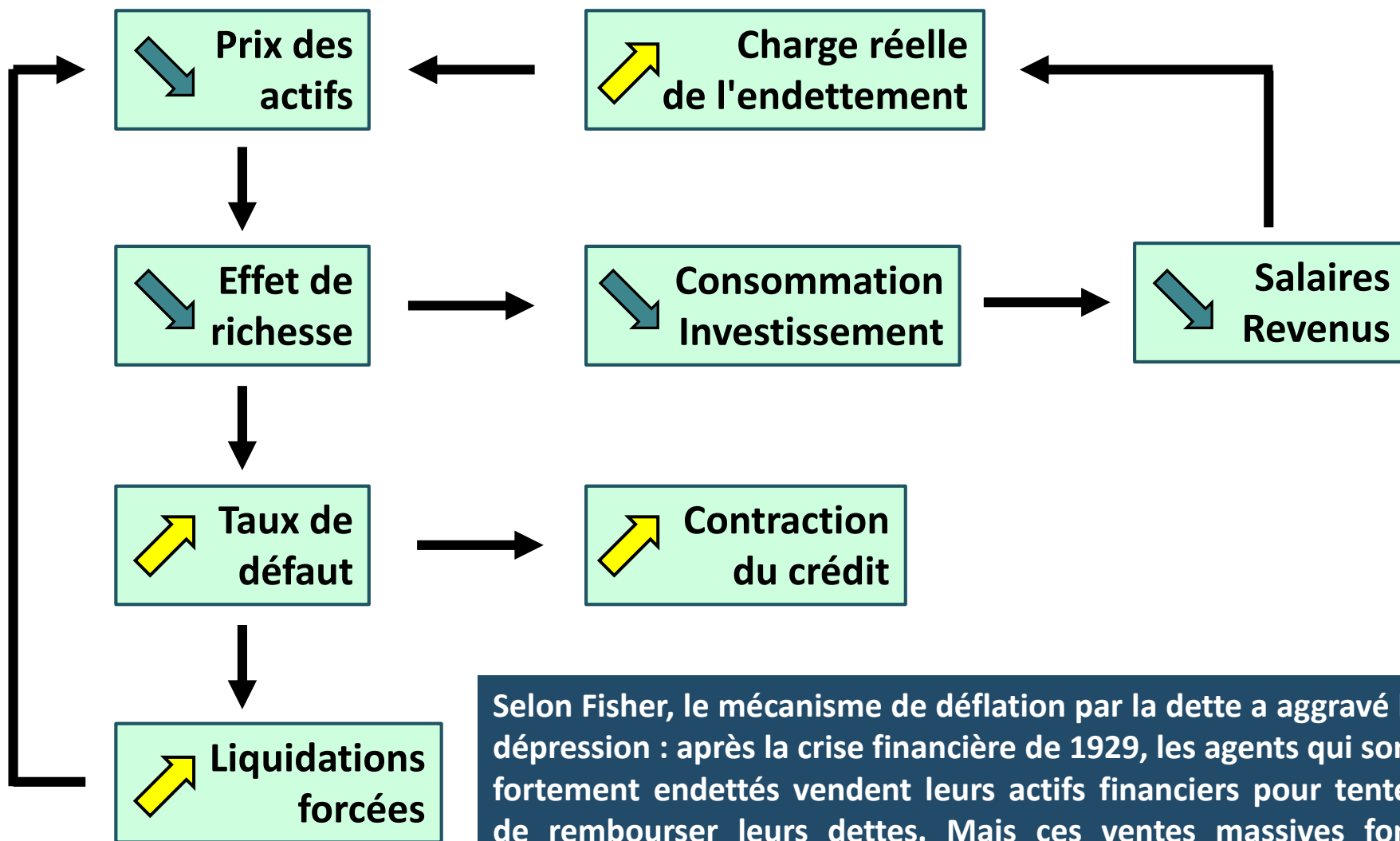


On mesure mieux la charge que représentent les intérêts si on rapporte ceux-ci à l'évolution des prix : - 7 % en 1930, - 10 % en 1931, - 9,8 % en 1932...

L'ÉVOLUTION DES PRIX (1930-1939)




IRVING FISHER : LA SPIRALE DE LA DÉFLATION PAR LA DETTE



Selon Fisher, le mécanisme de déflation par la dette a aggravé la dépression : après la crise financière de 1929, les agents qui sont fortement endettés vendent leurs actifs financiers pour tenter de rembourser leurs dettes. Mais ces ventes massives font baisser les prix, ce qui accroît finalement la valeur réelle de la dette et nécessite alors de nouvelles ventes d'actifs...

FAILLITES BANCAIRES ET MASSE MONÉTAIRE

- **Conséquences des faillites bancaires :**
 - Pertes en capital pour leurs actionnaires et leurs créanciers (déposants), à peu près 2,5 Mds \$ entre 1930 et 1933, contre 85 Mds \$ sur les marchés actions ;
 - Diminutions fortes de la masse monétaire dues aux pertes de dépôts et aux retraits de dépôts (-18 Mds \$ de dépôts bancaires) mais aussi à l'augmentation de la prudence des banques.
-  **La contraction de la masse monétaire est le phénomène qui explique l'ampleur de la récession.**

CRITIQUES DE L'EXPLICATION MONÉTABARISTE

- Mise en cause fondamentale de l'analyse monétaire :
 - Peter Temin et le sens de la causalité entre stock de monnaie et revenu
- Propositions complémentaires :
 - Ben Bernanke complète l'analyse monétaire
 - Ch. Kindleberger et l'instabilité du système économique mondial
 - Galbraith : une économie « fondamentalement malsaine » en 1929

TEMIN : UNE CRITIQUE DE LA THÈSE MONÉTARISTE


- **Peter Temin inverse la causalité :**

- La diminution de la masse monétaire est due à une baisse de la **demande** de monnaie, dont l'origine se trouve dans une chute particulièrement importante de la consommation, en partie inexplicée, pendant l'année 1930.
- Les paniques bancaires ont bien fait diminuer l'offre de monnaie, mais celle-ci devait de toute façon diminuer.

Dans *The leaderless economy*, Temin reprend la question du leadership. Avant 1914, l'économie mondiale disposait d'une puissance hégémonique, le Royaume-Uni, capable d'imposer « ses » solutions aux différentes crises et d'établir ainsi une cohérence mondiale.

Les grandes crises s'expliqueraient alors par une phase de transition où l'ancien leader n'est plus suffisamment fort pour imposer ses choix et où le futur leader n'est pas assez fort encore pour faire de même. « Le changement d'hégémonie est difficile : une nouvelle puissance hégémonique prend souvent du temps pour s'imposer après le déclin de l'ancienne. La grande crise de 1929 fut une de ces récessions de fin de régime ».

BERNANKE : LES EFFETS NON-MONÉTAIRES PAR LA RESTRICTION DU CRÉDIT

- La crise financière a aussi affecté l'économie réelle par une diminution de la **qualité** de l'intermédiation du crédit :
 - **Crise bancaire** : les banques ont fortement diminué leurs prêts, elles ont été en partie remplacées par des acteurs moins efficaces.
 - **Hausse des taux de défaut** : environnement plus incertain.
-  **Hausse du coût de l'intermédiation du crédit, donc moins de crédit.**

2.2.

LES EXPLICATIONS NON MONÉTAIRES DE LA CRISE

Tous les économistes ne se sont focalisés sur les problèmes monétaires pour expliquer la dépression. La lecture marxiste privilégie la thèse de l'accumulation du capital alors que d'autres insistent sur les inégalités et la sous-consommation.

EXPLICATION PAR LA SOUS-CONSOMMATION

Après 1918, les États-Unis ont connu une phase de très forte croissance et ont accumulé la richesse, mais cette richesse n'a pas été assez diffusée dans la société malgré des théories comme le fordisme. La concentration de la richesse a réduit les possibilités de consommation que l'appareil de production permettait. Keynes a donné une certaine caution à cette explication en expliquant que les riches dépensaient proportionnellement moins que les pauvres. **Une concentration de la richesse provoquerait ainsi un équilibre de sous-emploi.** Cette vision n'explique ni la mécanique d'emballement de 1928-1929 ni les modalités détaillées de la crise elle-même et en particulier ses dimensions internationales.

Les marxistes reprennent les thèses de la suraccumulation du capital et de la baisse du taux de profit qui sont à l'origine des multiples crises survenant dans le système capitaliste : la suraccumulation du capital entraîne une surproduction de biens de production par rapport aux biens de consommation. La crise de 1929 est vue comme « finale » par les marxistes. Toutefois, l'économiste soviétique Nikolai Kondratiev affirmait que cette crise n'était que cyclique et circonstancielle, et que par conséquent le capitalisme reprendrait son expansion après la crise.

L'ACCUMULATION INTENSIVE BUTE SUR UNE DEMANDE INSUFFISANTE

Proches de l'explication marxiste, les « théoriciens de la régulation » pensent que les économies développées ont été déstabilisées par les progrès de l'OST. Le taylorisme a en effet permis une augmentation très importante de la production : **Robert Boyer** a calculé que **la production par tête a augmenté en France de 6 % par an entre 1920 et 1960. En revanche, les salaires réels ont progressé de seulement 2 % par an sur la même période**, ce qui explique l'apparition d'une situation de surproduction et le déclenchement de la crise.

Les secteurs traditionnels – relevant du mode de production précapitaliste –, occupent encore une place importante et ont souvent des comportements conservateurs et malthusiens (en relation aussi avec les disparités sectorielles du rythme de croissance). Le caractère concurrentiel de la régulation en matière de salaires, le développement insuffisant des lois sociales ne permettent donc pas de garantir une progression régulière des débouchés.

Les contradictions soulignées par R. Boyer (le boom de l'accumulation intensive venant buter sur l'inadéquation de la demande globale par suite d'un rapport salarial inchangé et d'une insuffisance des revenus non salariaux) renvoient à un des enjeux essentiels des années vingt, mais ces thèses « malthusiennes » restent marginales.

LIONEL ROBBINS : LE REcul DE L'ÉCONOMIE CONCURRENTIELLE

Les approches libérales de la crise de 1929 considèrent que cette crise est due à la remise en cause des mécanismes autorégulateurs d'une économie de marché concurrentielle, ou à des erreurs de politiques économiques. Sans cela, cette crise ne se serait pas produite ou aurait été d'une ampleur comparable aux crises du passé qui se résorbèrent « spontanément ». **L'analyse de Lionel Robbins illustre la logique du raisonnement libéral.** Il met en avant le **recul de l'économie concurrentielle** et s'appuie sur l'observation des « rigidités » qui se sont développées dans les grands pays industriels depuis la fin du XIXe siècle, aux États-Unis en particulier. En effet, à partir des années 1880 et jusqu'à la Première Guerre mondiale, **l'accélération de l'industrialisation repose sur de grandes entreprises concentrées** (dans la sidérurgie avec Carnegie, du pétrole avec Rockefeller, de la banque avec Morgan, des chemins de fer avec Vanderbilt, de l'automobile avec Ford, ...). **Or ces grandes firmes limitent la concurrence par les prix, elles se partagent les marchés en constituant des ententes.**

LIONEL ROBBINS : LES « RIGIDITÉS » EXPLIQUENT LA DURÉE DE LA CRISE

Parallèlement, le développement des organisations syndicales et le vote de lois sociales permettent aux salariés d'obtenir des hausses de salaires, supportables par ces grandes firmes qui réalisent d'importants gains de productivité. Ainsi, **les salaires cessent d'être « flexibles »**, ce qui est considéré comme néfaste par les économistes libéraux, surtout en période de difficulté. Pour Lionel Robbins, alors que « le fondement du capitalisme d'avant-guerre était le marché libre (...), cette liberté a été de plus en plus restreinte après la guerre. La création de cartels dans l'industrie, la puissance de plus en plus grande des syndicats et la multiplicité des contrôles de l'État ont engendré une structure économique (...) bien moins apte que l'ancien système de s'adapter rapidement à des changements ».

De plus, **toujours selon Robbins, ce n'est pas la demande de biens de consommations qui fait défaut, mais celle des biens de production** : la demande de biens de consommation courants continue de croître jusqu'en 1931, alors que la rigidité des salaires et la compression des profits provoquent une diminution des investissements. Pour éviter la crise, il aurait donc fallu « réduire les coûts salariaux (...) pour restaurer la marge de profit ».

KINDLEBERGER : L'ABSENCE D'HÉGÉMONIE STABILISATRICE

- **Charles Kindleberger : absence d'une puissance dominante et stabilisatrice dans le système économique mondial pendant l'entre-deux guerres.**
 - Chaque pays suit son propre intérêt → situation globale sous-optimale.
 - Le Royaume-Uni était un leader dont les exportations de capitaux étaient contra-cycliques tandis que celles des États-Unis furent pro-cycliques.

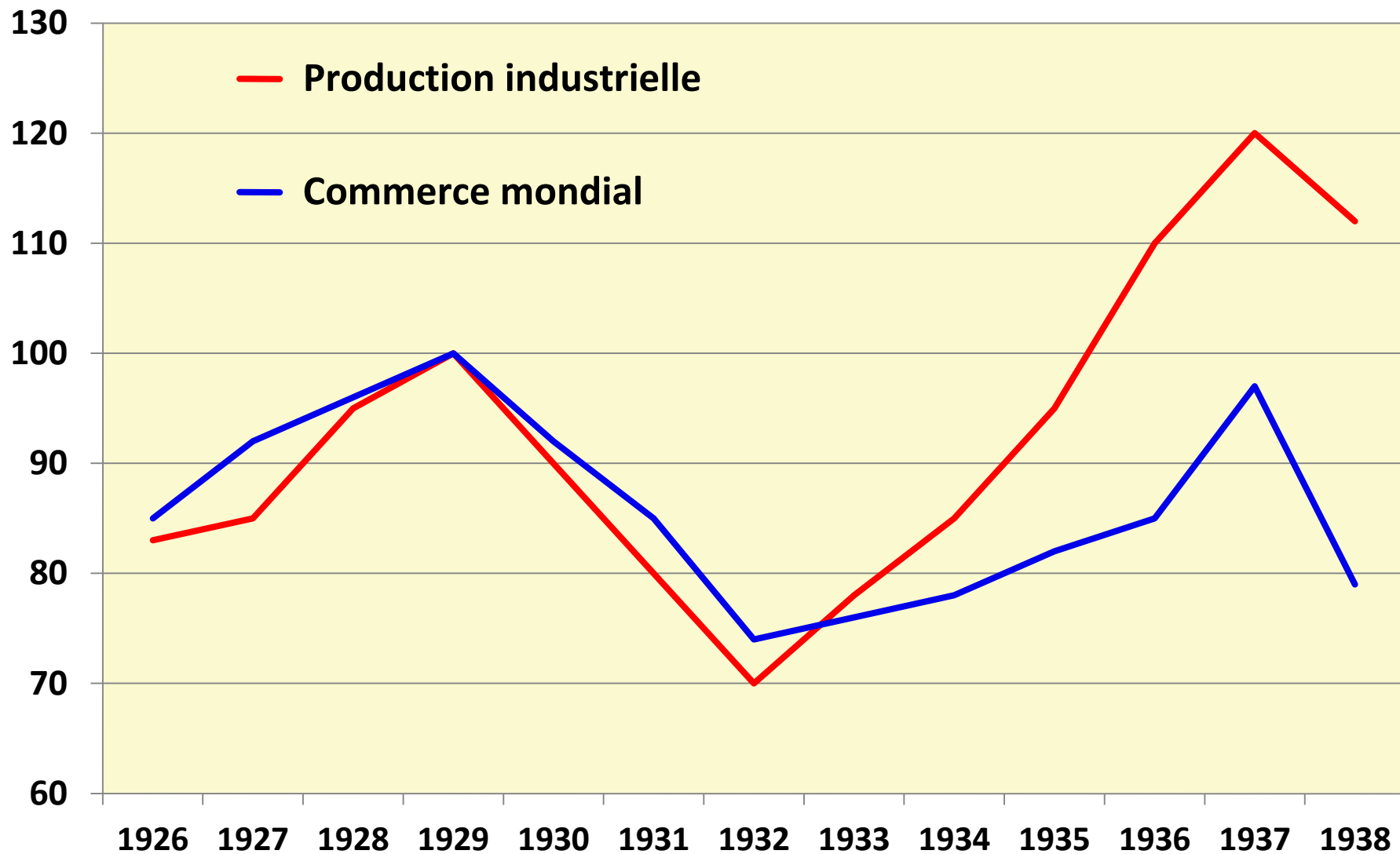
Si la dépression a été aussi longue et profonde, cela tient aux hésitations des États-Unis à prendre le leadership de l'économie mondiale au moment où la Grande-Bretagne ne pouvait plus assumer ce rôle. Pour Kindleberger « la grande leçon de l'entre-deux guerres », c'est que « **pour que se stabilise l'économie mondiale, il faut un stabilisateur, et un seul** » : après 1918, cela aurait dû être les États-Unis. **Kindleberger pointe les cinq responsabilités que les États-Unis auraient dû assumer pour stabiliser l'économie mondiale :**

1. Maintenir un marché relativement ouvert de façon à être un acheteur de dernier ressort ;
2. Accorder des prêts contra-cycliques ou au moins des prêts stables à long terme ;
3. Assurer un système de taux de change relativement stables ;
4. Assurer la coordination des politiques macroéconomiques ;
5. Servir de prêteur de dernier ressort.

Kindleberger était très sceptique sur l'analyse monétariste des causes de la Grande Dépression de Milton Friedman et Anna Schwartz, la trouvant trop partielle et dogmatique. Par ailleurs il rejetait l'interprétation qu'il appelait « accidentelle » de Paul Samuelson.

The World in Depression était considéré par J.K. Galbraith comme « le meilleur livre sur le sujet ».

LE PROTECTIONNISME RESPONSABLE ?



LA CONTRACTION DU COMMERCE INTERNATIONAL ?

En adoptant des mesures protectionnistes dès 1930, les États-Unis privent le monde des débouchés offerts par le seul pays capable financièrement de soutenir la demande mondiale. Cependant, **pour Jacques Sapir, la chute du commerce international a d'autres causes que le protectionnisme** : « la production intérieure des grands pays industrialisés régresse plus vite que le commerce international ne se contracte. Si cette baisse avait été la cause de la dépression que les pays ont connue, on aurait dû voir l'inverse. De plus, si la part des exportations de marchandises dans le produit intérieur brut (PIB) passe de 9,8 % à 6,2 % pour les grands pays industrialisés occidentaux de 1929 à 1938, elle était loin, à la veille de la crise, de se trouver à son plus haut niveau (12,9 % en 1913) ».

Pour J. Sapir, « la chronologie des faits ne correspond pas à la thèse des libre-échangistes. **L'essentiel de la contraction du commerce se joue entre janvier 1930 et juillet 1932, donc avant la mise en place des mesures protectionnistes**, à l'exception de celles appliquées aux États-Unis dès l'été 1930, mais aux effets très limités (tarif Hawley-Smoot).

En fait, ce sont les liquidités internationales qui sont la cause de la contraction du commerce. Ces liquidités s'effondrent en 1930 (– 35,7 %) et 1931 (– 26,7 %).

Indépendamment de la question du protectionnisme, **l'explosion du système monétaire international** défini à la conférence de Gênes (1922) conduit à des redéfinitions des valeurs en or des principales devises et à une **cascade de dévaluations qui faussent les termes de l'échange international** et provoquent des troubles sur tous les marchés de biens et de services internationaux.

Galbraith identifie cinq faiblesses économiques qui ont joué un rôle direct dans le désastre en 1929 :

- 1) Mauvaise répartition des revenus
- 2) Structure déficiente des entreprises (holdings)
- 3) Mauvais système bancaire (de trop nombreuses unités indépendantes)
- 4) État incertain de la balance commerciale
- 5) Insuffisance des connaissances économiques.

Friedman	La politique monétaire de la Fed a privé les banques de liquidités.
Keynes	La politique monétaire a bloqué l'investissement.
Marxistes	La consommation n'a pas suivi l'accumulation du capital. La suraccumulation du capital entraîne la baisse du taux de profit.
Rueff	Le <i>Gold Exchange Standard</i> a permis l'endettement sans limite du pays privilégié par le système – les États-Unis –, alimentant la spéculation.
Kindleberger	Absence d'une puissance dominante et stabilisatrice dans le système économique mondial.
Sapir	C'est la contraction des liquidités internationales qui provoque la chute du commerce international, et non le protectionnisme.
Bernanke	La hausse des coûts d'intermédiation du crédit, liée à l'augmentation du risque de défaut, plombe l'économie.
Temin	C'est la contraction de la demande de monnaie (et non de l'offre) qui entraîne la récession.
Boyer	La production par tête augmente beaucoup plus vite que les revenus.
Galbraith	Une économie fondamentalement malsaine (fortes inégalités, réseau bancaire morcelé...).

3

**UNE POLITIQUE DE SORTIE DE
CRISE : LE *NEW DEAL***

- 
- Politique monétaire
 - Politique budgétaire et réformes

- Nouvelle administration en mars 1933
 - Dévaluation du dollar par rapport à l'or en janvier 1934
 - + 12 % de base monétaire entre avril 1933 et avril 1934, puis + 40 % d'avril 1934 à avril 1937
 - Reprise de l'inflation, chute des taux d'intérêt réels
 - Consommation et investissement repartent
 - La production industrielle augmente de 79 % entre mars 1933 et juillet 1937

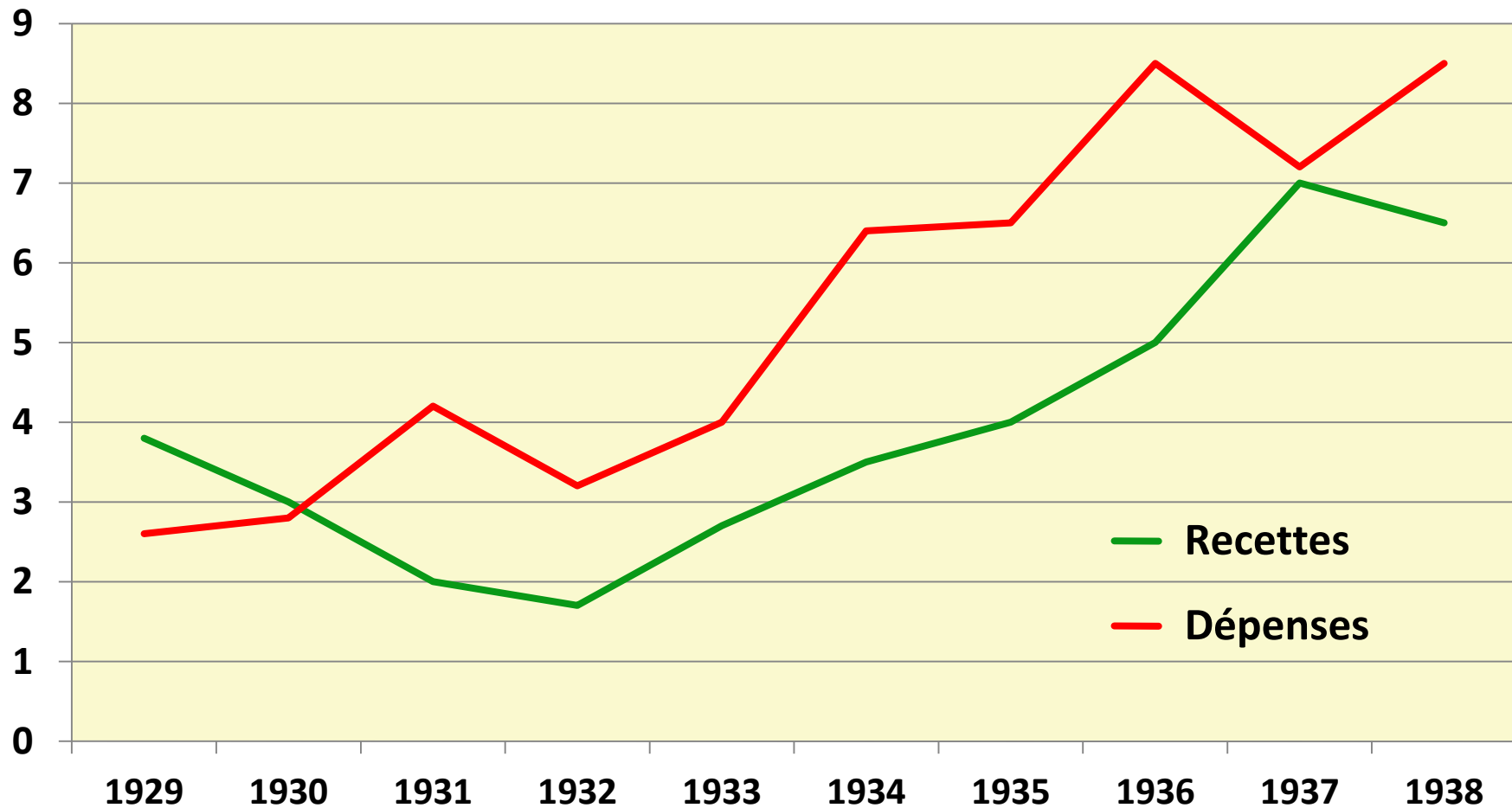
POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET RÉFORMES DU SYSTÈME BANCAIRE

- Politique budgétaire plus active
 - *Agriculture Adjustment Act*
 - Début des grands travaux

- Adoption du *Glass-Steagall Act* (1933)
 - Séparation des activités de banque de détail et de banque d'investissement
 - Garantie des dépôts bancaires

- Mise en place de la *Securities and Exchange Commission*

ÉVOLUTION DU BUDGET FÉDÉRAL (EN MILLIARDS DE \$)



Le déficit qui apparaît avant 1933 est dû à la baisse des recettes fiscales et non à des mesures de relance. A contrario, le New Deal se traduit par une hausse des dépenses publiques accompagnée (à l'origine ?) d'une restauration des rentrées fiscales liée à la reprise économique.

CONCLUSION

- Une récession mémorable par sa persistance et son ampleur
- Son analyse renvoie aux débats entre doctrines économiques
- Réactions des autorités de l'époque très différentes de celles d'aujourd'hui, quant à la :
 - Liquidité
 - Masse monétaire
 - Déficits publics
 - Concertation entre les États.

BIBLIOGRAPHIE

- « The Great Contraction 1929-1933 », Milton Friedman et Anna Jacobson Schwartz (1965)
- « Non monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », Ben Bernanke (1983)
- « Did Monetary Forces cause the Great Depression ? », Peter Temin (1976)
- « La crise économique de 1929 », John Kenneth Galbraith (1954)
- « The World in Depression, 1929-1939 », Charles Kindleberger (1975)
- « La crise de 1929 », Gérard Marie Henry (2000)

CRISE DE 1929 ET CRISE DES *SUBPRIMES* : DES POINTS COMMUNS, DES ENCHAÎNEMENTS DIFFÉRENTS

	États-Unis (1929-1933)	États-Unis (2007)
Contexte	Forte inégalités de revenus. Hausse du Dow Jones stimulée par les <i>call loans</i> .	Forte inégalités de revenus. Boom spéculatif sur le marché immobilier (subprimes, titrisation).
Séquence des événements	A → B → C	C → B → A
Crise boursière (A)	Le système des <i>call loans</i> met en difficulté les courtiers et les banques.	La titrisation contamine les bilans des établissements financiers et dissémine l'illiquidité. Chute des capitalisations boursières.
Crise bancaire (B)	Multiples établissements de petite taille exposés aux <i>bank runs</i> . La moitié disparaissent entre 1929 et 1933.	Prolifération des intermédiaires et essor du <i>shadow banking system</i> . La multiplication des défauts impacte ce système ainsi que les banques d'investissement.
Crise immobilière (C)	Les difficultés du secteur immobilier sont la conséquence du chômage et des faillites bancaires.	Retournement du marché immobilier après 10 ans de hausse (1997-2007).