

De la Grande guerre à la Grande dépression : les politiques de stabilisation face à l'endettement et l'inflation

Introduction

Si l'entre-deux-guerres a été marqué par le traumatisme de la Grande dépression, cette période a également été troublée par les conséquences de la Première guerre mondiale pour l'économie européenne, et plus particulièrement encore pour l'économie allemande. En effet, la Première guerre mondiale a profondément bouleversé l'ordre monétaire international et les équilibres économiques internes de chacun des belligérants. La guerre a eu un coût financier considérable, engendrant une explosion de l'endettement des pays européens qui atteignait à la fin de la guerre 120% du PIB en Angleterre, 180% en France. Cet endettement avait été financé par l'emprunt interne et externe. Pour alléger la dette, les Etats ont été incité à la monétiser et cela a accru la masse monétaire, qui a par exemple été multipliée par 4 en Allemagne au cours du conflit. Les économies européennes se trouvaient donc déstabilisées par un endettement et une création monétaire massifs, tandis que les Etats-Unis devenaient le créancier de l'Europe et concentraient désormais les réserves d'or autrefois détenues par le vieux continent. Enfin, les difficultés économiques nées des destructions matérielles et humaines de la guerre furent accentuées par les difficultés de la reconversion de l'économie de guerre en économie de paix.

L'histoire économique des années de l'après-guerre en Europe est donc celle des stabilisations nationales. Pourtant, la ponctuation des années 20 par des crises telles que l'hyperinflation allemande en 1923 et plus encore par le début de la Grande dépression à la fin de la décennie suffit à montrer que les politiques de stabilisation des différents Etats ont échoué à reconstituer une économie internationale stable. Ceci conduit naturellement à s'intéresser aussi bien au déroulement de ces stabilisations souvent chaotiques qu'aux contradictions entre les politiques suivies par les différents pays. Ce qu'il s'agit de comprendre, c'est la difficulté de ces stabilisations, leur caractère souvent éphémère et la constitution des conditions de possibilité de la Grande dépression en Europe.

L'historiographie récente a exploré un certain nombre de pistes qui visent à prendre en compte le rôle des conséquences durables de la Grande guerre, mais aussi celui des instabilités politiques intra et interétatiques, et celui des anticipations des agents face aux politiques de stabilisation menées par les différents pays. Les conséquences de la guerre se lisent dans le niveau d'endettement des Etats, dans le redécoupage des frontières des anciens empires et leurs effets sur la taille des marchés intérieurs et sur le commerce international mais aussi dans la mise en place d'un système de transferts financiers internationaux articulé autour des réparations et du remboursement de la dette de guerre. L'histoire économique de l'après-

guerre ne peut également se passer d'une analyse du manque de coopération entre les différents pays. De ce point de vue, la prise en compte des conflits entre pays au cours des années 1920 permet de mieux comprendre le développement de crises comme l'hyperinflation allemande en 1923 puis la Grande dépression. Ceci a conduit certains historiens à défendre la thèse d'une guerre de 30 ans (de 1914 à 1945) où les conflits économiques et politiques de l'entre-deux-guerres ne seraient que « la continuation de la guerre par d'autres moyens ». Enfin, l'instabilité politique interne à certains pays a pu jouer un rôle important en influençant les anticipations des agents et la crédibilité des politiques de stabilisation financières et monétaires.

Pour comprendre les succès et les échecs des stabilisations nationales au cours des années 1920 et jusqu'aux premiers signes de la Grande dépression, on cherchera donc à souligner l'importance relative de ces différents éléments en les associant à l'analyse économique plus traditionnelle du rôle des politiques monétaires et budgétaires et des conséquences réelles des chocs d'offre ou de demande. On accordera une place particulière à l'analyse du rôle des anticipations. Au sein de notre étude, l'expérience allemande occupera une place centrale, car elle cristallise les différents problèmes économiques de cette époque et permet de comprendre les liens entre les conséquences de la Grande guerre et les origines de la Grande dépression.

I- Les politiques de stabilisation nationales dans les années de l'après-guerre

1) Les conséquences économiques de la Grande guerre : destructions, endettement, inflation, réparations et instabilité politique

a) L'économie européenne au lendemain de la guerre

La première guerre mondiale a un coût économique et financier considérable :

- à l'exception des industries ayant servi l'effort de guerre (automobile, textile, chimie), aucun secteur d'activité n'a été épargné par les destructions de la guerre : en France, l'agriculture est réduite en 1919 à 40% de ses capacités de 1913, l'industrie à 55%.
- reconstruction et pensions de guerre pèsent lourdement sur le budget des belligérants (quoique de façon inégale puisque les destructions matérielles ont plus affecté certains pays que d'autres) : le coût de la reconstruction s'élève à 17% du revenu national français en 1921.

La Grande Guerre a également déstabilisé les économies européennes :

- alors que l'Europe concentrait l'essentiel des réserves d'or du monde avant 1914, elle devient débitrice des Etats-Unis et voit ses réserves métalliques se réduire fortement
- les Etats belligérants se sont endettés pendant la guerre auprès des particuliers et des banques étrangères (surtout américaines). Les déficits publics ont régulièrement atteint 40 à 50% du PNB pendant les années de guerre. Il en résulte une explosion de la dette qui atteint à la fin de la guerre 120% du PIB en Angleterre et 180% en France. La charge de la dette est également très importante : en 1921, elle représente 45% des recettes budgétaires en France.
- Pour financer, l'effort de guerre, les Etats ont eu recours à la « planche à billet », i.e. à la création de papier monnaie. La masse monétaire est ainsi multipliée par un peu moins de 2 en Angleterre, par un peu plus de 3 en France et par près de 4 en Allemagne.
- les monnaies des Etats belligérants ont connu une forte dépréciation : en avril 1920, la valeur du franc vis-à-vis du dollar ne représente plus que les deux tiers de sa valeur d'avant-guerre.
- l'inflation a été très forte pendant les années de guerre : en France, les prix sont multipliés par 3,4 entre 1914 et 1919, en Angleterre par 2,3, en Allemagne ils font plus que doubler.
- le redécoupage des frontières de l'Europe a modifié la taille des marchés intérieurs et perturbé le fonctionnement de l'économie. L'Allemagne perd l'Alsace-Lorraine et la France occupe la Sarre. Le territoire allemand est amputé à l'Est au profit de la Pologne. L'Empire des Habsbourg est quant à lui démantelé au profit de la Pologne, de la Hongrie, de Tchécoslovaquie et de la Yougoslavie.

b) Le système des réparations

A l'issue du Traité de Versailles (juin 1919), l'Allemagne est contrainte à payer « pour les dommages causés aux populations civiles des nations alliées et à leur propriété ». Ces réparations sont fixées

au montant énorme de 221 milliards de marks-or en 42 annuités. Keynes¹ estime que l'Allemagne ne pourra jamais payer une telle somme. Face au refus allemand de continuer à payer en mars 1921 qui donne lieu à la première occupation de la Ruhr, le montant des réparations est ramené à 133 milliards de marks-or payables sur 66 ans à raison de 2 milliards par an auxquels s'ajoutent 26% du montant des exportations. A ces réparations s'ajoute l'expropriation des droits, créances et privilèges détenus par l'Etat allemand en Europe et hors d'Europe. Si le système des réparations représente une contrainte extrêmement forte pour l'économie allemande qui conduira à l'hyperinflation de 1923, il a un autre effet pernicieux en ce qu'il crée en France l'illusion que « l'Allemagne paiera », ce qui conduit les gouvernements successifs à mettre entre parenthèses la contrainte budgétaire jusqu'en 1922.

c) L'instabilité politique intra et interétatique

Les économies européennes de l'après-guerre sont affectées pour certaines par l'instabilité politique qui y règne. C'est le cas en particulier de l'Allemagne qui est confrontée en 1919 à un risque de révolution sociale sous la poussée de l'extrême gauche (mouvement spartakiste) puis à une série de tentatives de coups d'Etat militaires comme le Putsch Kapp en mars 1920 ou d'extrême droite en 1923. La situation politique reste extrêmement troublée, marquée par une brutalisation de la vie politique qui débouche notamment sur l'assassinat de Erzberger en 1921 puis de Walter Rathenau en 1923.

A l'issue de la Grande Guerre, le nouvel ordre international est animé par des tensions politiques interétatiques extrêmement fortes. Les Allemands acceptent très mal les réparations qu'ils qualifient de « Diktat ». Du côté des alliés, les Etats-Unis cessent leur assistance aux pays alliés dès la fin de la guerre alors même que l'effort de reconstruction nécessite un volume d'importations considérable. Le Royaume-Uni et la France se disputent la prééminence économique en Europe tandis que le Royaume-Uni et les Etats-Unis se disputent la prééminence financière dans le monde. C'est ce qui conduit du reste le Royaume-Uni à chercher à redonner à la livre le statut de moyen de paiement international gagé sur l'or, avec un impact fortement récessif sur l'économie britannique. Les relations entre la France et les Etats-Unis se détériorent également au cours des années 1920 car les Etats-Unis exigent le remboursement des emprunts de guerre alors que la France entend soumettre ce remboursement au paiement des réparations par l'Allemagne. D'une façon générale la France se trouve de plus en plus isolée, notamment parce que le Royaume-Uni a peur que la France ne constitue une puissance industrielle dominante en Europe, crainte pourtant mal fondée, l'Allemagne ayant conservé un potentiel industriel plus important.

2) Le rôle des anticipations et du contexte politique dans les crises des politiques de stabilisation

a) Les stabilisations françaises et anglaises

Les économies britannique et française ont été déstabilisées par la Grande guerre comme en témoigne l'expansion de l'endettement public et de la masse monétaire pendant les années du conflit. Le

¹ J.M. Keynes, *Les Conséquences économiques de la paix*, 1919

Royaume-Uni, où l'inflation a été contenue, fait très vite le choix de revenir à l'étalon-or, avec l'ambition de jouer un rôle pivot dans le Gold Exchange Standard institué lors de la conférence de Gênes en mai 1922, à un moment où seul le dollar était convertible. Cet accord permet à un pays d'émettre de la monnaie non plus seulement en fonction de l'or qu'il détient en stock, mais aussi en fonction des monnaies convertibles en or. L'enjeu pour l'Angleterre était de venir concurrencer le dollar de façon à redonner à la livre le rôle de monnaie de réserve qu'elle avait avant la guerre. En avril 1925, Winston Churchill, alors chancelier de l'Echiquier, annonce le rétablissement de la convertibilité or de la livre sterling à sa parité d'avant-guerre, entraînant la critique sévère de Keynes². En effet, le retour à cette parité avait rendu nécessaire une politique déflationniste douloureuse associée à une faible croissance et elle avait pour conséquence une perte de compétitivité et une détérioration de la balance des paiements britannique.

Keynes juge meilleure la « stratégie » française caractérisée par une dépréciation du franc (favorable aux exportations) et surtout par une inflation qui permettait de réduire la dette publique. La France est ainsi parvenue à faire revenir le ratio dette sur PIB de 180% à 100% puis à rétablir en juin 1928 une parité du franc avec l'or : c'est le franc Poincaré dont la valeur en or représente un cinquième de celle qui prévalait jusqu'en 1914 pour le franc germinal. Pourtant, les Français ont eu le sentiment d'une politique extrêmement chaotique due aux spéculations dont le franc a fait l'objet à partir de 1919 notamment lors des crises politiques internes (cartel des gauches et « mur d'argent » de 1924) et externes (liées au paiement des réparations comme en 1923 avec l'occupation de la Ruhr). Décrivant les dérives budgétaires, les crises de change à répétition et la hausse du coût de la vie du fait d'une inflation manifestement incontrôlée, Alfred Sauvy³ parle d'un « océan d'erreurs ». Pourtant, un certain nombre d'études tendent à nuancer ce sentiment d'échecs répétés de la politique économique française, notamment parce que la France a réussi à éviter à la fois l'hyperinflation résultant d'un endettement incontrôlé ou d'une insuffisante crédibilité des politiques de stabilisation et les effets récessifs des politiques déflationnistes.

La nécessité d'une stabilisation a été envisagée à partir du moment où il est devenu plus clair que les réparations ne suffiraient pas à payer les coûts induits par la guerre : en 1923-1924, alors même que le gouvernement de Poincaré avait choisi d'occuper militairement la Ruhr pour obtenir le paiement des réparations (sans grands résultats), la France fut soumise à une violente crise de change qui rendit nécessaire un emprunt international et une augmentation des impôts. Après la victoire du Cartel des gauches en 1924, le franc recommença à se déprécier et on assista simultanément à une fuite de capitaux et à une crise politique, qui entraînèrent finalement une nouvelle crise de change en 1926. Le retour de Poincaré à la tête du gouvernement coïncida avec la fin de la spéculation contre le franc et avec la stabilisation monétaire qui permit le retour au franc-or en 1928. Pour comprendre les facteurs de l'instabilité et les éléments qui ont amené la stabilisation de 1926, on peut suggérer deux explications. La première fait de l'instabilité monétaire la conséquence d'une situation macroéconomique défavorable, caractérisée par la surévaluation du franc et par la faible crédibilité de la politique de stabilisation menée par le cartel des gauches. Ainsi, Thomas

² J.M. Keynes, *Les Conséquences économiques de M. Churchill*, 1925

³ A. Sauvy, *Histoire économique de la France entre les deux guerres*, 1965

Sargent⁴ considère que la principale cause de la crise de change est le déficit budgétaire. Certains travaux plus récents ont montré que c'est surtout la dette cumulée qui peut avoir joué un rôle déstabilisateur (lié à la crainte d'un défaut sur la dette publique) dans la mesure où le déficit n'a cessé de se réduire à partir de 1920, atteignant 2,9% du PIB en 1925. D'autres études ont mis l'accent sur la fuite de capitaux et sur le manque de crédibilité de la politique économique du Cartel. La seconde explication est exclusivement politique en ce sens qu'elle se concentre sur le rôle de l'instabilité politique. Alberto Alesina⁵ a par exemple avancé l'idée selon laquelle l'action du Cartel était paralysée par l'absence d'un groupe politique (travailleurs, entrepreneurs ou rentiers) capable d'imposer une ligne politique à un gouvernement partagé entre radicaux et socialistes. Au contraire, Poincaré fut soutenu par une coalition favorable aux rentiers et aux entrepreneurs.

Pierre-Cyrille Hautcoeur et Pierre Sicsic⁶ ont cherché à mesurer l'importance relative des événements strictement politiques (en considérant leurs conséquences sur le prix des rentes) et de la situation macroéconomique en s'intéressant au taux d'intérêt du marché au cours de la période. En effet, les anticipations concernant la fiscalité, l'inflation et les taux de change se reflètent dans les prix de marché (l'article suppose ici que les marchés sont parfaitement efficients). L'anticipation d'une taxation plus élevée des actifs financiers est considérée comme le signe de problèmes politiques, tandis que l'anticipation d'une dévaluation signalerait des problèmes macroéconomiques. Or ces deux risques (hausse de la fiscalité du patrimoine et dévaluation) permettent de rendre compte de la différence de rendement entre les bons du trésor britanniques et français et ainsi de la variation de leur valeur sur le marché.

Sur la base de leurs estimations des taux d'intérêt du marché à moyen terme, les auteurs montrent qu'il n'y a aucun signe permettant de penser qu'une prime de risque ait dû être payée sur la dette du gouvernement. En effet, le rendement des titres obligataires émis par l'Etat reste constamment inférieur à celui des titres obligataires émis par des entreprises. Mieux, la prime sur les titres obligataires privés augmente entre 1925 et 1926. Ceci permet aux auteurs de conclure qu'il n'y pas eu d'anticipation d'un défaut sur la dette de la part du gouvernement en 1925 et 1926. Ils examinent ensuite l'effet des anticipations de modification de la fiscalité sur le patrimoine financier. En effet, l'idée d'une taxe exceptionnelle sur le patrimoine financier, en vue de réduire le niveau de la dette publique, fut agitée au sein du Cartel entre 1924 et 1926. Défendue par les Socialistes comme un moyen de résoudre les problèmes financiers causés par la guerre, elle fut d'abord rejetée par les radicaux puis reprise par Herriot, enterrée par Caillaux et enfin ressuscitée par Painlevé. Mais les divisions au sein du Cartel empêchèrent son vote à l'Assemblée, l'instabilité politique différant la résolution de la question fiscale. Il reste néanmoins que la taxe sur le patrimoine financier fut la solution la plus sérieusement envisagée au cours de cette période, notamment en novembre 1925. Si cette augmentation de la fiscalité sur le patrimoine financier a été anticipée, elle a dû donner lieu à une baisse des prix des actifs potentiellement taxables, donc à une hausse

⁴ T.J. Sargent, "Stopping Moderate Inflation: the Methods of Poincaré and Thatcher", in Dornbusch, R. and M.H. Simonsen (eds.), *Inflation, Debt and Indexation*, MIT Press

⁵ A. Alesina, *The End of Large Public Debts*

⁶ P.-C. Hautcoeur et P. Sicsic, *Threat of a capital levy, expected devaluation and interest rates in France during the interwar period*

des taux d'intérêt correspondant à la baisse du prix des rentes⁷. C'est effectivement ce qui est observé entre juillet 1924 et juillet 1925. Ceci permet aux auteurs de conclure que la hausse des taux d'intérêt après 1924 (à des niveaux qui ne laissent néanmoins pas craindre une phase d'hyperinflation) peut effectivement s'expliquer par la crainte d'un impôt sur le patrimoine financier, donc par des événements avant tout politiques.

P-C Hautcoeur et P. Sicsic mesurent également l'influence des variations anticipées du taux de change sur le taux d'intérêt de marché, en considérant la rente lancée par Caillaux en 1925 qui bénéficiait d'une couverture du risque de change. Or son faible succès et son prix faible semblent montrer que les agents n'anticipaient pas une dépréciation importante du taux de change à moyen terme (qui seule pouvait rendre la rente Caillaux intéressante compte tenu de son faible taux d'intérêt) en 1926. Les auteurs en concluent que la dépréciation brutale du franc au début de l'année 1926 s'explique par un bulle spéculative.

D'une façon générale, P-C Hautcoeur et P. Sicsic interprètent ces résultats comme démystifiant le « miracle Poincaré » dans la mesure où ils n'y eut jamais de signes sérieux d'une hyperinflation naissante et où la stabilisation du franc était prévisible étant donnée la nature des anticipations des agents économiques. Le conflit politique autour de l'impôt sur le patrimoine financier diffère seulement la stabilisation et la bulle spéculative du début de 1926 n'était pas le signe d'un besoin de mesures de stabilisation supplémentaire.

b) L'hyperinflation allemande

Le conflit sur les Réparations et l'incapacité de l'Allemagne à revenir à l'équilibre budgétaire conduisirent à un épisode dramatique d'hyperinflation en 1922-1923 : la valeur du mark déclina ainsi de 4,2 mark par dollar à 1 million de marks par dollar en août 1923 et passa à 4200 milliards de mark par dollar le 20 Novembre de la même année. La stabilisation n'intervint qu'en novembre avec la création d'une nouvelle devise, le Rentenmark.

Pour Steven Webb⁸, l'évolution de l'inflation en Allemagne entre 1919 et 1923 s'explique avant tout par l'accumulation des déficits publics et par les anticipations des agents sur la capacité de l'Etat à revenir à l'équilibre budgétaire. Il insiste par conséquent sur le rôle des nouvelles fiscales dans les anticipations du niveau d'inflation. En particulier, les exigences associées au paiement des Réparations, l'occupation de la Ruhr et l'instabilité politique interne constituaient de mauvaises nouvelles qui conduisirent à une accélération de l'inflation. Au contraire, les réformes fiscales et la réduction des déficits jouaient un rôle stabilisateur sur les anticipations d'inflation.

Un cadre d'anticipation rationnelle⁹ conduit à un modèle dans lequel l'inflation anticipée dépend des déficits anticipés. Les encaisses réelles détenues par les agents dépendent de leur coût d'opportunité, i.e. de l'inflation anticipée π : $\log(M/P) = f(\pi)$ avec $\partial f / \partial \pi < 0$. Par conséquent, $\log P = \log M - f(\pi)$.

⁷ Les auteurs ne considèrent pas le cas optimiste où l'impôt sur le patrimoine financier pourrait limiter les taux d'intérêt grâce à la réduction de la dette qu'il financerait. Ils supposent en effet une assiette trop étroite pour cela (l'impôt est limité aux titres financiers français). L'impôt envisagé n'aurait donc pas permis d'éviter des mesures de stabilisation supplémentaires.

⁸ S.B. Webb, *Fiscal news and inflationary expectations in Germany after world war I*

⁹ L'auteur fait explicitement référence dans la modélisation aux travaux de T.J Sargent et N. Wallace, « Rational Expectations and the Dynamics of Hyperinflation », IER, juin 1973

Cette relation étant valable à chaque période, on en déduit que le niveau des prix actuel et les anticipations d'inflation dépendent de l'évolution future de la masse monétaire. Or, l'offre de monnaie dépendait de la dette publique allemande entre 1919 et 1923 dans la mesure où la Reichsbank pouvait monétiser la dette (i.e. créer de la monnaie pour racheter la dette publique à ses détenteurs). Ainsi, les agents décidaient de la part de monnaie et de dette publique qu'ils souhaitaient détenir. L'arbitrage dépendait du niveau de la dette (affectant la probabilité de défaut) et des anticipations d'inflation (dont l'augmentation induit une accélération de la monétisation de la dette). Par conséquent, la masse monétaire en circulation dépendait à la fois de la dette publique, donc des anticipations sur son évolution future (cela vient du cadre d'anticipations rationnelles) et des anticipations d'inflations.

S.Webb présente deux types de scénario correspondant à deux types d'anticipations. Dans le premier, la stabilité des prix (et son anticipation) est autorisée par l'anticipation d'un retour à l'équilibre budgétaire dans le futur. Par conséquent, la stabilité des prix dépend de la soutenabilité de la dette, i.e. elle nécessite que la valeur présente des excédents budgétaires futurs soit égale à la dette publique (en valeur réelle) moins les liquidités détenues par les agents : $p.v.(S)=D/P-H$ avec S le solde budgétaire réel anticipé dans le futur. En considérant que $p.v.(S)$ peut être approché par S/r (valeur actuelle d'une rente perpétuelle d'un montant S rémunérée au taux r), la condition de soutenabilité de la dette se réécrit $S=(D/P-H').r$ où H' est la valeur des encaisses réelles au cours des périodes de stabilité monétaire (que Webb approche par sa valeur de 1913). Par conséquent, la stabilité des prix suppose que les perspectives budgétaires annoncées par le gouvernement soient compatibles avec cette égalité, un ajustement des prix intervenant dans le cas contraire (à travers la monétisation d'une partie de la dette). Mais si le retour à un équilibre budgétaire semble impossible aux agents (insoutenabilité de la dette), ils monétisent l'ensemble de la dette ($M=D$). Le taux de croissance de la dette dépend alors du déficit réel et des anticipations d'inflation :

$$\frac{\dot{D}}{D} = \frac{\dot{D}/P}{D/P} = \frac{G}{f(\pi)}$$

L'instabilité de la politique économique de la République de Weimar conduisit à un fort degré d'incertitude sur la probabilité d'occurrence de chacun de ces deux scénarios. Pour tenter de comprendre les anticipations des agents et leur évolution, Webb chiffre la condition de soutenabilité de la dette au moment de l'annonce des différentes nouvelles fiscales importantes de la période.

En 1919, l'annonce du montant des réparations déclencha une accélération de l'inflation (de 4% pour le mois de mai 1919 à 37% pour le mois de janvier 1920) dont l'effet principal fut de réduire la valeur réelle de la dette de près de 60 milliards de marks de 1913 en janvier 1919 à 10 milliards en mars 1920. Cette poussée inflationniste est analysée par Webb comme l'ajustement nécessaire des prix permettant de ramener le poids de la dette à un niveau soutenable et compatible avec les prévisions d'excédents budgétaires du ministre Erzberger¹⁰. Cet ajustement ne dérivait pas en hyperinflation car les agents croyaient alors une stabilisation rapide possible. Ces anticipations furent favorisées par l'adoption de la réforme fiscale proposée par Erzberger (les excédents annoncés dépendaient de la réforme fiscale proposée) mais aussi par la mise en

¹⁰ La condition de soutenabilité se chiffrait ainsi $S_{\text{février } 1920}=(178/17-6.5)*0.038=0.15$ milliards de marks de 1913 (Erzberger prévoyait lui un surplus de 0.2 milliards de marks de 1913)

échec du Putsch Kapp et par l'allègement du contrôle économique français en Rhénanie qui renforcèrent l'autorité politique du gouvernement. Il en résulta plus d'un an sans inflation (mars 1920 - juin 1921), une stabilisation du mark et une relative prospérité (croissance et plein emploi) facilitée par une politique monétaire accommodante. Ceci encourageait les agents à croire au succès de la stabilisation. Ainsi, Webb est amené à soutenir que la stabilisation allemande faillit réussir et que l'hyperinflation aurait pu être évitée si la situation financière ne s'était pas dégradée par la suite comme on va le voir.

Tout d'abord, la dette publique continua à croître au cours de cette période de relative prospérité car les nouvelles taxes ne devaient être payées qu'avec un délai d'un an. Dans l'intermède, les agents acceptaient d'acheter des titres publics car ils croyaient cette dette soutenable. Or, de mauvaises nouvelles fiscales vinrent assombrir ces perspectives : en avril 1921, la commission des Réparations fixa les conditions du paiement des réparations, qui s'élevaient annuellement à environ 10% du revenu national de l'Allemagne (soit 4 milliards de marks de 1913). Sous la menace d'une occupation par les Alliés de la Ruhr, le nouveau gouvernement allemand dirigé par Joseph Wirth accepta ces conditions dans l'idée d'en montrer les conséquences désastreuses pour les économies allemande et mondiale. Pour compenser ces dépenses supplémentaires et ne pas accroître le déficit, Wirth tenta de faire accepter par le Reichstag une augmentation des impôts mais son échec fut consommé en juin 1921. C'est alors que l'inflation reprit, les agents perdant confiance dans le gouvernement. Pourtant, jusqu'en juin 1922, ils ne crurent pas impossible un retour à la soutenabilité budgétaire, espérant un compromis sur les réparations. Cependant, d'autres mauvaises nouvelles s'accumulaient : la Haute-Silésie, une importante région industrielle, fut ôtée à l'Allemagne pour être annexée à la Pologne en octobre 1921, entraînant immédiatement une accélération de l'inflation. Cependant, ce sont les événements de l'été 1922 qui créèrent les conditions de l'hyperinflation. La France se montra inflexible sur le paiement des réparations et les banques anglo-saxonnes renoncèrent à un prêt à l'Allemagne au moment même où les recettes fiscales du gouvernement allemand déclinaient. En juin, le ministre des Affaires étrangères Walter Rathenau (qui bénéficiait de la confiance des Alliés) fut assassiné. Il en résulta une crise des réparations qui mis définitivement fin aux espoirs de retour à la soutenabilité de la dette et qui donna lieu à une accélération spectaculaire des anticipations d'inflation. Il en résulta une chute de la dette réelle alors même que la dette nominale et le déficit s'accroissaient rapidement (les dépenses représentant au début de 1923 près de trois fois les recettes).

La situation fut encore détériorée par l'occupation de la Ruhr par l'armée française à partir de janvier 1923 : l'inflation fut de 122% au cours de ce seul mois. Cependant, une stabilisation de courte durée intervint au cours des trois mois suivant tant que l'intervention secrète de la Reichsbank pour défendre le mark sur les marchés internationaux fit illusion, temporairement renforcée par la spéculation internationale contre le franc. Avec la fin de celle-ci, la spirale hyperinflationniste devint inévitable, caractérisée par une inflation à trois chiffres, par une explosion de la masse monétaire, et par une dépréciation fulgurante du mark. Le nouveau gouvernement arrivé en août 1923 introduisit des titres de dette indexés sur le dollar qui furent utilisés comme monnaie et indexa l'impôt sur les sociétés sur la valeur de l'or avec des pénalités pour tout délai de paiement. Surtout, la Reichsbank, indépendante depuis mai 1922 à la demande des Alliés, fit savoir au gouvernement qu'elle n'accepterait plus de monétiser la dette. Le gouvernement renonça à la résistance

passive dans la Ruhr en septembre 1923. En octobre, une commission (qui devait rédiger le plan Dawes de 1924) fut nommée pour rééchelonner les réparations. Tout ceci laissait espérer une stabilisation mais des révoltes locales éclatèrent en Rhénanie, en Saxe et en Bavière où fut mené le Putsch avorté de Hitler (Putsch de la Brasserie). La stabilisation commença réellement avec la création d'une nouvelle monnaie indexée sur le dollar, le Rentenmark, la parité du mark étant fixée à $4.2 \cdot 10^{12}$ par dollar et à 10^{12} par Rentenmark. La fin de la monétisation de la dette obligea le gouvernement à revenir à l'équilibre budgétaire dès mars 1924, le retour à une inflation modérée intervenant ce mois-là. La politique monétaire restrictive accrut considérablement la contrainte de liquidité, conduisant à un fort niveau de chômage, à des faillites bancaires nombreuses et à une déflation qui atteignit 36% en juin, mois au cours duquel fut levé le contrôle des changes, ce qui achevait la stabilisation.

Ainsi, Webb montre bien que la possibilité de monétiser la dette a rendu la stabilisation allemande dépendante des nouvelles fiscales, faisant de la politique budgétaire le déterminant ultime du niveau des prix. Or les réparations et l'instabilité politique rendirent impossible le retour à la soutenabilité de la dette qui était apparu pourtant parfaitement crédible jusqu'en 1921. Le jeu des anticipations et l'obstination de la France à faire payer l'Allemagne conduisirent ensuite à l'hyperinflation, qui ne put être jugulée que par la création d'une nouvelle monnaie et par la fin de la monétisation de la dette qui redonnait à la politique monétaire un rôle central.

II- Des lendemains difficiles des stabilisations aux prémisses de la grande dépression : quelle imputation causale ?

1) Les effets réels des politiques de stabilisation : l'exemple des pays issus du démembrement de l'empire austro-hongrois

a) La controverse théorique sur l'effet réel des politiques de stabilisation

L'effet réel des politiques de stabilisation monétaire visant à limiter l'inflation est l'objet d'une controverse théorique en économie. Le point de départ en est la courbe de Phillips, qui établit l'existence d'un arbitrage entre inflation et chômage. Formellement, $\pi_t = \pi_t^e - \alpha(u_t - u_n)$: l'inflation dépend de l'inflation anticipée et de la déviation du taux de chômage de son niveau « naturel ». L'approche traditionnelle est fondée sur l'hypothèse d'anticipation adaptative, qui suppose que les individus évaluent l'inflation future en fonction de son évolution passée et qu'ils ne changent pas immédiatement leurs anticipations lors d'un changement de politique monétaire. En supposant $\pi_t^e = \pi_{t-1}$, on obtient $\pi_t - \pi_{t-1} = -\alpha(u_t - u_n)$. Cette approche implique qu'une désinflation ne peut être obtenue qu'au prix d'une augmentation du taux de chômage. En outre, il est possible de déduire de l'équation quantitative de la monnaie que le taux de croissance de l'économie est égal au taux de croissance de la masse monétaire

nominale moins le taux d'inflation. Pour une croissance monétaire donnée, une inflation plus élevée conduit à un ralentissement de la croissance de l'économie. Dans ce cadre, une politique de stabilisation monétaire a donc un impact réel fortement récessif sur la croissance de l'économie et le taux de chômage.

Cependant, cette théorie a été contestée par les travaux de Robert Lucas et Thomas Sargent, connus sous le nom de « critique de Lucas ». Selon eux, dans un cadre d'anticipations rationnelles, les agents utilisent toute l'information disponible au moment de former leurs anticipations d'inflation et ne se limitent donc pas à l'observation de l'inflation passée. Par conséquent, si un changement de politique monétaire est suffisamment crédible, alors les anticipations des agents changent également. Ainsi, l'engagement d'un gouvernement bénéficiant d'une forte crédibilité à pratiquer une politique de désinflation conduira les agents à réviser leurs anticipations d'inflation à la baisse. On peut alors déduire de la relation de départ ($\pi_t = \pi_t^e - \alpha(u_t - u_n)$) qu'une réduction de l'inflation est possible sans conséquence négative pour l'emploi. Dès lors, la croissance de la masse monétaire, l'inflation et l'inflation anticipée peuvent être réduites sans entraîner une récession.

Lucas et Sargent ne croyaient pas pour autant qu'une désinflation était possible sans aucune augmentation du chômage. Mais Sargent¹¹, en considérant des données empiriques sur la fin de plusieurs épisodes d'inflation galopante, notamment en Europe au cours des années 1920, conclut que l'augmentation du taux de chômage peut être très faible. Selon lui, le ratio de sacrifice – l'augmentation du chômage nécessaire pour réaliser la désinflation – serait bien plus faible que ce que suggère l'approche traditionnelle. De son point de vue, la condition essentielle du succès à moindre coût d'une politique de désinflation est la crédibilité de la politique monétaire. En outre, Sargent affirme qu'une désinflation rapide et claire sera plus sûrement crédible car elle est moins exposée à un retournement du aux aléas politiques.

b) Les conséquences réelles des politiques de stabilisation menées au cours des années 1920 en Pologne, en Autriche et en Hongrie

On s'intéresse ici aux résultats d'une étude empirique conduite par Elmus Wicker¹², dont l'objet est d'évaluer les effets sur l'emploi des stabilisations menées en Autriche, en Hongrie et en Pologne à la suite de l'hyperinflation que ces pays ont connue au cours de la première moitié des années 1920. Elmus Wicker formule une critique méthodologique à l'encontre de Thomas Sargent¹³, dont l'analyse est fondée sur l'étude de l'évolution du nombre de chômeurs et non du taux de chômage. Elmus Wicker base son étude, au contraire, sur l'estimation des taux de chômage au moyen d'une réexploitation des données disponibles (données des Ministères du travail, mais aussi des unions syndicales, des systèmes d'indemnisation du chômage ou d'assurance sociale). Or, Wicker montre ainsi que le taux de chômage a culminé, après l'introduction des mesures de stabilisation, à 13% en Pologne, 12% en Hongrie et 7% en Autriche.

En Pologne, des mesures de stabilisation monétaire radicales furent prises à partir de janvier 1924 pour stopper l'hyperinflation : la création d'un impôt sur le capital et d'un impôt sur le revenu progressif, et

¹¹ T.J. Sargent, *The Ends of Four Big Inflations*

¹² E. Wicker, *Terminating hyperinflation in the dismembered Habsburg Monarchy*

¹³ T.J. Sargent, *The Ends of Four Big Inflations*

l'arrêt de l'émission de papier monnaie par l'Etat. Le retour à la confiance fut spectaculaire quoique temporaire, l'inflation redémarrant en juillet 1925 à la suite de mauvaises recettes fiscales et de la dépréciation du zloty face au dollar. Cependant, la fin de l'hyperinflation ne se fit pas sans conséquence non négligeables sur le taux de chômage qui atteignit 5,6% à la fin de 1924 (soit 3,5 points de plus qu'en 1923) puis 12,7% en 1925, ne revenant sous son niveau de 1924 qu'en 1928.

En Autriche, les mesures de stabilisation destinées à stopper l'hyperinflation furent prises en septembre 1922 et eurent pour conséquence une augmentation du taux de chômage d'au moins 4 points de pourcentage entre 1921 et 1926. Ces données sont moins spectaculaires que dans le cas polonais mais soulignent néanmoins les conséquences négatives de la stabilisation sur l'emploi. En revanche, l'évolution de la croissance économique est étonnante : après s'être contractée de 1% en 1923, l'économie autrichienne afficha une croissance de 10% en 1924 soulignant les conséquences positives de la stabilisation de la monnaie autrichienne une fois dépassé l'effet récessif de court terme.

En Hongrie, la stabilisation fut achevée en juin 1924 à la suite d'une réforme monétaire supervisée par la SDN qui accorda un prêt à la Hongrie pour couvrir ses déficits jusqu'au rééquilibrage des recettes fiscales et des dépenses publiques, qui fut atteint dès juillet 1924. La couronne hongroise fut stabilisée par rapport à la livre sterling et l'indice des prix chuta de 17 %. Cette déflation s'accompagna d'effets fortement négatifs sur l'emploi, le taux de chômage passant de 4,6% (7,7% en estimation haute) en mars 1924 à 8,7% (14,5% en estimation haute) en mars 1925.

Elmus Wicker peut ainsi conclure que les politiques de stabilisation ont eu dans ces pays des effets négatifs importants, certes moindres que ce que laisseraient penser les estimations de la courbe de Phillips produites à la fin des années 1970. Wicker propose quelques approfondissements pour mieux comprendre la transmission des effets de la stabilisation à l'emploi. Tout d'abord, l'assainissement des finances publiques s'est à chaque fois accompagné d'une réduction des effectifs employés dans la sphère publique : les licenciements dans la sphère publique s'élèvent à 85.000 en Autriche et à 38.000 en Hongrie. Il convient de noter que ces licenciements étaient également dus aux conséquences différées du démembrement de l'empire austro-hongrois qui rendait inutile la macrocéphalie administrative viennoise. La fin de l'hyperinflation s'est également accompagnée de licenciements importants de la part des institutions financières (4.000 en Hongrie, 10.000 en Autriche). L'augmentation du chômage dans l'industrie de la construction est quant à elle le résultat du niveau très élevé des taux d'intérêt fixé par les nouvelles banques centrales dans le cadre des mesures de stabilisations. D'autres effets sont directement liés à celles-ci. Ainsi, la surévaluation de la monnaie polonaise après les mesures de réformes prises en 1924 conduisit à un déséquilibre de la balance des paiements qui conduisit à la crise de change de juillet 1925, elle-même suivie d'une crise financière et bancaire qui aggrava l'augmentation du chômage. Par ailleurs, Elmus Wicker s'interroge sur le rôle possible du rôle du développement des indemnités d'assurance chômage et aux effets reportés de la fin de l'hyperinflation allemande. Cependant, les données dont ils disposent ne permettent pas d'établir un lien entre ces événements et l'augmentation du chômage en Pologne, en Autriche et en Hongrie.

2) Les origines de la Grande Dépression : l'exemple du « credit crunch » allemand

a) Les causes internes du déclin de l'investissement et de l'entrée en récession de l'économie allemande

La Grande Dépression fut particulièrement sévère en Allemagne : le revenu national chuta de 20% entre 1928 et 1932 et, au cours de la même période, l'emploi hors secteur agricole diminua de 28%. Elle intervint à la suite de trois chocs majeurs : le déclin de l'investissement à partir de 1928, la chute des exportations et la diminution de la dépense publique après 1929. T. Balderston¹⁴ suggère que les prémises de la Dépression allemande apparaissent avant ceux de la dépression mondiale et qu'ils sont aggravés par la diminution de l'investissement américain avant que celui-ci ne recule aux Etats-Unis même. La crise en Allemagne aurait donc des origines propres, autonomes de la crise américaine.

Balderston souligne un élément surprenant en première analyse : au cours de la dépression, l'équilibre des finances publiques s'améliora. Cette politique restrictive ne pouvait s'expliquer par des facteurs strictement politique et atteste de l'existence d'une contrainte de crédit pesant sur l'Etat allemand au cours de cette période. Or, cette contrainte semble avoir pesé sur l'investissement d'une façon générale. La thèse de Balderston est que cette contrainte s'explique essentiellement par la perturbation du marché domestique (allemand) des capitaux et non par celle ayant résulté des répercussions internationales du krach de Wall Street. Pour Balderston, la crise en Allemagne ne résulte pas de causes externes, comme l'effondrement des exportations où la fin des entrées de capitaux étrangers, mais de l'instabilité du système économique allemand lui-même.

Pour expliciter sa thèse, Balderston analyse d'une façon systématique les déterminants de l'investissement dans l'Allemagne de la fin des années 1920. On peut noter ici qu'il existe un désaccord sur les mesures de l'investissement, qui oppose Balderston à Temin et Ritschl. Cependant, ils s'accordent à reconnaître que l'investissement connaît un pic en 1927 (Temin, Ritschl) ou en 1928 (Balderston¹⁵), soit plus tôt qu'aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Balderston insiste sur le fait que le plus grand décalage temporel entre ces pays dans le retournement de l'investissement concerne l'investissement public qui intervient en 1927 en Allemagne au lieu de 1931 aux Etats-Unis et 1932 au Royaume-Uni. La FBCF des administrations publiques était revenu en 1932 à seulement 41% de son niveau de 1928. Balderston rejette comme marginale deux explications possibles de la contraction de l'investissement en Allemagne : le degré d'utilisation des capacités de production et la pression salariale. Le premier facteur est pertinent principalement pour l'industrie extractive et manufacturière, où un excès de capacité est effectivement constaté, mais ce secteur ne représentait que 20% de la FBCF totale. En outre, les investissements dans l'industrie étaient jusqu'alors essentiellement consacrés à une amélioration de l'efficacité du processus de production et non à un ajustement des capacités. Quant à la pression salariale, elle pouvait peser sur l'investissement soit en réduisant les marges des entreprises et donc leurs capacités d'autofinancement soit en affectant négativement la compétitivité de l'économie et son équilibre commercial (induisant une hausse

¹⁴ T. Balderston, *The beginning of the depression in Germany, 1927-1930: investment and the capital market*

¹⁵ Pour Balderston, les intentions d'investissement commencent à diminuer à la fin 1927 ou au début de 1928 et se traduisent concrètement en 1928.

des taux d'intérêt défavorable à l'investissement). Mais la déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des salaires est une caractéristique de l'ensemble de la période 1924-1929 et non de la toute fin des années 1920 en particulier.

Une fois écarté ces deux facteurs, Balderston étaye son argumentation en faveur d'une interprétation du déclin de l'investissement comme étant la conséquence de la perturbation du fonctionnement des marchés de capitaux pour des raisons internes à l'Allemagne. Tout d'abord, les capitaux étrangers furent affectés par la décision prise par Schacht en décembre 1926 de ne plus les exempter de la taxe sur les plus-values dont ils avaient jusque là bénéficié. Cette mesure était destinée à limiter l'entrée de capitaux spéculatifs. Ensuite, Schacht voulut contraindre les banques à limiter leurs prêts au marché des titres sous peine de détériorer leurs conditions de refinancement. Il en résulta un effondrement des cours le 13 mai 1927 qui ne devait pas être effacé avant la fin de la crise. On assista à un retrait massif de capitaux placés à court terme par des prêteurs étrangers. Ceci détériora le niveau des réserves d'or et de devises et obligea Schacht à relever le taux d'intérêt en juin et à revenir sur les mesures qu'il avait prises. Un autre facteur défavorable à l'investissement fut la publication en octobre 1927 d'un rapport très critique de l'Agent Général pour les Réparations concernant la gestion des finances publiques allemandes, dans un environnement encore traumatisé par le souvenir cuisant de l'hyperinflation. Il en résulta une dépréciation des bons du trésor allemands cotés à New York qui contrastait avec l'appréciation des bons du trésor américain. Il devint de plus en plus difficile pour les autorités publiques allemandes de se financer sur les marchés de capitaux, ce qui entraîna la stagnation des investissements publics et l'impossibilité de consolider des prêts consentis à court terme. Il en résulta de nombreuses banqueroutes d'autorités locales (Berlin figura parmi celles-ci à la fin de 1929).

L'activité fut ainsi brutalement confrontée dans tous les secteurs (y compris dans le secteur agricole) à une forte contrainte de crédit qui provoqua le retournement conjoncturel à travers le recul de l'investissement. Ceci résultait bien d'événements sans rapport avec la conjoncture internationale et qui concernaient le seul marché des capitaux allemand mais qui suffirent à renverser le fragile équilibre économique qu'avait réussi à reconstruire l'Allemagne.

b) Le rôle des réparations et de la dette extérieure dans la crise de l'économie allemande

La particulière sévérité de la Grande Dépression fut longtemps considérée par certaines analyses keynésiennes comme le résultat de cette politique déflationniste, la reprise de 1933 apparaissant comme le résultat d'une politique expansionniste. Cette théorie est remise en cause par Borchardt¹⁶ qui défend la thèse que la politique de stabilisation menée en Allemagne pendant la dépression était soumise à une contrainte de crédit qui résultait du manque de discipline budgétaire des années ayant précédé la crise. Albrecht Ritschl¹⁷ reprend et étaye cette thèse en argumentant que le plan Dawes de 1924 créait une incitation à l'emprunt auprès d'investisseurs étrangers tandis que le Plan Young de 1929, conçu pour le limiter, empêcha

¹⁶ K. Borchardt, A decade of debate about Brüning's economic policy, in J.v. Kruedener (ed.), *Economic Crisis and Political Collapse*, Oxford, 1990

¹⁷ A. Ritschl, *Reparation transfers, the Borchardt hypothesis and the great depression in Germany, 1929-1932*

l'Allemagne de continuer à accumuler de la dette extérieure et créa les conditions d'un glissement vers une crise de la dette.

Ritschl souligne donc le rôle qu'a joué la conjonction du système des réparations et de l'accumulation d'une dette extérieure considérable dans la sévérité de la contrainte de crédit que subit l'Allemagne, en particulier à partir de 1929. Pour cela, il faut revenir à la stabilisation allemande de 1923-1924. Après l'hyperinflation de 1923, l'économie allemande bénéficia d'un aménagement des réparations dans le cadre du plan Dawes. Celui-ci, présenté lors de la Conférence de Londres en août 1924, prévoyait une série de réformes financières en Allemagne (notamment la constitution de réserves d'or susceptibles de préserver la stabilité du mark et le prélèvement de nouveaux impôts), l'évacuation de la Ruhr par l'armée française, le rééchelonnement des réparations et l'ouverture de prêts importants à l'Allemagne par les Etats-Unis. Ce plan réussit à permettre la reprise de l'économie allemande et à conforter la stabilité retrouvée de sa monnaie, notamment par l'apport de capitaux permettant de recapitaliser et de moderniser l'appareil de production allemand. Cependant, au lieu d'assainir complètement le système économique et de commencer à payer les réparations en s'appuyant sur leurs excédents commerciaux, les Allemands se mirent à emprunter des sommes considérables à l'étranger. Une disposition du plan Dawes prévoyait en effet que le paiement des réparations en devise étrangère n'interviendrait que si la Reichsbank n'était pas menacée d'une attaque spéculative. Par conséquent, les réparations constituaient *de facto* une dette junior par rapport à la dette privée, ce qui limitait le risque de défaut lié aux réparations pour les investisseurs internationaux qui acceptèrent de prêter à l'Allemagne jusqu'à la limite de soutenabilité de sa dette extérieure. Ces investisseurs partageaient dès lors l'intérêt du gouvernement allemand à minimiser le poids des réparations sur l'économie allemande. De 1924 à 1929, l'Allemagne paya ainsi ses réparations totalement à crédit (la masse des crédits américains à l'Allemagne dépassait la masse des réparations payées par l'Allemagne au reste du monde, ce qu'on caractérise parfois sous l'expression de « réparations américaines » à l'Allemagne) et connut un important déficit commercial. L'Allemagne rentra même dans un jeu de Ponzi en payant les intérêts de la dette extérieure avec de nouveaux emprunts auprès d'investisseurs étrangers.

L'inquiétude concernant l'imprudence de cet endettement extérieur apparut dès 1925. Comme on l'a vu Schacht tenta de limiter l'afflux de capitaux étrangers spéculatifs mais en 1927, l'endettement extérieur de l'Allemagne était déjà si élevé que les autorités étaient confrontées à un dilemme : mener une politique fortement déflationniste pour assurer la capacité de remboursement du pays ou ne rien faire, laisser la bulle exploser et la pyramide de crédit s'effondrer entraînant dans sa chute le système financier international. Le changement de régime introduit par le plan Young en mars 1929, qui rend les réparations « seniors » par rapport à la dette extérieure, déclencha une crise en Allemagne car il faisait encourir des risques considérables à ses créanciers étrangers : la monnaie fut attaquée, un emprunt d'Etat puis un prêt international échouèrent, et le gouvernement se trouva confronté à une crise de financement. En 1931 et 1932, l'Etat ne put contracter aucun emprunt de long terme auprès d'investisseurs étrangers. L'acceptation du plan Young (combattue par Schacht qui prédisait le chaos) rendait nécessaire une stabilisation de la balance des paiements sous peine d'une crise de la dette extérieure, ce qui signifiait l'obligation de mener une politique déflationniste extrêmement douloureuse.

Ritschl montre qu'il est possible de rendre compte de cet enchaînement factuel dans le cadre d'une modélisation keynésienne de l'équilibre macroéconomique en économie ouverte. Les réparations y sont introduites sous la forme d'un déficit additionnel à la balance commerciale. Ritschl part d'une situation proche de celle de l'Allemagne en 1925, avec un équilibre caractérisé par une balance courante légèrement excédentaire et par le paiement effectif des réparations. Ritschl introduit alors un choc conforme aux faits observés et auquel Borchardt accorde une grande importance : l'augmentation simultanée des salaires et de la dépense publique. L'augmentation des salaires et de la dépense publique a pour effet d'accroître la demande interne, ce qui compense l'effet négatif de la pression salariale sur la balance commerciale du pays. Mais l'augmentation de la dépense publique et le déséquilibre de la balance commerciale conduisent aussi à des importations massives de capitaux. On se trouve ainsi dans une période d'expansion artificielle car financée par l'importation de capitaux étrangers et associée à un déficit de la balance des paiements. C'est la situation de l'Allemagne à la fin des années 1920. Cependant, le déficit de la balance des paiements ne peut être indéfini et un arrêt des flux de capitaux entrants est inévitable étant donné le caractère insoutenable d'un financement des réparations et de la charge de la dette par de nouveaux crédits internationaux. Dès lors, l'économie est confrontée à une contrainte de crédit et à la nécessité de revenir à l'équilibre de la balance des paiements. Deux politiques peuvent être suivies (en supposant qu'une dévaluation est impossible, ce qui était le cas pour l'Allemagne puisque cela revenait à faire défaut d'une façon générale) : mener une politique déflationniste (ce que fit Brüning entre 1929 et 1932) ou faire défaut sur la dette externe (ce que fit le gouvernement nazi en 1933). La deuxième solution a pour conséquence de lourdes sanctions et des mesures rétorsives de la part des autres pays et ne constitue donc qu'un ultime recours. D'où le choix initial de stabiliser la balance des paiements et de dégager des excédents commerciaux permettant de payer à la fois les réparations et le service de la dette. Les politiques monétaire et budgétaires ne pouvaient que s'aligner sur cet objectif, sous peine d'un déséquilibre qui ne pourrait manquer d'entraîner une crise de la dette. Sous ces contraintes, une récession brutale était inévitable. La seule politique rationnelle consistait à réduire la pression salariale de façon à améliorer la compétitivité de l'économie et donc l'équilibre de la balance commerciale. Or Brüning mena précisément une politique salariale déflationniste.

Ritschl montre donc par sa modélisation que c'était là la seule possibilité afin d'éviter une crise de la dette. La responsabilité de la sévérité de la grande dépression ne repose donc pas sur la politique économique menée par Brüning mais sur le choix de financer un boom artificiel (augmentation des salaires et de la dépense publique) à partir de 1925, qui creusait une dette extérieure qui devint insoutenable quand le Plan Young refusa de rééchelonner les réparations et en fit des réparations une dette senior par rapport à la dette contractée auprès des investisseurs étrangers. Ritschl se livre à un exercice contrefactuel pour montrer quels choix politiques auraient permis de limiter la crise allemande. L'absence totale de recours à l'emprunt extérieur dès 1924 aurait conduit à une crise cinq ans plus tôt, ce que redoutaient les autorités allemandes à l'époque et qui ne constitue pas une alternative avantageuse. En revanche, un recours limité à l'emprunt extérieur aurait stabilisé le cycle d'affaire allemand. Les « golden twenties » n'auraient pas eu lieu (sans pour autant que l'Allemagne ne connaisse une récession) mais le retournement conjoncturel de la fin des années

1920 aurait été bien moins douloureux et aurait autorisé des politiques moins restrictives. Une part importante de la contraction du revenu national aurait ainsi pu être évitée.

Conclusion

L'histoire économique des années 1920 permet de souligner le rôle des conséquences de la Grande Guerre (notamment le système des réparations) mais aussi des événements politiques internes affectant la crédibilité du gouvernement et des relations financières internationales. Au sein de cette analyse, les anticipations des agents et les nouvelles fiscales (qu'elles soient d'ordre politique, militaire ou diplomatique) jouèrent un rôle central dans le succès ou l'échec des politiques de stabilisation. Il semble que les politiques de stabilisation aient eu un coût réel très important et le boom allemand après la fin de l'hyperinflation (mais avec un chômage qui ne descendit jamais en dessous de 8%) ne doit pas faire illusion dans la mesure où il était financé par un emprunt extérieur qui confronta l'Allemagne au risque d'une crise de la dette en 1929 et l'obligea à une politique déflationniste douloureuse. L'expérience allemande est du reste particulièrement importante pour la compréhension du passage des conséquences économiques de la guerre à la grande dépression.

Elle conduit en effet à repenser les conditions de possibilité de la grande dépression et à replacer les origines européennes de la crise au centre de l'analyse. On dispose en effet dès 1927 d'indices clairs du retournement de la conjoncture allemande, qui intervient bien plus tôt aux Etats-Unis et en Angleterre. Les effets du plan Young sur le niveau de risque des créances à l'Allemagne généra une forte contrainte de crédit en Allemagne et fragilisa les banques américaines, dans un contexte politique détérioré (les nazis progressaient fortement lors des élections dès 1930). Les fuites de capitaux et l'impossibilité de consolider la dette de court terme accumulée conduisirent à une crise bancaire dont les premiers signes apparurent en Autriche (faillite du Credit Anstalt en mai 1931). L'absence de coopération internationale et les tensions politiques (notamment l'intransigeance de la France) retardèrent des mesures d'urgences pourtant nécessaires, comme un prêt international d'envergure. La crise prit alors une ampleur qui conduisit au moratoire sur les paiements internationaux, proposé par le président américain Hoover, et à la suspension de la convertibilité de la monnaie allemande. Les répercussions de la crise allemande furent mondiales en diffusant la contrainte de crédit à l'ensemble des pays déficitaires, dont certains furent acculés à la cessation de paiement. L'enchaînement de crises de dette affecta largement les banques anglo-saxonnes. Ceci favorisa la généralisation de la crise financière, laquelle conduisit à la dévaluation de la livre sterling en septembre 1931 et à celle du dollar au printemps 1933. Ainsi, la crise allemande joua un rôle sans doute déterminant dans l'effondrement d'un système financier international fragilisé par l'endettement à court terme et l'absence de coopération politique.

Bibliographie

Alesina, A., « The end of large public debts », in F. Giavazzi & L. Spaventa (ed.) *High public debt: the Italian experience*, CUP, 1988

Balderston, T., « The beginning of the depression in Germany, 1927-1930: investment and the capital market », *European review of economic history*, Vol. 36, No. 3. (Aug., 1983), pp. 395-415

Eichengreen, B., *Golden Fetters*, OUP, 1992

Hautcoeur, P.-C. & P. Sicsic, « Threat of a capital levy, expected devaluation and interest rates in France during the interwar period », *European review of economic history*, 1999

Ritschl, A., « Reparation transfers, the Borchardt hypothesis and the great depression in Germany, 1929-1932 », *European review of economic history*, avril 1998

Sargent, T. J., «The Ends of Four Big Inflations», in Robert Hall ed., *Inflation: Causes and Effects*, Chicago: University of Chicago Press, 1983

Webb, S.B., « Fiscal news and inflationary expectations in Germany after world war I », *Journal of economic history*, 46, sept. 1986

Wicker, E. « Terminating hyperinflation in the dismembered Habsburg Monarchy », *American economic review*, sept. 1986