

Régime de l'étalon-or, déflation et dépression: l'économie suisse dans la crise économique mondiale

Mathias Zurlinden,
Recherche, Banque nationale suisse

La Grande Dépression des années trente fut la plus forte crise économique mondiale du XX^e siècle. Ses épïcètres étaient situés aux Etats-Unis et en Allemagne, mais aucun pays intégré à l'économie mondiale ne fut épargné. En Suisse, la production industrielle fléchit de 20% de 1929 à 1932 et, à l'exception des années 1937 et 1939, resta inférieure au niveau de 1929 jusqu'à la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Il n'est donc pas surprenant que la crainte d'une nouvelle crise nous préoccupe encore aujourd'hui.

L'économie mondiale de l'entre-deux-guerres fut essentiellement marquée par l'évolution de l'économie aux Etats-Unis, mais aussi en Allemagne, en Grande-Bretagne et en France. La majeure partie de la littérature relative à la Grande Dépression se concentre par conséquent sur l'un ou l'autre de ces quatre pays. Aux Etats-Unis, la discussion sur le rôle de la politique monétaire américaine lancée par Friedman et Schwartz (1963) figura longtemps au premier plan (Brunner, 1981; Temin, 1978). Durant les vingt dernières années, la recherche s'est cependant tournée davantage vers des études comparatives. Bernanke (1995) relève deux avantages liés à cette approche. D'une part, la Grande Dépression constitue un événement de portée mondiale et doit alors être traitée dans un contexte international, puis, d'autre part, la comparaison de vingt ou trente pays permet de mieux identifier économétriquement les causes et les effets de cette crise.

Bien que la Suisse vécût également la Grande Dépression comme un événement douloureux, le nombre d'études macro-économiques utilisant des données helvétiques est resté modeste. C'est le cas des études par pays, d'un nombre très limité au sujet de la Suisse (Kneschaurek, 1952; Rutz, 1970; Weber, 1983; Faber, 1997), et des études comparatives qui passent souvent la Suisse sous silence. Dans les deux cas, le manque de données restreint fortement les possibilités d'analyse empirique. Par exemple, le produit national suisse des années trente n'est ni ventilé selon l'optique des dépenses, ni désagrégé en indices de production et de prix.

Les données disponibles sont néanmoins suffisantes pour décrire le développement de l'économie suisse. Tel est le point de départ du présent article. Volontairement axé sur des données chiffrées, l'exposé recourt fréquemment à l'aide de graphiques et tableaux. Nous nous efforçons également de replacer la Suisse dans son environnement international. La politique économique suisse n'est cependant décrite en détail qu'au besoin. A ce sujet, on consultera l'étu-

de exhaustive de Rutz (1970). Nous renonçons aussi en grande partie à retracer le débat contemporain sur la politique économique auquel se livre Müller (2000).

Actuellement, un large consensus n'associe pas la crise économique mondiale à une cause unique. La chute du cours des actions, l'effondrement de nombreuses banques et l'accroissement du protectionnisme jouèrent tous un rôle. Cependant, il faut surtout souligner l'influence déterminante des facteurs monétaires, notamment, du régime international de l'étalon-or. Les cours de change fixes qu'implique ce régime diffusèrent la déflation de par le monde et le maintien des parités-or contribua à ce qu'une dépression initialement «normale» aboutisse à la Grande Dépression. Déjà dans les années trente, Cassel (1936) et Hawtrey (1939) défendirent une telle position. Toutefois, elle ne s'imposa que lors des vingt dernières années grâce aux études comparatives de Choudhri et Kochin (1980), Eichengreen et Sachs (1985), Bernanke et James (1991), ainsi qu'aux synthèses de Temin (1989), Eichengreen (1992, 2002) et Bernanke (1995).

L'aspect monétaire international de la Grande Dépression forme le cadre de notre analyse. La première partie présente la donne internationale ainsi que la relation entre déflation, dépression et étalon-or. Le deuxième volet est consacré à l'évolution de l'économie suisse de 1929 à 1937. Outre les principaux indicateurs de l'activité économique et de l'évolution des prix, nous examinons en particulier les taux d'intérêt, les cours de change, les agrégats monétaires ainsi que les difficultés inhérentes au secteur bancaire. La dernière partie conclut et résume les enseignements que les banques centrales ont tirés de la Grande Dépression.

1 La crise économique mondiale

La première section de cet article examine le contexte dans lequel l'évolution de l'économie suisse eut lieu. La déflation et la dépression mondiales sont décrites au moyen de quelques indicateurs-clés et la relation entre déflation et dépression est analysée. Nous expliquons ensuite le fonctionnement du régime de l'étalon-or et, notamment, pourquoi celui-ci exerça des pressions déflationnistes sur l'économie mondiale. Finalement, nous commentons l'effondrement graduel de ce régime à partir duquel l'économie mondiale amorça sa reprise.

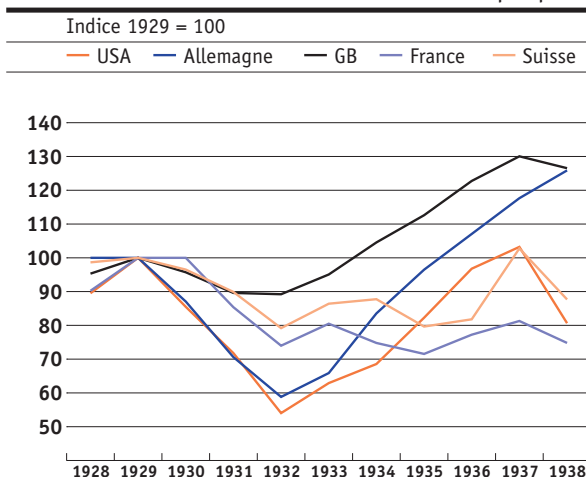
L'accent est mis sur quelques points choisis. De nombreux aspects essentiels à une compréhension approfondie de la Grande Dépression ne sont pas traités. Mentionnons à cet égard l'histoire antérieure à la Grande Dépression, qui remonte à la Première Guerre mondiale et comprend des événements majeurs tels que l'hyperinflation notamment en Allemagne, la crise agricole mondiale, ainsi que les disputes au sujet des réparations allemandes et des dettes de guerre des Alliés. Les ouvrages d'Eichengreen (1992) et de Feinstein, Temin et Toniolo (1996) représentent deux contributions détaillées intégrant la Grande Dépression à l'histoire économique de l'entre-deux-guerres.

1.1 Déflation et dépression

Le graphique 1 décrit l'évolution de la production industrielle dans quatre économies principales (Etats-Unis, Allemagne, Grande-Bretagne, France) et en Suisse de 1928 à 1938.¹ Il ressort des données annuelles que la production industrielle atteignit son apogée aux Etats-Unis, en Allemagne, en Grande-Bretagne et en Suisse en 1929. En France seulement, elle resta en 1930 au niveau de 1929 avant de commencer à fléchir là aussi. Le creux de la vague fut atteint en 1932 dans la plupart des pays. Cependant, après une courte reprise, la Suisse tout comme la France enregistrèrent une nouvelle baisse en 1935 et 1936.

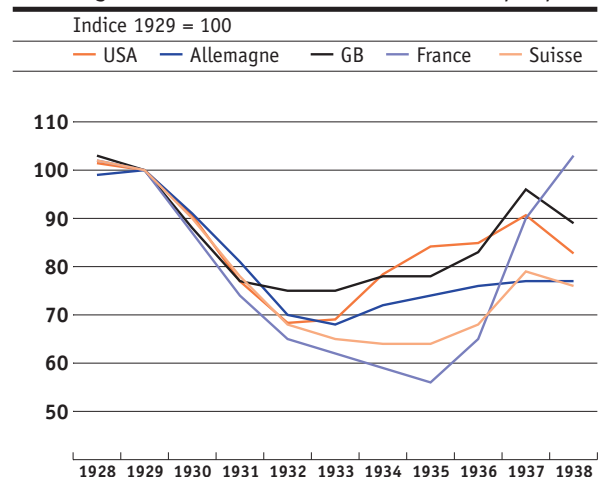
Le recul de la production industrielle fut le plus fort aux Etats-Unis (1929–1932: -46%) comme en Allemagne (1929–1932: -41%) et le plus faible en Grande-Bretagne (1929–1932: -11%). La France (1930–1935: -28%) et la Suisse (1929–1932: -21%) occupèrent une position intermédiaire. Il se détache également du graphique que le niveau de la production mondiale remonta en 1937 à peu près au niveau de 1929 avant d'entrer en récession en 1938. Ces considérations nous permettent de fixer le cadre temporel de la Grande Dépression que nous utilisons dans le présent article, à savoir la période 1929–1937.²

Production industrielle Graphique 1



1 Les sources des graphiques et tableaux figurent en annexe.

Prix de gros Graphique 2



2 Les opinions divergent dans la littérature quant à la fin de la Grande Dépression. Les désaccords proviennent surtout du fait que la reprise ne commença pas simultanément dans tous les pays et qu'elle eut lieu à des vitesses différentes. De surcroît, certains

auteurs partent de données dont la tendance est éliminée ou bien utilisent d'autres indicateurs de l'activité économique.

Parmi les caractéristiques de la Grande Dépression les plus frappantes, il faut mentionner la chute des prix enregistrée durant les premières années. Le graphique 2 montre l'évolution des prix de gros dans les mêmes pays que ceux du graphique 1. Il apparaît que, si les prix avaient déjà tendance à baisser en 1929, le fléchissement s'accéléra nettement à partir de 1930. Jusqu'en 1931, les prix de gros diminuèrent dans tous les pays quasiment à la même cadence, ce qui s'explique par les changes fixes du régime de l'étalon-or. Par la suite, l'évolution divergea d'un pays à l'autre: tandis que les prix se stabilisèrent avant d'amorcer une remontée en Grande-Bretagne, puis aux Etats-Unis et en Allemagne, ils continuèrent pendant trois ans encore de baisser en France et en Suisse. Toujours selon le graphique 2, la chute maximale enregistrée à partir de 1929 se situa entre 25 % (Grande-Bretagne, 1929-1932) et 44 % (France, 1929-1935). En Suisse, elle se chiffrà à 36 % (1929-1935).

Si l'histoire économique fournit plusieurs exemples d'une déflation modérée coïncidant avec une croissance économique, à une forte déflation comme celle des années trente correspond toujours une diminution de la production et de l'emploi. La littérature distingue différents canaux par lesquels la déflation peut entraver la production et l'emploi. Lors de la Grande Dépression, trois canaux ont vraisemblablement joué un rôle (Bernanke et James, 1991; Bernanke, 1995).

Le premier canal est formé par la rigidité des salaires nominaux. Si les salaires ne baissent pas au même rythme que les prix, les salaires réels augmentent. Lorsque ces derniers dépassent les possibilités offertes par les gains en productivité, ils réduisent alors la demande de main-d'œuvre et renchérissent la production. Les données montrent que, lors de la Grande Dépression, les salaires réels étaient en hausse dans tous les grands pays à l'exception de l'Allemagne. On note également, aussi bien dans le temps qu'en comparaison internationale, une forte corrélation négative entre les salaires réels et la production industrielle (Eichengreen et Sachs, 1985; Bernanke et Carey, 1996).

Le deuxième canal est constitué par les taux d'intérêt réels, définis comme les taux nominaux moins l'inflation anticipée. Cette dernière, ne pouvant pas être observée directement, doit être estimée. Dans une étude relative aux Etats-Unis, Hamilton (1992) arrive à la conclusion que, si la déflation surprit certes tout d'abord les marchés, elle fut en grande partie attendue à partir de 1930. Parce que les taux réels dépassaient les taux nominaux à hau-

teur des anticipations déflationnistes, ils se situaient à un niveau élevé au début des années trente.

Le troisième canal par lequel la déflation réduit la production est formé par le bilan des débiteurs. Une baisse inattendue du niveau des prix accroît la valeur réelle des dettes nominales. Ainsi augmente le risque que les crédits ne puissent pas être remboursés. Les créanciers réagissent alors en réduisant l'offre de crédits, ce qui a pour effet de diminuer le nombre de projets d'investissement et de consommation pouvant être réalisés. Fisher (1933) décrit le premier ce mécanisme, qui a connu un regain d'intérêt ces dernières années par l'apparition de modèles micro-économiques afférents à des marchés imparfaits du crédit.³

Dans le modèle de Bernanke, Gertler et Gilchrist (1996), l'imperfection du marché du crédit réside dans l'incapacité des créanciers de s'informer gratuitement des possibilités, activités et caractéristiques des débiteurs (*agency cost*). C'est pourquoi le financement par des fonds propres ou par des fonds étrangers couverts par des collatéraux coûte moins cher que le financement par des fonds étrangers en blanc. La prime varie suivant les avoirs nets du débiteur (*net worth*). Si la déflation les réduit, elle gonfle les coûts de financement. Par conséquent, la production et l'emploi diminuent.⁴

3 Calomiris (1993) résume différentes applications empiriques de ce modèle à la Grande Dépression.

4 Outre le canal du crédit susmentionné, qui part des effets de la déflation sur le bilan des entreprises et des ménages, un second canal du crédit part des effets de la déflation sur le bilan des

banques. Si la qualité de leur bilan se détériore, les banques renchériront leurs crédits ou les restreindront. Comme les crédits bancaires sont souvent le seul financement externe de nombreuses entreprises et de nombreux ménages, ce second canal du crédit peut se superposer au premier et en accentuer les effets.

1.2 L'effet déflationniste du régime de l'étalon-or

Quelles sont les causes de la déflation? L'offre de monnaie figure parmi les principaux suspects. Toute chose étant égale par ailleurs, une diminution de l'offre de monnaie fait baisser le niveau des prix. Les données disponibles reflètent effectivement une réduction de la masse monétaire mondiale pendant les premières années de la Grande Dépression (Bernanke et Mihov, 2000). Le régime monétaire international alors en vigueur, l'étalon-or, est ainsi mis en cause.

Ce régime s'effondra en 1914 au début de la Première Guerre mondiale et fut réinstauré entre 1922 et 1927. Avant 1914, il fonctionna relativement bien pendant quelque 40 ans. Son rétablissement était fondé sur l'espoir que l'étalon-or contribuerait à stabiliser l'économie mondiale après le chaos des premières années d'après-guerre. Parmi les pays principaux, seuls les Etats-Unis maintinrent le régime de l'étalon-or sans interruption. De facto, l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France lièrent à nouveau leur monnaie à l'or respectivement en 1923, 1925 et 1926. La Suisse y procéda en 1924 et de jure en 1930. Seuls quelques pays, à savoir le Danemark, la Grande-Bretagne, les Pays-Bas, la Norvège, la Suède et la Suisse, rétablirent leur parité d'avant-guerre. Dans les autres pays, la hausse des prix fut si forte depuis 1914 que ceux-ci fixèrent leur parité-or à un niveau plus ou moins inférieur.

Le régime international de l'étalon-or repose sur l'engagement pris par chaque pays à acheter et vendre de l'or à prix fixe par rapport à sa propre monnaie. Ainsi, le prix de l'or et indirectement le cours de change par rapport aux autres monnaies restent stables. En cas de déséquilibre entre deux Etats, les afflux et reflux d'or exercent un effet stabilisateur. Si un pays, par exemple, connaît une croissance économique supérieure à son potentiel et accompagnée d'une hausse des prix, sa balance des paiements courants se détériorera et l'or refluera vers l'étranger. La masse monétaire en sera réduite d'autant, ce qui rehaussera les taux d'intérêt et exercera des pressions sur la production et les prix. A l'étranger, en revanche, les afflux d'or accroîtront la masse monétaire de sorte que la production et les prix augmenteront. Le mécanisme de l'or assure donc automatiquement le rétablissement de la stabilité.⁵

En réalité, le régime de l'étalon-or ne fonctionna pas aussi simplement et élégamment que notre description pourrait le laisser croire. En parti-

culier, le transfert d'or n'entraîna pas automatiquement de variation correspondante de la masse monétaire. C'est pourquoi la masse monétaire mondiale put se développer durant les premières années de la Grande Dépression dans des proportions inférieures à celles de l'encaisse-or des banques centrales. A cet égard, trois facteurs furent déterminants.

Premièrement, les réserves monétaires de la plupart des pays comprenaient non seulement de l'or mais aussi des devises.⁶ Celles-ci – en particulier des dollars américains, des livres et des francs français – pouvaient être échangées en tout temps contre de l'or à la banque centrale du pays émetteur. Tant que le public accordait sa confiance aux parités-or, cette solution était à l'avantage de tous les participants. La banque centrale, en détenant des devises, réalisait le revenu des intérêts et le régime international de l'étalon-or était en mesure de fonctionner dans les pays émetteurs avec des réserves d'or relativement faibles. Or, quand la confiance dans les parités-or commença à diminuer, les banques centrales échangèrent leurs devises contre de l'or. Il en découla une diminution considérable de la part des devises dans les réserves monétaires mondiales. Sur la base de données portant sur 24 pays, celle-ci passa de 42% à fin 1928 à 35% à fin 1930 et même à 8% à fin 1932 (Nurske, 1944, p. 235). La croissance relative des réserves monétaires fut alors inférieure à celle de l'encaisse-or des banques centrales.

Deuxièmement, chaque banque centrale détenait outre ses réserves monétaires des actifs nationaux (avances sur nantissement, escomptes, papiers-values). Les instituts d'émission avaient ainsi la possibilité de neutraliser les effets que les variations d'or ou des changes exerçaient sur la base monétaire (monnaie centrale). Toutefois, les pays excédentaires et déficitaires ne pouvaient pas y recourir dans la même mesure. Un pays déficitaire, perdant continuellement de l'or, était alors forcé tôt ou tard de réduire sa masse monétaire. Un pays excédentaire à fort afflux d'or n'était en revanche pas contraint d'accroître sa masse monétaire. Le sentiment qu'un régime d'étalon-or est tendanciellement déflationniste repose principalement sur cette asymétrie. Dans le contexte qui nous intéresse, le comportement des autorités monétaires françaises et américaines est particulièrement notable. Durant les années décisives, toutes deux enregistrèrent de forts afflux d'or et neutralisèrent leurs effets sur la monnaie centrale en réduisant le portefeuille d'actifs nationaux (Hamilton, 1987). Leur raison était néanmoins différente. La France craignait un accroissement de l'inflation,

5 Voir Niehans (1978) pour un modèle théorique du régime de l'étalon-or et Eichengreen (1992) ou Hawtrey (1939) pour son aspect institutionnel et pratique.

6 C'est pourquoi le régime de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres est aussi appelé régime de l'étalon de change-or. Bien que les banques centrales aient déjà détenu des devises comme réserves monétaires avant la

Première Guerre mondiale, leur part était plus faible qu'ultérieurement.

pendant que les autorités monétaires américaines voulaient entraver la forte hausse du cours des actions, qu'elles considéraient comme le fruit d'une spéculation excessive. Mais quel que soit le jugement porté sur ces considérations de politique économique nationale, leurs conséquences contrecarraient les règles du régime de l'étalon-or. Il en résulta que la monnaie centrale augmenta moins que les réserves monétaires des banques centrales.

Troisièmement, en plus du comportement des banques centrales, il faut tenir compte de l'attitude du public et des banques. Celle-ci fut marquée par l'insécurité croissante qui se propagea durant les premières années de la Grande Dépression. Le public réagit en remplaçant ses dépôts en banque par des espèces. Les banques, quant à elles, se prémunirent contre le risque de tels retraits en détenant suffisamment de réserves. Ces deux réactions eurent également pour conséquence que la masse monétaire évolua plus faiblement que la monnaie centrale.

Le comportement des banques centrales (échange de devises contre de l'or, neutralisation des effets de l'afflux d'or), des banques (détention accrue de réserves) et du public (détention accrue d'espèces) eut pour effet général que l'approvisionnement en monnaie de l'économie mondiale se développa plus faiblement que l'encaisse-or (Bernanke et Mihov, 2000). Eichengreen (1992) affirme que la pression déflationniste issue du régime de l'étalon-or aurait pu être corrigée, si tous les pays avaient dévalué leur monnaie de concert, c'est-à-dire s'ils avaient simultanément réduit le prix de leur monnaie exprimé en unités d'or. A cause de divergences quant à la situation du moment, les gouvernements et les banques centrales laissèrent échapper cette occasion et suivirent ainsi leur propre voie.⁷ Entre 1931 et 1936, tous les pays dévaluèrent l'un après les autres leur monnaie par rapport à l'or ou introduisirent un contrôle des changes. Ces décisions étaient incompatibles avec l'orthodoxie de l'étalon-or. Même si bon nombre de pays continuèrent de lier leur monnaie à l'or sous une forme ou sous une autre, le régime international de l'étalon-or en tant qu'instrument de coordination des politiques monétaires était tombé.

7 Voir Cassel (1936) et Eichengreen (1992, p. 258-286).

1.3 La renonciation au régime de l'étalon-or et la résolution de la crise

L'effondrement du régime international de l'étalon-or se produisit par étapes. Il commença en 1931 par la crise bancaire germano-autrichienne. En mai 1931, la plus grande banque autrichienne, le Creditanstalt, ferma ses guichets. Les effets se propagèrent ensuite en Allemagne, où les banques, tout comme le Creditanstalt, étaient fortement engagées à court terme envers l'étranger. De plus, le gouvernement Brüning mit en jeu la confiance des investisseurs étrangers en exigeant la fin des réparations et une union douanière avec l'Autriche.⁸ La plus éminente victime fut la Darmstädter und Nationalbank (DANAT), cinquième banque du pays, qui dut fermer ses guichets au mois de juillet. Comme la Deutsche Reichsbank avait subi des pertes d'or substantielles et que les tentatives d'obtenir un crédit international avaient échoué, l'Allemagne n'eut pas d'autre choix que de renoncer à la parité-or ou d'introduire un contrôle des mouvements de capitaux. Le gouvernement opta pour la seconde solution. A la mi-août, il édicta une ordonnance sur les changes et une ordonnance urgente afin d'enrayer la fuite de capitaux et l'évasion fiscale. Simultanément, il entama des négociations avec les banques étrangères qui aboutirent à la fin du mois d'août à un moratoire relatif aux crédits à court terme (*Stillhalteabkommen*). Durant les années suivantes, le contrôle des changes fut étendu toujours davantage.

Au cours de l'été 1931, la livre sterling subit de fortes pressions. Sa surévaluation, le chômage élevé et la précarité budgétaire formaient le talon d'Achille de l'économie britannique. Les marchés s'attendaient donc à ce que le gouvernement travailliste au pouvoir ne défende pas la parité-or à tout prix. Quand les investisseurs privés et les banques centrales étrangères échangèrent leurs placements en livres contre de l'or, la Banque d'Angleterre releva modérément son taux d'escompte, le fixant à 4,5%. Elle ne regagna pas la confiance des marchés pour autant, au point que, le 20 septembre 1931, le gouvernement la releva de son obligation de vendre de l'or à prix fixe. Le cours de la livre baissa alors vigoureusement par rapport à toutes les monnaies importantes. Les pays de l'Empire britannique et les pays scandinaves suivirent l'exemple britannique, pendant que de nombreux pays d'Europe centrale et de l'Est s'inspiraient de la voie allemande et instauraient un contrôle des capitaux.

8 Voir Ferguson et Temin (2002). Voir Feinstein, Temin et Toniolo (1997, p. 120-124) pour une brève introduction concernant la politique économique du gouvernement Brüning.

Dès septembre 1931, la crise monétaire s'étendit aux Etats-Unis. Les doutes des investisseurs quant à la parité-or du dollar entraînaient des pertes d'or, ce qui incita la Réserve fédérale à majorer son taux d'escompte. Elle put ainsi juguler la crise monétaire dans un premier temps, mais elle accentua simultanément la crise bancaire. Un tournant fut pris en 1933 lorsque Franklin D. Roosevelt remporta les élections présidentielles. La politique du nouveau gouvernement visait à accroître la production et à faire remonter les prix sans se laisser troubler par le régime de l'étalon-or. En mars 1933, le gouvernement suspendit la convertibilité des billets en or et introduisit un embargo sur les exportations d'or. En avril, le cours du dollar commença de flotter. Celui-ci s'affaiblit alors sensiblement jusqu'à fin janvier 1934, date à laquelle il fut stabilisé à 59% de sa parité-or antérieure.

Après que les Etats-Unis aient renoncé au régime de l'étalon-or, les pays restants (Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Pologne, Suisse) constituèrent le bloc-or le 8 juillet 1933 à Paris. Dans le sillage des dévaluations de la livre, du dollar américain et d'autres monnaies, les pays du bloc-or virent leur compétitivité se détériorer considérablement. En bonne logique du régime de l'étalon-or, ils n'eurent pas d'autre alternative que de réduire leurs coûts de production et d'abaisser le prix de leurs produits. Cette politique se heurta à la résistance des syndicats et autres groupements d'intérêts. Durant les années suivantes, les monnaies du bloc-or furent l'objet à maintes reprises d'attaques spéculatives. La Belgique dévalua ainsi sa monnaie en mars 1935 après une crise bancaire. La même année, l'Italie et la Pologne instaurèrent un contrôle des mouvements de capitaux. La fin fut scellée en 1936. Quand le Front populaire de Léon Blum remporta les élections législatives françaises et commença la mise en place de son programme de réformes sociales, le franc français subit de fortes pressions. Le vendredi 25 septembre 1936, la France renonça au régime de l'étalon-or et dévalua. A la fin de la même semaine, la Suisse et les Pays-Bas lui emboîtèrent le pas. La dévaluation du franc suisse s'éleva à 30%.

La Suisse a maintenu sa parité-or jusqu'au dernier moment. Au fil des ans, le Conseil fédéral et la Banque nationale suisse (BNS) invoquèrent deux arguments principaux contre la dévaluation du franc. D'une part, une telle dévaluation ne servirait que peu et aurait pour effet principal d'être inflationniste, puis, d'autre part, elle serait contraire à toute bonne foi.⁹ Même après la dévaluation du franc français, la

BNS proposa de maintenir la politique antérieure. Durant ses entrevues avec le Conseil fédéral, la BNS put souligner que la couverture-or des billets de banque couvrait largement le montant minimal fixé par la loi et que la situation économique s'était déjà un peu améliorée depuis le début de l'année. Néanmoins, le Conseil fédéral décida par cinq voix contre deux de dévaluer le franc. Il fonda sa décision sur des arguments de politique économique et sur l'espoir que l'accord tripartite conclu par les Etats-Unis, la Grande-Bretagne et la France donnerait un nouvel élan à la politique monétaire internationale.¹⁰

La majorité des critiques de l'époque portèrent un jugement négatif sur la vague de dévaluations de l'entre-deux-guerres. Un exemple à ce sujet est l'opinion exprimée par Nurske (1944) dans une étude commandée par la Société des Nations. Eichengreen et Sachs (1985, 1986), en revanche, affirment que les dévaluations unilatérales ne se sont pas simplement neutralisées, mais qu'elles ont assoupli les conditions monétaires dans leur ensemble et ainsi accéléré la reprise de l'économie mondiale. Comme une dévaluation anticipée et coordonnée n'était pas possible, elles constituèrent la meilleure solution possible.

Il ressort du graphique 1 que la reprise économique ne commença dans chaque pays qu'après la disparition des contraintes liées à la parité-or. Bien que chacun n'ait pas profité à la même vitesse de la marge de manœuvre ainsi obtenue, le schéma est néanmoins clair: tout report dans l'abandon du régime de l'étalon-or retarda d'autant la reprise économique. Cette vue est étayée par plusieurs études empiriques à large échantillonnage (Choudhri et Kochin, 1980; Eichengreen et Sachs, 1985; Bernanke et James, 1991). Dans l'ensemble, ces études démontrent que le maintien de l'ancienne parité-or était une erreur, car la Grande Dépression fut accentuée et prolongée. De plus, elles attestent que la Grande Dépression s'explique pour une part non négligeable par des facteurs monétaires.¹¹

9 Voir la description pertinente d'Eichengreen et Temin (2000) au sujet de l'esprit du régime de l'étalon-or, c'est-à-dire les convictions et idées économiques qui marquaient l'action des élites de l'époque.

10 Voir Müller (2000) au sujet des discussions se rapportant à la dévaluation en Suisse.

11 Pour une description de la reprise, on consultera Temin (1989, p. 89-137) à propos de l'économie mondiale et Romer (1992) au sujet des Etats-Unis.

2 L'économie suisse dans la crise économique mondiale

La deuxième partie de cette étude traite de l'évolution de l'économie suisse. L'analyse se concentre tout d'abord sur deux indicateurs économiques principaux, le produit national et le taux de chômage. Comme nous allons le voir, les données disponibles à propos de la période considérée ne sont pas totalement satisfaisantes. Nous considérons ensuite les indicateurs des composantes de la demande globale qui fournissent une image plus nuancée. Les autres sections portent sur les prix et salaires, taux d'intérêt, cours de change, agrégats monétaires ainsi que sur les problèmes du secteur bancaire.

2.1 Produit national et taux de chômage

La Suisse ne possède une comptabilité nationale que depuis 1948. Cependant, des travaux préliminaires avaient déjà été exécutés antérieurement. Au début des années quarante, l'Office fédéral de la statistique procéda à une estimation du revenu national net (RNN) pour l'an 1938, puis, calcula suivant la même méthode les chiffres des années 1929 à 1937. Le concept de RNN se distingue de celui, plus connu, de produit national brut (PNB) par la déduction des impôts indirects et des amortissements. Le montant des impôts indirects de ces années est connu, nous ignorons par contre celui des amortissements. Par

conséquent et parallèlement au RNN, on peut calculer le produit national net (PNN), mais pas le PNB.

Pour obtenir une série à prix constants, l'Office fédéral de la statistique corrige le RNN à l'aide de l'indice des prix à la consommation (IPC). Dès lors, certains auteurs procédèrent de la même manière avec le PNN (voir la Statistique historique de la Suisse, 1996). Andrist, Anderson et Williams (2000), lors d'estimations du produit intérieur brut réel de 1914 à 1947, se fondent eux aussi pour la période 1929–1938 sur les estimations officielles du PNN nominal auxquelles ils appliquent l'IPC comme déflateur.¹²

Le tableau 1 indique l'évolution du RNN et du PNN nominal et réel, ce dernier étant obtenu à l'aide de l'IPC. Dans le contexte qui nous intéresse, l'important est l'évolution du PNN réel. Celui-ci augmenta encore quelque peu en 1930 avant de diminuer de quelque 5% au total durant les deux années suivantes. Comparé à la production industrielle suisse, le PNN réel fut donc touché plus tard et moins fortement par la crise économique mondiale. Une légère reprise passagère (1933–1934) fut suivie d'une nouvelle diminution (1935–1936). Après la dévaluation du franc seulement, une croissance sensible put être observée.

Revenu national net et produit national net

Tableau 1

Année	Revenu national net	Impôts indirects	Produit national net (PNN)	IPC, 1929=100	PNN avec l'IPC comme déflateur (indice 1929=100)
1929	9469	284	9753	100,0	100,0
1930	9344	290	9634	98,3	100,5
1931	8609	296	8905	93,2	98,0
1932	7685	302	7987	85,9	95,3
1933	7698	308	8006	81,5	100,7
1934	7599	314	7913	80,3	101,0
1935	7429	320	7749	79,5	99,9
1936	7457	326	7783	80,9	98,6
1937	8160	332	8492	84,8	102,7
1938	8202	340	8542	85,0	103,1

12 Nous ne sommes pas parvenus à reconstruire le PNN réel calculé par Mitchell (1992). Lorsque les valeurs nominales correspondent aux estimations officielles, le déflateur implicite s'écarte de l'IPC comme de l'indice des prix de gros.

L'emploi de l'IPC comme déflateur est hélas problématique lors de l'estimation du PNN réel. Il s'agit d'une solution de fortune à laquelle nous recourons parce que l'Office fédéral de la statistique n'a pas calculé de déflateur du produit national approprié pour la période précédant la Deuxième Guerre mondiale. L'IPC diverge dans sa conception sur deux points par rapport au déflateur conventionnel du produit national.

Premièrement, un tel déflateur ne comprend que les prix des biens fabriqués dans le pays, alors que l'IPC s'étend également à ceux des biens importés. Toutes les données disponibles montrent que les prix des importations baissèrent pendant la Grande Dépression bien davantage que ceux des biens fabriqués domestiquement. Il en découle que le fléchissement de l'IPC – toute chose étant égale par ailleurs – devrait dépasser celui du déflateur du produit national.

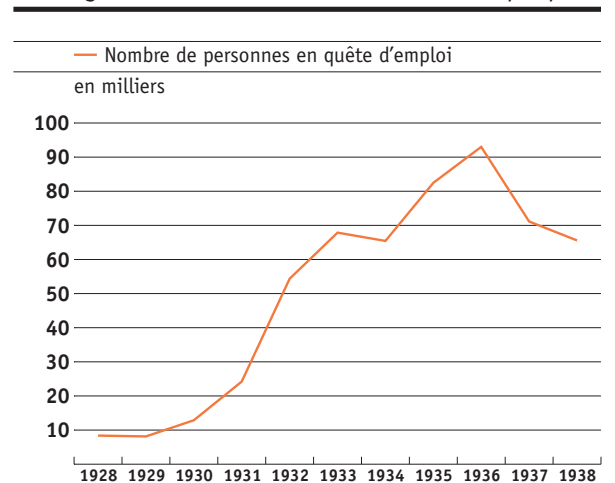
Deuxièmement, l'IPC se fonde sur un panier de marchandises (indice de Laspeyres), alors que le déflateur du produit national indique le prix des biens produits pendant une période déterminée (indice de Paasche).¹³ L'IPC ignore donc la possibilité des consommateurs de réagir aux variations de prix relatifs et de remplacer les biens dont les prix sont montés par ceux dont les prix ont baissé. Par conséquent, l'IPC reflète – toute chose étant égale par ailleurs – une inflation supérieure ou une déflation inférieure à celle que traduit le déflateur du produit national.

Ces deux différences n'exercent pas leur effet dans la même direction et ne permettent donc pas de tirer de conclusions précises sur le plan qualitatif. Toutefois, à défaut d'élasticités de substitution fortement élevées, la seconde différence, soit celle entre les indices de Paasche et de Laspeyres, pourrait exercer des effets bien plus faibles que la première. Il en découle que l'IPC baissa probablement davantage que ne l'aurait fait un déflateur conventionnel du produit national. Ainsi, le PNN réel de la Suisse calculé au moyen de l'IPC pourrait indiquer pendant la Grande Dépression une diminution trop faible de la production nationale.

Les données relatives au marché de l'emploi soulèvent d'autres difficultés. Nous disposons néanmoins du nombre de chômeurs enregistrés aux offices du travail (graphique 3). Les chômeurs se chiffraient ainsi à quelque 8000 personnes en moyenne durant l'année 1929. Par la suite, ce chiffre augmenta d'année en année, exception faite de 1934, et se monta finalement à 93 000 personnes en 1936. La valeur

mensuelle la plus élevée, à savoir 124 000 personnes, fut enregistrée en janvier 1936. Lorsque nous exprimons ces chiffres en proportion de la population active, le taux de chômage passe de 0,4% en 1929 à 4,8% en 1936 (point culminant janvier avec 6,4% avant déduction des variations saisonnières). Toutefois, l'envie de se faire enregistrer comme chômeur pourrait bien ne pas avoir été excessive. Il n'existait pas à l'époque d'assurance-chômage générale et obligatoire et les perspectives étaient minces que l'office du travail procure un emploi. Dans ces conditions, le chômage effectif devrait dépasser les chiffres officiels.

Chômage Graphique 3



13 Cette différence concerne l'IPC de l'époque (1921 = 100). L'IPC actuel (mai 2000 = 100) est un indice en chaîne, dont la pondération des composantes est ajustée une fois par an.

Une seconde manière de calculer le taux de chômage prend en considération ces objections. Elle consiste à mettre le nombre de chômeurs assurés par des caisses de chômage publiques et privées en rapport avec le nombre total de leurs assurés.¹⁴ Comme prévu, le taux de chômage ainsi calculé dépasse alors de beaucoup le taux calculé traditionnellement: en 1936, il se chiffrà à 14,6% en moyenne (point culminant janvier avec 20,9% avant déduction des variations saisonnières).¹⁵ Cette seconde méthode n'est pas non plus dépourvue d'inconvénients. D'une part, les données ne couvrent pas l'ensemble du marché du travail, puis, d'autre part, la propension à adhérer à une caisse dans les catégories professionnelles à fort risque de chômage était probablement supérieure à celle des autres catégories. Le taux calculé à partir du nombre d'assurés pourrait alors avoir tendance à être trop élevé.

Les imperfections des données relatives au PNN réel et au chômage donnent à penser que les comparaisons avec des données actuelles ou avec d'autres pays n'offrent qu'une image approximative de la réalité. Toutefois, il ne faut pas relativiser à l'excès. Aux Etats-Unis, le PNB réel diminua de 30% entre 1929 et 1933. En 1933, 25% de la population active étaient enregistrés en moyenne comme chômeur (Mitchell, 1992). En Allemagne, autre épice de la crise, le PNN réel fléchit de 23% entre 1928 et 1932 et 30% de la population active étaient enregistrés comme chômeur en 1932 (Mitchell, 1993). A la vue de ces taux, il ne fait pas de doute que la Grande Dépression fut relativement modérée en Suisse.

2.2 Production industrielle, construction, commerce extérieur et dépenses publiques

D'autres indicateurs économiques complètent l'image que nous nous faisons de la Grande Dépression en Suisse. Le plus important est certainement la production industrielle, à laquelle nous avons déjà recouru dans la comparaison internationale du graphique 1. Nos données sont des estimations de David (1996) qui assembla divers indices par branche. Selon ses estimations, la production industrielle passa de 100 en 1929 à 79 en 1932. Par la suite, elle augmenta quelque peu (1934: 88) avant d'atteindre de nouveau, en 1935 (80) et 1936 (82), quasiment le niveau minimal de 1932. Le tournant n'eut lieu qu'en 1937 après la dévaluation du franc suisse, la production industrielle atteignit alors pratiquement le niveau de 1929 (103).

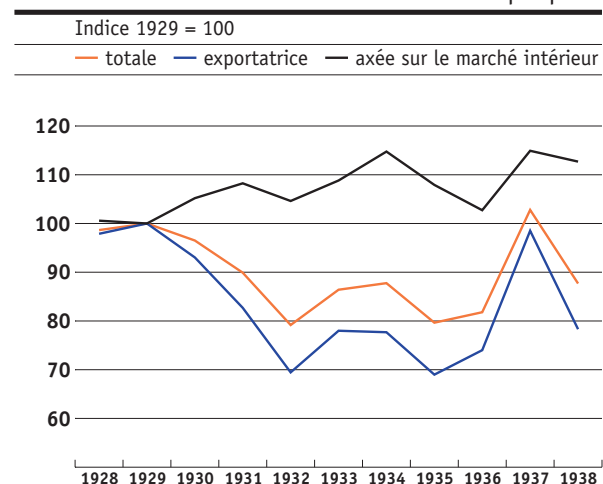
14 Le calcul se fonde sur les indications de 15 caisses publiques d'assurance-chômage de Suisse alémanique ainsi que de 15 caisses privées (voir la Statistique historique de la Suisse, 1996).

15 Le chômage partiel précède le chômage complet. Dès 1932, il atteignit son apogée (en moyenne 11,6% des assurés). En 1935, il se montait à 4,9%.

La désagrégation par branche montre quelles forces agissent sur la production industrielle suisse. L'industrie horlogère, secteur typiquement exportateur, fut frappée la première et la plus fortement. D'autres branches exportatrices, telles l'industrie des machines, textile ou chimique, essuyèrent aussi des pertes sensibles dès les deux premières années de dépression. Parmi les branches citées, seule la chimie put se développer relativement bien à partir de 1933, alors que des pressions s'exerçaient sur la production des autres secteurs jusqu'en 1937. L'évolution des branches axées sur le marché intérieur fut toute différente. La production de l'industrie du ciment augmenta sensiblement jusqu'en 1931 et l'industrie de l'alimentation enregistra encore en 1931 un meilleur résultat qu'en 1929. Bien que l'industrie du ciment subît par la suite un fléchissement continu jusqu'en 1936, l'industrie des biens alimentaires, peu sensible au cycle économique, enregistra encore un taux d'occupation appréciable.

Le graphique 4 montre l'évolution des indices partiels calculés par David (1986) de l'industrie exportatrice et de l'industrie axée sur le marché intérieur.¹⁶ Il en ressort que la production de l'industrie exportatrice diminua de quelque 30% de 1929 à 1932 et ne regagna qu'en 1937 à peu près son niveau de 1929. En revanche, la production de l'industrie axée sur le marché intérieur s'accrut de 1929 à 1931 ainsi que de 1932 à 1934. Elle fut néanmoins faible en 1935 et 1936 bien que dépassant quelque peu le niveau de 1929 pendant ces deux ans.

Production industrielle suisse Graphique 4



16 Lors du calcul des indices partiels par branche, David (1996) inclut dans l'industrie exportatrice l'industrie chimique, textile, des métaux, des machines, de la chaussure et l'horlogerie. L'industrie du papier, du ciment et de l'alimentation sont classées dans l'industrie axée sur le marché intérieur.

L'évolution opposée de l'industrie exportatrice et de l'industrie axée sur le marché intérieur fournit une explication quant à l'écart entre le développement du PNN réel et celui de la production industrielle au début de la Grande Dépression. Alors que la production industrielle fléchit à partir de 1929, le PNN réel progressa encore en 1930. Cette augmentation reflète la vigueur de la demande intérieure, qui se manifesta plus dans l'évolution du PNN réel que dans celle de la production industrielle dépendant davantage de l'industrie exportatrice.

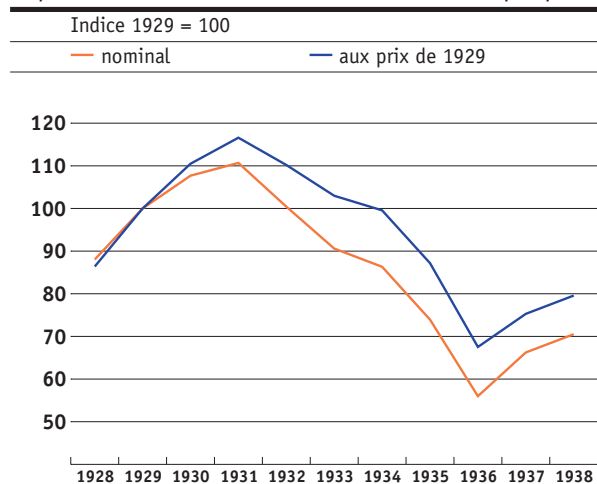
Pendant les premières années de dépression, la demande intérieure fut encore stimulée par les investissements dans la construction. Comme indiqué, la production de l'industrie du ciment s'accrût sensiblement jusqu'en 1931. Les dépenses de construction confirment cette évolution. Comme le montre le graphique 5, elles progressèrent en termes réels de 17% entre 1929 et 1931. Elles se réduisirent par la suite et se montèrent en 1934 au niveau de 1929. En 1935 et 1936, elles continuèrent de diminuer sensiblement. Les dépenses de construction n'atteignirent qu'après la guerre leur niveau de la première moitié des années trente.¹⁷

Quant aux effets de la demande extérieure, ils ressortent le mieux des statistiques du commerce extérieur. Celles-ci révèlent que les exportations de marchandises diminuèrent des deux tiers entre 1929 et 1932. Si une part du fléchissement s'explique par la baisse des prix sur les marchés mondiaux, les exportations en tonnes décrurent également de plus de 50% pendant ces trois ans (graphique 7). La part des exportations de marchandises dans le PNN nominal traduit une évolution analogue. Elle passa de 22% en 1929 à 10% en 1932. Par la suite, elle ne changea presque pas jusqu'en 1936. Seule la dévaluation de 1936 entraîna une certaine reprise, mais l'industrie exportatrice continua de vivre des temps difficiles. En 1937 et 1938, la part des exportations dans le PNN nominal était à peine au niveau de 1931 (15%).

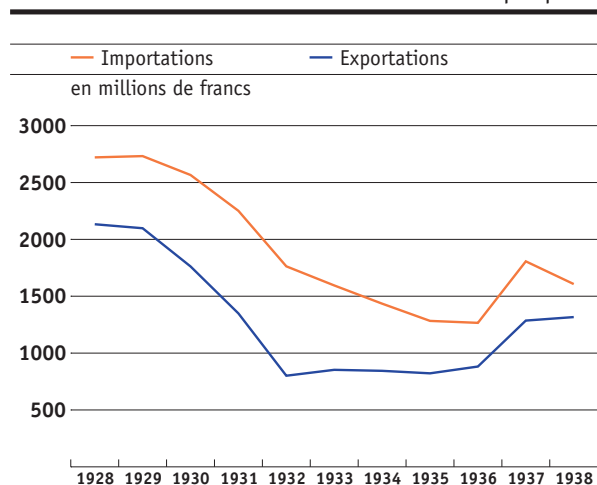
Pendant que l'évolution des exportations s'explique presque uniquement par la demande extérieure durant les deux premières années de crise, deux autres facteurs s'y ajoutent à partir de 1931: la dévaluation des monnaies de pays importateurs majeurs et la montée du protectionnisme. A fin 1931, la Suisse réagit en passant d'une politique commerciale multilatérale à une politique bilatérale. Le mot d'ordre était de mettre les importations au service des exportations. L'instrument de cette politique était le contingentement. De plus, un système de

17 Le secteur de la construction dispose de données relatives aux dépenses nominales de construction. Pour obtenir les dépenses réelles, nous appliquons comme déflateur l'indice zurichois des coûts de la construction aux dépenses nominales.

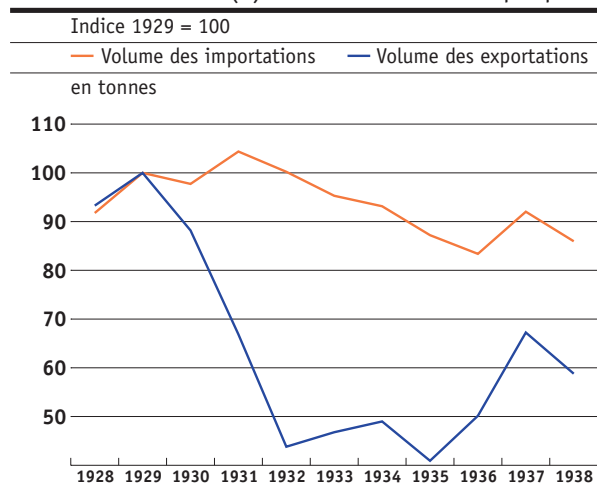
Dépenses de construction Graphique 5



Commerce extérieur Graphique 6



Commerce extérieur (2) Graphique 7



compensations contrôlé par l'Etat (*clearing*) fut introduit dans les échanges avec les pays qui avaient instauré un contrôle des changes.¹⁸ Au total, la Suisse conclut des accords de «clearing» avec 12 Etats de 1931 à 1937, le plus important étant avec l'Allemagne (1934). En raison du bilatéralisme commercial, le déficit de la balance commerciale resta relativement limité malgré les dévaluations effectuées à l'étranger. Comme le graphique 6 le montre, ce déficit diminua après une augmentation vigoureuse en 1931 et 1932. Par rapport au PNN nominal, il passa de 7% en 1929 à 12% en 1932, avant de fléchir assez régulièrement jusqu'à 5% en 1936 et même 3% en 1938. De 1935 à 1938, il fut constamment inférieur au taux enregistré au début de la crise de 1929.

Pour finir, jetons un coup d'œil sur les dépenses publiques et la politique financière. Le tableau 2 établit le rapport entre les comptes de gestion de la Confédération, des cantons et des grandes communes et le PNN nominal.¹⁹ Il en ressort que la part des dépenses publiques dans le PNN s'accrût modérément durant les années de dépression. De 1930 à 1936, la part des dépenses fédérales passa de 5,0 à 6,7% et celle des dépenses cantonales de 6,1 à 8,6%. Comme les recettes augmentèrent simultanément par rapport

au PNN, les déficits budgétaires restèrent modestes. Durant les seules années 1933 et 1934, le budget de la Confédération se solda par un léger déficit. Bien que les budgets des cantons et des communes aient accusé dès 1931 un déficit, celui-ci demeura modéré. Au total, le déficit des comptes de gestion de la Confédération, des cantons et des grandes communes ne dépassa jamais 1,2% du PNN (1933).

L'évolution budgétaire démontre que la politique financière ne put que peu stimuler la conjoncture, la politique étant nettement axée sur l'équilibre budgétaire. On se souvenait encore du début des années vingt, quand déficit budgétaire et inflation allaient de pair dans de nombreux pays. La conviction qu'un assouplissement de la politique financière saperait la confiance des marchés dans la monnaie était également de mise. Dans la mesure où des dépenses supplémentaires étaient nécessaires pour combattre la crise (programmes visant à stimuler l'emploi, aide aux chômeurs, etc.), on s'efforça donc de rétablir l'équilibre budgétaire en faisant des économies dans d'autres secteurs et en majorant certains impôts.

Finances publiques (comptes de gestion)

Tableau 2

Année	Dépenses en % du PNN			Recettes en % du PNN			Excédent en % du PNN		
	Confédération	Cantons	Grandes communes	Confédération	Cantons	Grandes communes	Confédération	Cantons	Grandes communes
1929	3,9		2,8	5,3		2,9	1,4		0,1
1930	5,0	6,1	2,9	6,6	6,4	3,0	1,6	0,4	0,1
1931	4,5	7,1	3,4	5,5	7,1	3,4	1,0	-0,1	-0,0
1932	5,4	8,3	3,9	5,9	7,8	3,7	0,5	-0,5	-0,2
1933	5,6	8,6	4,0	5,5	7,7	3,8	-0,1	-0,9	-0,2
1934	6,3	8,6	4,0	6,1	7,9	3,9	-0,1	-0,7	-0,1
1935	6,5	8,6	4,2	6,8	8,1	4,0	0,3	-0,5	-0,1
1936	6,7	8,6	4,1	7,0	8,1	4,0	0,3	-0,5	-0,2
1937	6,3	8,1	3,8	6,6	8,0	3,7	0,3	-0,1	-0,0
1938	7,1	8,5	3,8	6,7	8,2	3,8	-0,4	-0,3	0,0

18 Après deux premiers accords de «clearing» avec l'Autriche et la Hongrie en 1931, la BNS explique le système de «clearing» de la manière suivante (rapport de gestion 1931, p. 9-10): «La BNS se charge de recevoir et d'inscrire sur un compte commun géré au nom de la Banque nationale d'Autriche les paiements que les acheteurs suisses de marchan-

dises autrichiennes effectueront en monnaie suisse. De même, les acheteurs autrichiens de marchandises suisses verseront le montant de leur dette en schillings à la Banque nationale d'Autriche. Les banques d'émission se tiendront au courant des versements effectués dont elles répartiront les montants disponibles entre les fournisseurs,

conformément aux dispositions de l'accord». Voir une description détaillée des accords de «clearing» avec l'Allemagne et l'Italie dans Frech (2001).

19 Les communes sont membre de l'Association des villes suisses. Suivant l'année, leur nombre fluctue entre 59 et 64. Pour éviter de compter à double certains postes, il n'est pas possible d'additionner simplement les chiffres bruts des budgets fédéral, cantonaux et communaux.

2.3 Prix et salaires

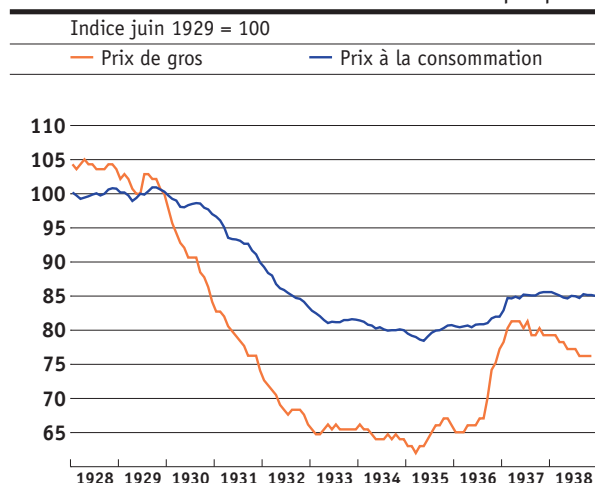
Une des caractéristiques de la Grande Dépression fut la baisse massive des prix. Comme nous l'avons indiqué, les prix de gros fléchirent à peu près à la même vitesse en Suisse et à l'étranger entre 1929 et 1931, c'est-à-dire avant le début des dévaluations. Par la suite, leur développement varia fortement suivant le régime monétaire (graphique 2). Le graphique 8 montre l'évolution mensuelle des prix de gros (IPG) en Suisse, qui permet de dater les points d'inflexion avec davantage de précision. Il en ressort que la baisse des prix de gros commença en août 1929 et se poursuivit presque sans interruption jusqu'en mars 1933. Le creux de la vague fut atteint en mars 1935 (de juillet 1929 à mars 1935: -39,6%). Après la dévaluation du franc suisse en septembre 1936, les prix de gros montèrent en flèche, mais tout en restant nettement inférieurs à ceux de 1929 et cela jusqu'à la fin de la période examinée, c'est-à-dire décembre 1938.

En règle générale, les prix à la consommation fluctuent moins que les prix de gros, car de nombreuses composantes de l'IPC ne sont pas soumises à la concurrence internationale dans la même mesure. Le graphique 8 indique que la baisse des prix à la consommation fut à peu près inférieure de moitié à celle des prix de gros entre le milieu de 1929 et la première moitié de 1935. Le fléchissement des prix à la consommation commença en novembre 1929, c'est-à-dire un peu après celui des prix de gros. Le creux de la vague fut également atteint un peu plus tard que dans le cas des prix de gros, à savoir en mai 1935 (d'octobre 1929 à mai 1935: -22,0%).²⁰

Contrairement aux prix des biens, les salaires nominaux ne baissèrent que peu durant la Grande Dépression. Il ressort du graphique 9 qu'ils montèrent même légèrement jusqu'en 1931 avant de baisser continuellement jusqu'en 1936.²¹ Le fléchissement par rapport à 1929 resta cependant inférieur à 10%. Le contraste prononcé entre l'évolution des prix et celle des salaires implique que les salaires réels montèrent sensiblement surtout pendant les premières années de la Grande Dépression. De 1929 à 1933, les salaires réels (ajustés au moyen de l'IPC) augmentèrent de 17%. Ultérieurement, ils baissèrent jusqu'en 1937, tout en dépassant de plus de 7% leur niveau de 1929.

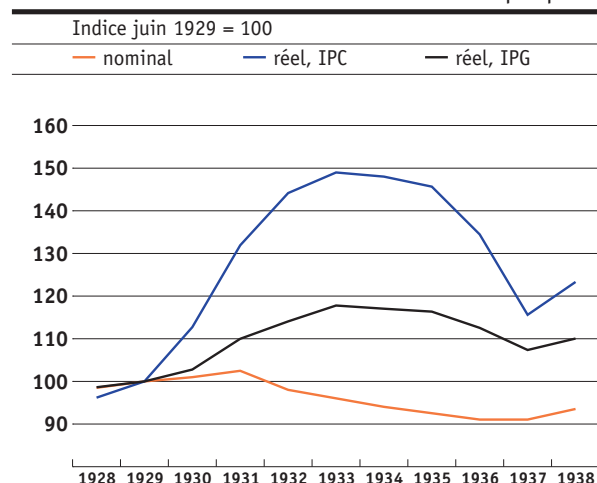
Vu sous l'angle de la production, l'indice des prix à la production devrait être appliqué comme déflateur des salaires nominaux. Les données disponibles obligent cependant à utiliser les valeurs les plus proches, soit les prix de gros. Ainsi calculés, les salaires réels montèrent beaucoup plus fortement que ceux calculés par le biais des prix à la consommation. Malgré une chute en 1936 et 1937, ils dépassaient encore nettement ceux du début de la Grande Dépression. En dépit de la qualité médiocre des données, l'impression subsiste donc que les salaires réels augmentèrent fortement.

Prix Graphique 8



²⁰ Les deux indices des prix n'ont dépassé respectivement leur moyenne de 1929 qu'en 1940 (indice des prix de gros) et 1941 (IPC).

Salaires Graphique 9



²¹ Ces indications reposent sur les gains horaires nominaux de travailleurs accidentés. Les chiffres correspondants relatifs aux gains hebdomadaires aboutissent quasiment aux mêmes résultats.

Les autorités étaient conscientes que le niveau élevé des salaires réels empêchait le retour à la compétitivité internationale et générait du chômage. Cependant, elles ne pouvaient pas influencer directement la formation des salaires du secteur privé et devaient donc se contenter d'essayer d'abaisser les salaires du secteur public. Le manque de popularité de cette politique se manifesta en 1933 quand le Conseil fédéral et le Parlement voulurent abaisser passagèrement (1933–1934) de 7,5% les traitements des personnes au service de la Confédération. Le souverain recourut alors au référendum et, lors de la votation populaire du 28 mai 1933, rejeta la loi par une majorité de 55% des voix.²²

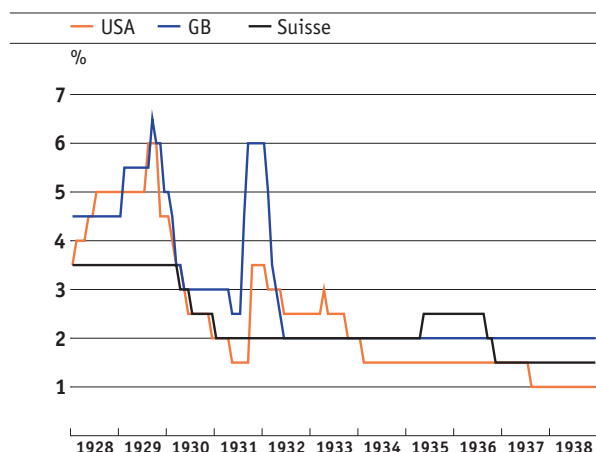
Contrairement aux autres pays qui avaient renoncé plus tôt au régime de l'étalon-or, la Suisse enregistra une très forte hausse des salaires réels pendant la Grande Dépression. Elle partagea ainsi le sort de tous les pays du bloc-or. Eichengreen et Sachs (1985) ainsi que Bernanke et Carey (1996) ont démontré que le niveau des salaires réels dans les pays du bloc-or à partir de 1932 fut systématiquement supérieur à celui des autres pays. Le manque de flexibilité des salaires contribua donc à la longue durée de la dépression dans les pays du bloc-or.

2.4 Taux d'intérêt

Les deux prochaines sections examinent les conditions monétaires – taux d'intérêt et taux de change – que l'économie suisse connut durant la Grande Dépression. Comme dans tout système de changes fixes, le niveau des taux d'intérêt échappait en grande partie au contrôle de la banque centrale dans le régime de l'étalon-or. C'était particulièrement vrai pour le cas d'un petit pays comme la Suisse. Bien que la BNS ait fixé directement le taux d'escompte et celui des avances sur nantissement, elle dut tenir compte du cours de change et de la couverture métallique des billets en circulation. La loi sur la monnaie du 3 juin 1931 fixait la parité-or du franc à 290,322 mg et la loi sur la Banque nationale prescrivait une couverture métallique minimale de 40% des billets en circulation.

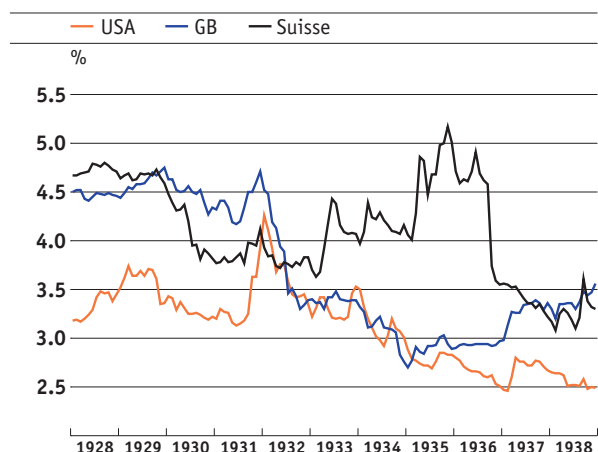
Du début 1930 au début 1931, la BNS abaissa par trois fois (3 avril et 10 juillet 1930, 22 janvier 1931) son taux d'escompte de 50 points de base, le faisant ainsi passer de 3,5 à 2%. Elle ne le modifia ensuite plus pendant au moins quatre ans. Toutefois, le franc subit de telles pressions en 1935 que la BNS porta le taux d'escompte de 2 à 2,5% le 3 mai. Juste avant la dévaluation du franc, à savoir le 9 septembre 1936, elle fixa à nouveau le taux d'escompte à 2%. Cette mesure démontre que la BNS se sentait très sûre trois semaines avant la dévaluation. Après celle-ci, soit le 26 novembre, elle fixa le taux d'escompte à 1,5%, taux le plus bas depuis sa fondation en 1907. Le taux lombard fut toujours supérieur au taux d'escompte. L'écart entre les deux taux directs se montait entre le 8 février et 1933 et le 3 mai 1935 à 0,5%, sinon à 1%.

Taux d'escompte Graphique 10



22 Le même objectif fut cependant réalisé ultérieurement par un arrêté fédéral urgent et sous une forme légèrement modifiée. Voir Rutz (1970, p. 185).

Rendements des obligations Graphique 11



Le graphique 10 montre l'évolution du taux d'escompte en Suisse, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. On y voit le resserrement de la politique monétaire américaine en 1928 et 1929. Selon Hamilton (1987), ce processus causa la récession qui aboutit à la Grande Dépression. Le relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis obligea la Grande-Bretagne à majorer également son taux d'escompte. En revanche, le taux d'escompte ne fut pas modifié en Suisse. Ce scénario se répéta en 1931, quand l'Allemagne, la Grande-Bretagne et les Etats-Unis portèrent respectivement leur taux d'escompte à 10%, 6% et 3,5%, alors que la BNS ne modifia pas le sien. Ces événements démontrent que les marchés avaient une grande confiance dans notre monnaie durant les premières années de la Grande Dépression.

La situation se renversa lorsque la Grande-Bretagne et les Etats-Unis regagnèrent, en laissant flotter leur monnaie, leur liberté d'action en politique monétaire. Ce fut à ce moment-là au tour des pays du bloc-or de chercher à défendre leur parité-or en relevant leur taux d'escompte, alors que la Grande-Bretagne maintenait le sien à 2% et que les Etats-Unis abaissaient graduellement le leur à 1%. La situation de la BNS resta cependant relativement aisée en regard de celle des autres pays du bloc-or. Notre institut d'émission ne porta son taux d'escompte que passagèrement à 2,5% (3 mai 1935), tandis que la France élevait le sien à 6% par moments.

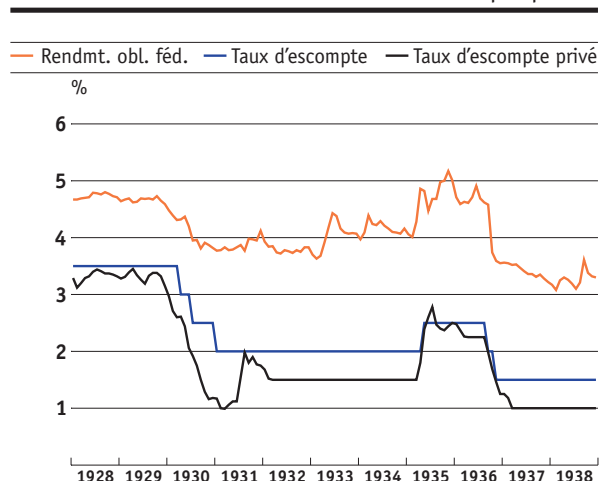
Le manque de confiance dans la parité-or du franc suisse au début 1935 s'explique surtout par la faiblesse de la demande globale, qui se reportait toujours davantage de l'industrie exportatrice à l'économie axée sur le marché intérieur. A cela s'ajouta l'initiative visant à combattre la crise lancée

par les syndicats et les Jeunes Paysans et objet d'une votation en juin 1935. L'initiative de crise était une tentative de résoudre la crise économique par des mesures interventionnistes. Ses adversaires affirmaient que son acceptation conduirait inexorablement à une dévaluation. Le 2 juin 1935, le peuple rejeta l'initiative par 563 000 voix contre 423 000, 18 cantons contre 4 la repoussant.²³

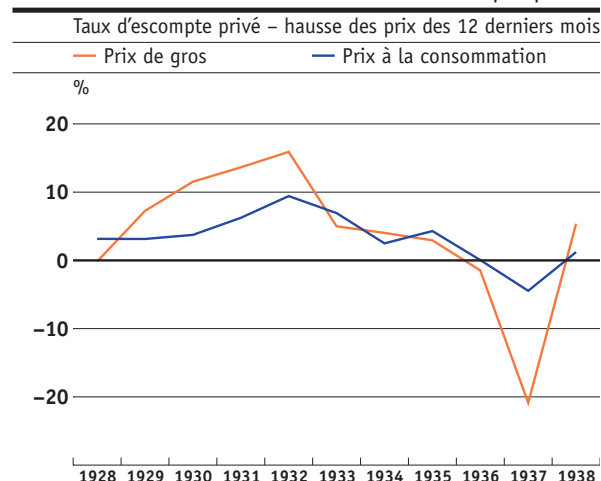
Le rendement des obligations (graphique 11) évolua parallèlement au taux d'escompte. De fin 1929 au début 1933, le rendement moyen des obligations fédérales descendit d'un peu plus de 100 points de base. Il remonta par la suite et oscilla la plupart du temps entre 4,5 et 5% en 1935 et 1936. Après la dévaluation de septembre 1936, il chuta et s'établit, comme en 1928 et 1929, au niveau des rendements enregistrés en Grande-Bretagne. L'évolution des rendements obligataires confirme donc que les pays ayant renoncé au régime de l'étalon-or bénéficièrent de taux d'intérêt plus bas que les autres pays.

Ce ne sont pas les taux d'intérêt nominaux, mais bien les taux réels qui exercent des effets déterminants sur l'économie réelle. A quel niveau se situaient-ils pendant la Grande Dépression? La première difficulté réside dans l'impossibilité d'observer directement les anticipations inflationnistes et déflationnistes. Par souci de simplification, les considérations qui suivent partent donc du principe que les marchés observent simplement l'évolution antérieure des prix. L'inflation anticipée pour les 12 prochains

Taux d'intérêt nominaux Graphique 12



Taux d'intérêt réels Graphique 13



23 Voir Müller (2000) pour le débat autour de l'initiative de crise.

mois est donc supposée être égale à l'inflation réalisée les 12 derniers mois.²⁴ La seconde difficulté provient du fait que nous ne disposons pas de taux d'intérêt à court terme et à durée fixe en francs suisses. Par conséquent, nous prenons comme taux d'intérêt nominal d'un placement monétaire de 12 mois le taux d'escompte privé, considéré alors comme indicateur valable des conditions régnant sur le marché monétaire.²⁵

Dans ces circonstances, le taux d'intérêt réel du marché monétaire est égal au taux d'intérêt privé, déduction faite du taux d'inflation pendant les 12 derniers mois. Les données annuelles figurant dans le graphique 13 se rapportent au mois de juin de l'année considérée. Les résultats montrent que les taux d'intérêt réels à court terme furent très élevés entre 1930 et 1932. C'est particulièrement vrai lorsque le niveau des prix se base sur l'indice des prix de gros. Une baisse sensible des taux d'intérêt réels n'eut lieu qu'après la dévaluation du franc. La baisse des taux d'intérêt nominaux et la hausse du niveau des prix contribuèrent toutes deux à la formation passagère de taux d'intérêt réels négatifs.

2.5 Cours de change

Le cours de change est l'autre variable monétaire importante après les taux d'intérêt. Comme la plupart des pays dévaluèrent leur monnaie par rapport à l'or avant la Suisse, l'économie helvétique souffrit d'une hausse massive de la valeur externe du franc de 1931 à 1936. Le renchérissement du franc eut pour conséquence d'exacerber la crise de l'industrie exportatrice et du tourisme.

Les graphiques 14a à 14d présentent l'évolution du franc suisse par rapport aux principales monnaies (dollar, livre, franc français, Reichsmark) de 1928 à 1938. Une baisse de l'indice des changes (juin 1929 = 100) correspond à une appréciation du franc. En plus des cours nominaux, on trouve deux cours réels, déduction faite des niveaux des prix en Suisse et à l'étranger. Ces deux cours réels se distinguent l'un de l'autre par l'application soit de l'IPC soit de l'indice des prix de gros.

Il ressort de ces graphiques que l'appréciation nominale et réelle du franc suisse se fit surtout par rapport à la livre et au dollar. Comme les prix américains et britanniques à la consommation avant la renonciation de ces pays à l'étalon-or baissèrent un peu plus vite que ceux de la Suisse, la valeur réelle du franc s'éleva dès les premières années de la Grande

Dépression. Toutefois, la situation s'aggrava quand tout d'abord la Grande-Bretagne (1931), puis les Etats-Unis (1933) laissèrent flotter leur monnaie. Les cours de la livre et du dollar baissèrent alors sensiblement. Lorsque les autorités américaines stabilisèrent le dollar au début 1934, le cours nominal fluctuait quelque 40% au-dessous de son niveau de juin 1929. Le cours de change réel calculé à l'aide de l'IPC se trouva pratiquement aussi bas, tandis que le cours réel calculé au moyen de l'indice des prix de gros descendit de quelque 30%. Seule la dévaluation du franc suisse au mois de septembre 1936 permit au cours de change réel calculé à l'aide de l'indice des prix de gros de remonter à peu près au niveau de 1931.²⁶

Par rapport au franc français, le cours nominal du franc suisse ne changea guère pendant toute la période examinée. En septembre 1936, les deux pays dévaluèrent leur monnaie dans les mêmes proportions, de sorte que le rapport de change ne fut pas modifié. En raison de la hausse des prix qui se manifestait toujours davantage en France à partir du milieu de 1935, des pressions commencèrent de nouveau à s'exercer sur le franc français peu après la dévaluation. Quelques mois plus tard, le gouvernement français abandonnait le franc français à son sort.

Le cours du franc suisse par rapport au Reichsmark ne nous intéresse qu'en marge. En 1931, l'Allemagne réagit à la crise bancaire et monétaire en instaurant un contrôle des changes. Le cours des devises figurant dans le graphique 14d, axé sur la parité-or officielle du Reichsmark après 1931, est donc d'une signification limitée. A l'étranger, les billets de banque allemands ne s'échangeaient qu'avec une forte décote. Il en allait de même des différentes sortes de marks que le «Stillhalteabkommen» de 1931 et le moratoire des transferts de 1933 générèrent. Le tableau 3 indique l'évolution des cours de trois de ces types de marks: le «Registermark», l'«Effektenspermark» et le «Reisemark». Tous les trois s'échangeaient avec un fort discount qui augmenta au fil du temps.

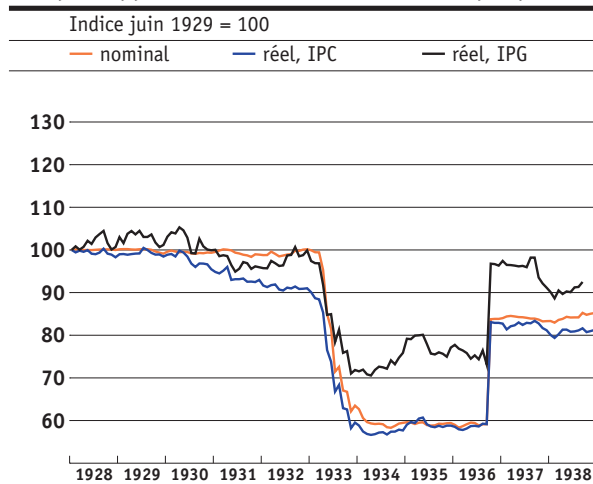
24 Une alternative consisterait à supposer une prévision parfaite, considérant l'inflation prévue pour une certaine période comme l'inflation réalisée pendant la même période. Nous n'avons pas retenu cette option, car la déflation ne fut probablement guère prévue par les marchés pendant la première année de la Grande

Dépression (voir Hamilton, 1992) de même que la dévaluation de 1936 surprit également les marchés, comme nous le verrons dans la prochaine section.

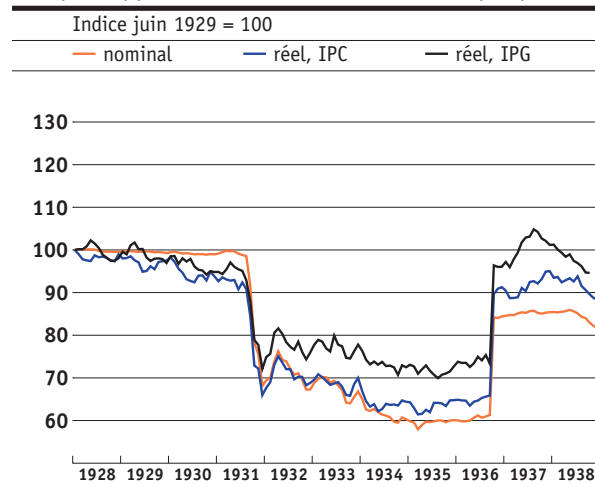
25 Le taux d'escompte privé fut néanmoins fixé un certain temps sur la base d'une convention entre les banques.

26 La dévaluation du franc de 30% (exprimée en unités-or par franc) correspond à une hausse de change de 42% (exprimée en francs par unité de devises ou unité-or).

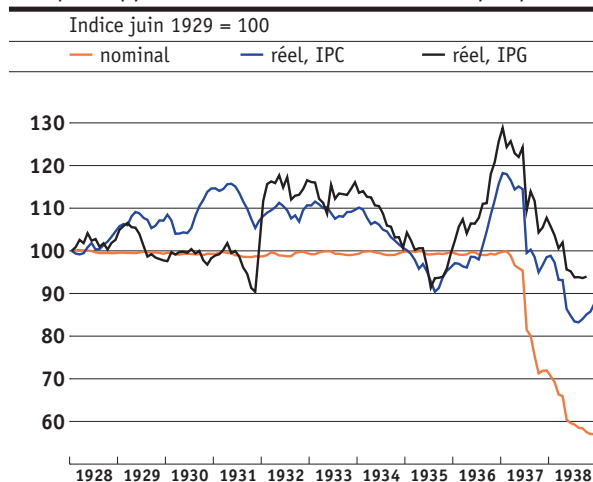
CHF par rapport au USD Graphique 14a



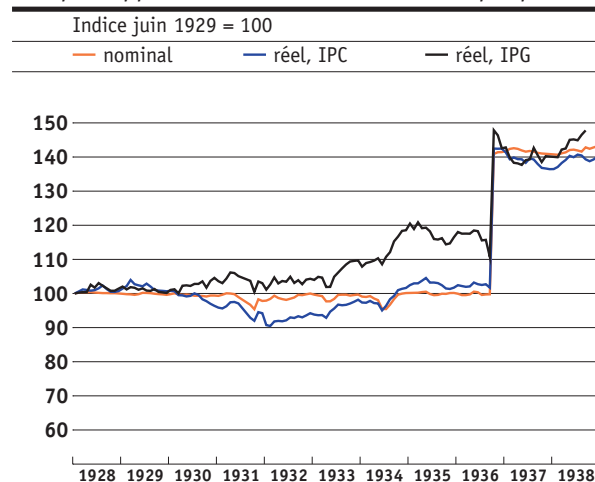
CHF par rapport au GBP Graphique 14b



CHF par rapport au FRF Graphique 14c



CHF par rapport au RM Graphique 14d



Dans l'ensemble, les graphiques démontrent que la compétitivité que l'économie suisse avait perdue par rapport à une grande partie du monde entre 1931 et 1933 ne fut regagnée que par la dévaluation de septembre 1936. La Suisse ne parvint guère à compenser l'appréciation face aux monnaies importantes par une plus forte déflation – ou par une inflation moindre – que celle de l'étranger.

Dans son étude sur la politique économique de la Suisse, Rutz (1970) affirme que la politique d'ajustement fut affaiblie par de nombreuses mesures étatiques qui eurent tendance à soutenir les prix.²⁷ La BNS était du même avis. Examinant rétrospectivement l'année 1936, elle constata (rapport de gestion, 1936, p. 11) : «Jusqu'au 26 septembre 1936, la politique économique suivie par le Conseil fédéral tendait

à adapter le niveau des prix suisses à celui de l'étranger par la réduction des prix et des salaires. Mais la protection officielle accordée à certaines branches de l'économie en difficultés entravait la mise en pratique des principes adoptés. Un des obstacles, et non des moindres, auquel l'adaptation se heurta, c'est l'endettement hypothécaire relativement considérable de l'économie privée.»

En raison de l'échec de cette politique d'ajustement, on peut se demander si la dévaluation du 27 septembre 1936 était attendue ou pas. Le cours de change à terme est un indicateur des anticipations de change par les marchés. Le graphique 15 reflète l'évolution de la prime à trois mois du franc suisse par rapport à la livre du début 1935 à fin 1936. Par comparaison, il contient les primes correspondantes du

27 Parmi les mesures réduisant l'offre, il faut compter la cartellisation de l'industrie horlogère, l'interdiction de construire des hôtels, l'interdiction d'ouvrir et d'agrandir les grands magasins, ainsi que des mesures analogues en faveur de l'industrie de la

broderie et de la chaussure. Parmi les mesures augmentant la demande, mentionnons les garanties d'achat de produits agricoles et le soutien du prix du lait.

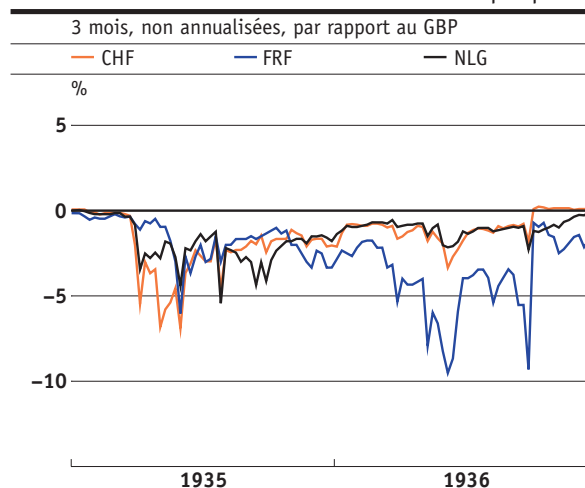
Année	Devises	Clearing	Billets de banque	Registermark	Effekten- sperrmark	Reisemark
	Moyenne de décembre	Fin d'année	Fin d'année	Fin d'année	Fin d'année	Fin d'année
1934	123.82	123.50	113.50	75.50	49.50	85.00
1935	123.86	123.60	–	64.75	27.75	77.00
1936	174.90	174.50	–	80.50	36.25	95.00
1937	174.16	174.00	88.00	92.50	29.00	109.00
1938	177.05	176.85	53.50	76.00	18.75	105.00

franc français et du florin, les deux autres monnaies restées dans le bloc-or en 1936.

Le graphique montre que les trois monnaies subirent une décote par rapport à la livre.²⁸ En période d'accalmie, la baisse du franc suisse s'inscrivit à environ 1% (prime à trois mois, non annualisée). La spéculation s'accrut en avril 1935, après que la Belgique ait dévalué sa monnaie, et en juin 1936 après la victoire du Front populaire en France. Dans ces deux phases, la décote du franc suisse atteignit respectivement environ 6 et 2,5%.

Dans les semaines précédant la dévaluation du 27 septembre 1936, la décote resta presque inchangée au-dessous de 1%, alors que celle du franc français augmenta considérablement. Au 26 septembre 1936, la décote du franc suisse se montait à 1,8%, ce qui signale l'anticipation que le cours du franc suisse exprimé en livres baissera les trois prochains mois de 1,8%. En d'autres termes, la probabilité que le franc soit dévalué de 30% n'était envisagée qu'à raison de 6%. L'évolution du cours à terme renforce donc l'impression que la dévaluation surprit les marchés.

Primes à terme Graphique 15



28 Une diminution (–) signifie que les trois monnaies du bloc-or étaient cotées à un cours plus bas (exprimé en livres) sur le marché à terme que sur le marché au comptant. A noter que le graphique 15 est basé sur le cours du

franc suisse en livres sterling, alors que le graphique 14 exprime l'unité de monnaie étrangère en francs suisses.

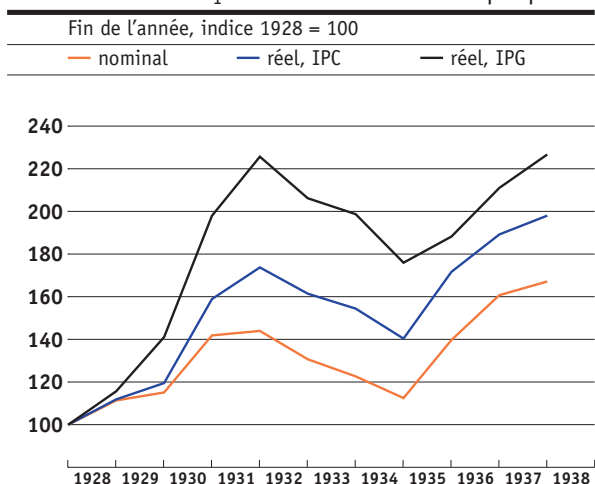
2.6 Agrégats monétaires et mouvements d'or: niveaux

Les agrégats monétaires et leurs composantes mettent en lumière l'évolution monétaire sous une autre perspective que les taux d'intérêt et les changes. Depuis Friedman et Schwartz (1963), les agrégats jouent un rôle important dans la littérature consacrée à la Grande Dépression. Friedman et Schwartz affirment que la réduction de la masse monétaire aux Etats-Unis, accompagnée de faillites bancaires, fut la principale raison du fléchissement massif de la demande globale. Selon eux, l'institut d'émission aurait dû s'y opposer: «Prevention or moderation of the decline in the stock of money, let alone the substitution of monetary expansion, would have reduced the contraction's severity and almost as certainly its duration» (Friedman et Schwartz, 1963, p. 301). La question se pose alors de savoir, si la Réserve fédérale disposait de cette latitude sans entrer en conflit avec le régime de l'étalon-or. Les Etats-Unis, disposant de quelque 40% des réserves mondiales d'or (Bordo et Schwartz, 2001), avaient probablement cette capacité, ce qui n'était guère le cas des petits pays.²⁹

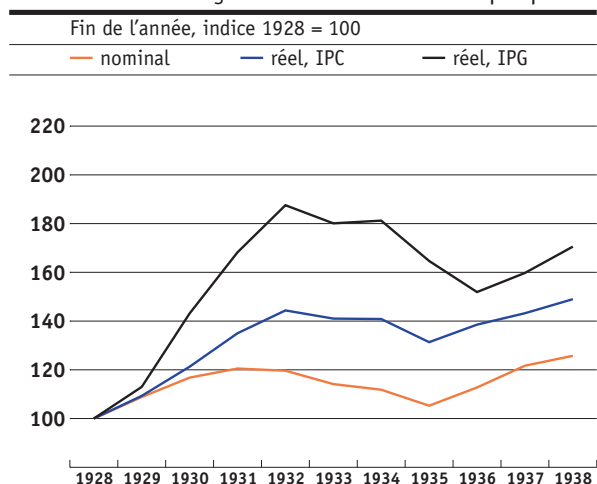
Il vaut néanmoins la peine d'examiner l'évolution des agrégats monétaires suisses. Les graphiques 16 et 17 montrent l'évolution nominale et réelle des agrégats M_1 et M_3 . M_1 comprend le numéraire en circulation et les dépôts à vue en banque et à la poste. M_3 inclut, de surcroît, les dépôts à terme et les dépôts d'épargne en banque. Toutes les données se rapportent à la fin de l'année.

Il ressort de ces graphiques que les agrégats monétaires nominaux eurent tendance à augmenter en fluctuant parfois fortement. De 1929 à 1938, ils dépassèrent toujours le niveau de fin 1928. L'agrégat monétaire M_1 crût vigoureusement en 1931 surtout, année au cours de laquelle la Grande-Bretagne renonça au régime de l'étalon-or et l'Allemagne instaura le contrôle des mouvements de capitaux. En 1931 et 1932, M_1 dépassait de plus de 40% son niveau de fin 1928. Durant les trois années suivantes, l'augmentation se résorba en grande partie, de sorte qu'à fin 1935, le montant était à peu près le même qu'à la fin des années 1929 et 1930. En 1936 seulement, M_1 augmenta de nouveau énergiquement. L'agrégat monétaire M_3 , plus large par définition, se développa de manière moins dynamique que M_1 . Le schéma de son évolution fut pourtant le même. Les

Masse monétaire M_1 Graphique 16



Masse monétaire M_3 Graphique 17



29 L'échec de la politique monétaire américaine réside, selon Meltzer (2003), dans le fait que la Réserve fédérale se soit laissée guider par la doctrine des «real bills». Les publications et procès-verbaux des séances de la BNS démontrent que cette doctrine

avait aussi ses partisans chez nous. On peut cependant approuver Weber (1983), quand il affirme que les conséquences étaient faibles dans le cas de la Suisse, la BNS axant uniquement son action sur les exigences du régime de l'étalon-or.

données trimestrielles disponibles depuis le quatrième trimestre de 1931 permettent d'observer les points d'inflexion plus précisément qu'auparavant. D'après ces chiffres, les deux agrégats monétaires nominaux atteignirent leur point culminant provisoire au premier trimestre de 1932 et leur plancher au deuxième trimestre de 1935 (M_1) et au troisième trimestre de 1935 (M_3).

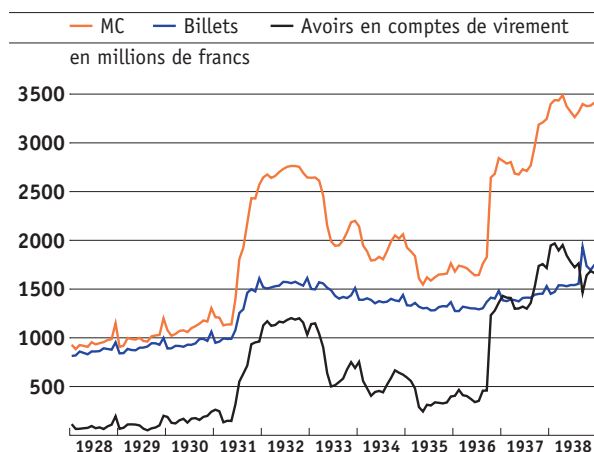
L'évolution des masses monétaires nominales M_1 et M_3 démontre que les prix baissèrent en Suisse malgré l'augmentation de ces agrégats. Il en résulte que les agrégats monétaires réels augmentèrent beaucoup plus fortement que les nominaux. Cette évolution apparaît dans les graphiques 16 et 17, qui comprennent en plus des stocks nominaux les agrégats réels calculés à l'aide des indices de prix. Le montant réel élevé de ces agrégats s'explique par le bas niveau des taux d'intérêt et par la déflation. Tous deux rendirent la détention d'espèces relativement attrayante et gonflèrent la demande monétaire réelle. L'évolution du PNN réel, sous pression depuis 1931, réduisit certes la demande réelle de monnaie, mais ne compensa visiblement pas ces forces antagonistes.

Un agrégat monétaire défini plus restrictivement que M_1 est la monnaie centrale, dont nous possédons les données mensuelles. Elle comprend les billets en circulation et les «autres engagements à vue» auprès de la BNS. La monnaie centrale se rapporte à la monnaie créée par la BNS et fait ainsi abstraction de la monnaie résultant de dépôts en banque.³⁰ Le graphique 18 reflète l'évolution de cet agrégat de 1928 à 1938. Il en découle que le montant de la monnaie centrale doubla en peu de mois durant l'année 1931 avant de se stabiliser par la suite à un niveau élevé. L'accroissement était dû à raison de

deux tiers aux avoirs en comptes de virements et à raison d'un tiers aux billets en circulation. Quant aux billets en circulation, la demande additionnelle portait avant tout sur les grosses coupures (billets de 1000 et de 500 francs). La situation resta calme jusqu'au premier trimestre de 1933. Après la renonciation à la convertibilité-or du dollar, le franc suisse fut l'objet à plusieurs reprises d'attaques spéculatives, de sorte que la monnaie centrale diminua avec de fortes fluctuations jusqu'à la dévaluation de 1936. Après celle-ci, la monnaie centrale augmenta et dépassa peu après le niveau élevé de 1932.

De 1933 à 1935, on peut discerner trois vagues de spéculation contre le franc, qui réduisirent chacune la monnaie centrale. La première dura de mars à juillet 1933 et résultait de la spéculation selon laquelle, après la renonciation des Etats-Unis au régime de l'étalon-or, la Suisse serait également forcée d'abandonner sa parité-or. Les marchés ne reprirent confiance dans le franc suisse qu'après la constitution du bloc-or (8 juillet 1933). La deuxième vague de spéculation s'étendit de février à avril 1934. Elle fut déclenchée par la stabilisation du dollar (31 janvier 1934) à 59% de son ancienne parité, ce qui raffermi la confiance dans le dollar et suscita de nouveaux doutes à propos de la parité-or du franc et des autres monnaies du bloc-or. Finalement, la troisième vague dura de janvier à juin 1935. Elle fut provoquée surtout par la crise bancaire en Belgique et la dévaluation de la monnaie belge le 31 mars 1935. Par la suite, le combat très vif mené avant la votation relative à l'initiative de crise lancée par les syndicats et les Jeunes Paysans troubla de nouveau les esprits. Une accalmie n'eut lieu qu'après le rejet de l'initiative le 2 juin 1935.

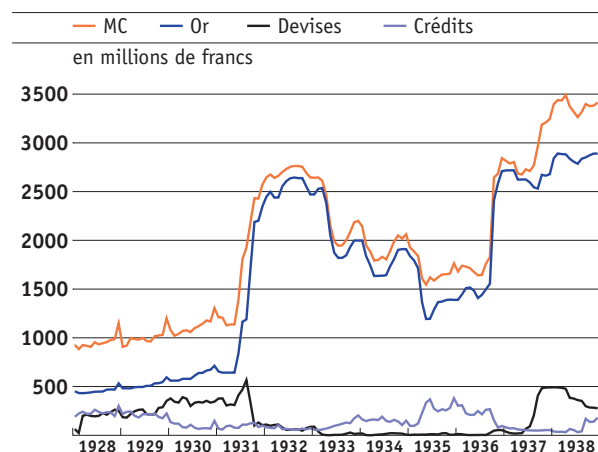
Monnaie centrale Graphique 18



30 Les «autres engagements à vue» se composent des comptes de virements et des comptes de dépôts. Ils incluent les comptes des administrations fédérales (après la dévaluation, également le «Goldaufwertungskonto» auquel est préalablement crédité le gain sur appréciation) qui n'étaient inscrits séparément que

dans les comptes annuels. Les comptes des administrations fédérales n'appartiennent pas à la monnaie centrale au sens propre. Voir Gruebler (1958) et Weber (1983) pour des calculs de la monnaie centrale et de la base monétaire à l'aide de données annuelles.

Monnaie centrale (2) Graphique 19



La BNS dispose de plusieurs instruments lui permettant de varier le montant de la monnaie centrale. Conformément à la loi sur la Banque nationale de 1929, elle pouvait acheter de l'or, des devises, des obligations émises par l'Etat ainsi qu'octroyer des crédits d'escompte et des avances sur nantissement.³¹ Le graphique 19 montre l'évolution des postes de l'actif les plus importants publiés dans la Situation hebdomadaire de la BNS. Il en ressort que l'encaisse-or constitua de loin la majeure partie des actifs de la BNS à partir de 1931. Au début de la période, le total des devises et crédits de refinancement atteignaient encore à peu près le même montant que l'encaisse-or. Mais en 1930, la BNS réduisit fortement l'octroi de tels crédits. Durant deux mois de 1931, il en alla de même du portefeuille de devises. En 1935 et 1936 seulement, lorsque la crise battait son plein, les crédits de refinancement augmentèrent passagèrement. Quant aux achats de devises, la BNS attendit encore jusqu'en 1937.

Le bénéfice de 539 millions de francs issu de la réévaluation du stock d'or au début octobre 1936 ne fut pas distribué mais crédité à un fonds d'égalisation des changes sous le libellé «autres engagements à vue». Ce fonds devait servir la BNS dans l'exécution de ses tâches de politique monétaire et rester à disposition en tant que réserve pour d'éventuelles pertes monétaires.³² Le fonds rend l'interprétation de la Situation de la BNS plus difficile. Ce qui est certain est que, dans les 2-3 semaines après la dépréciation, la BNS acheta de l'or sur le marché à la charge du compte de virements du fonds d'égalisation des changes. Dès fin octobre 1936, les «autres engagements à vue», provisoirement très influencés par ce compte de virement, peuvent donc à nouveau être considérés comme un bon indicateur de la liquidité du marché. Cependant, il faut rester prudent quant à l'interprétation des stocks d'or et de devises dans la Situation de la BNS jusqu'à la suppression du fonds d'égalisation des changes en 1940. Les placements de ce fonds ne furent tout d'abord pas inscrits dans la Situation, puis, à partir de fin 1936, seulement en bloc et ensuite séparés des stocks d'or et de devises réguliers. Pour cette raison, les données du graphique 19, basées sur la Situation de la BNS, ne reproduisent pas non plus tous les stocks d'or et de devises à partir d'octobre 1936.

2.7 Agrégats monétaires et mouvements d'or: coefficients de Bernanke.

Il vaut souvent la peine de décrire et d'interpréter l'évolution des agrégats monétaires à l'aide de simples ratios. Friedman et Schwartz (1963) procédèrent ainsi avec le multiplicateur monétaire et sa désagrégation en coefficient d'espèces (*currency-deposit ratio*) et en coefficient de réserves (*reserve-deposit ratio*). Weber (1983) suivit la même voie dans son analyse des agrégats monétaires suisses. Bernanke (1995) introduisit dans la littérature une ventilation alternative de la masse monétaire qui s'impose dans le cas d'un régime d'étalon-or (voir Faber, 1997 pour la Suisse). Sa définition est la suivante:

$$M \equiv \frac{M}{BASE} \cdot \frac{BASE}{RES} \cdot \frac{RES}{GOLD} \cdot QGOLD \cdot PGOLD.$$

M correspond à l'agrégat monétaire M_1 , $BASE$ à la base monétaire (dans notre cas, la monnaie centrale), RES aux réserves monétaires (or et devises) évaluées en francs, $GOLD$ à l'encaisse-or évalué en francs, $QGOLD$ au volume d'or et $PGOLD$ au prix de l'or (prix d'achat de la BNS). RES et $GOLD$ s'écartent des valeurs présentées au graphique 19 dans la mesure où celles-ci englobent les placements du fonds d'égalisation des changes et où le stock d'or est évalué non pas à sa valeur comptable mais au prix d'achat officiel de la BNS.³³

Cette ventilation de M permet de discerner l'origine des mouvements de la masse monétaire. Bernanke et Mihov (2000) ont établi une telle ventilation pour huit pays (Etats-Unis, Allemagne, France, Grande-Bretagne, Canada, Japon, Pologne, Suède). Le graphique 20 représente nos calculs pour la Suisse. Pour faciliter la comparaison avec les résultats de Bernanke et Mihov, nos ratios figurent comme dans leur ouvrage en variations cumulées des séries mensuelles logarithmiques à partir de juin 1928 (exception faite de $M/BASE$ basé sur des valeurs de fin d'année).

31 L'art. 14 al. 7 de la loi sur la Banque nationale habilitait la BNS à «acheter, pour son propre compte, des obligations à intérêts de la Confédération ou des cantons et d'Etats étrangers, stipulées au porteur et facilement réalisables; ces opérations ne pouvaient avoir lieu que pour un emploi temporaire des disponibilités de la Banque». En réalité la

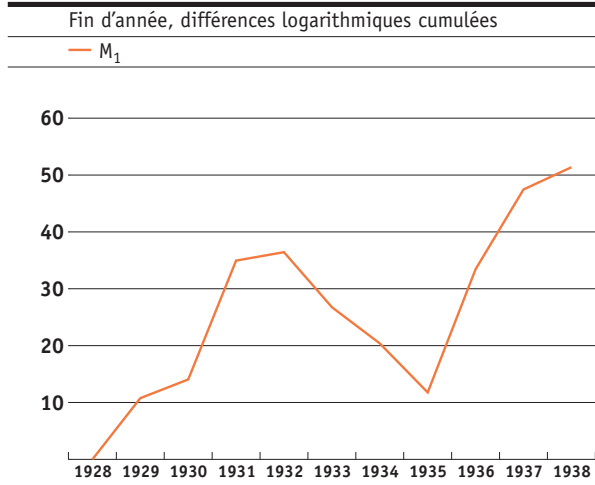
BNS ne fit que peu usage des «open market operations».

32 Le développement de la situation monétaire fut tel que la BNS y recourut peu. En mai 1940, le fonds d'égalisation des changes fut dissous et le montant libéré (533 millions de francs) réparti entre la Confédération (325 millions), les cantons (150 millions) et la BNS (58 millions).

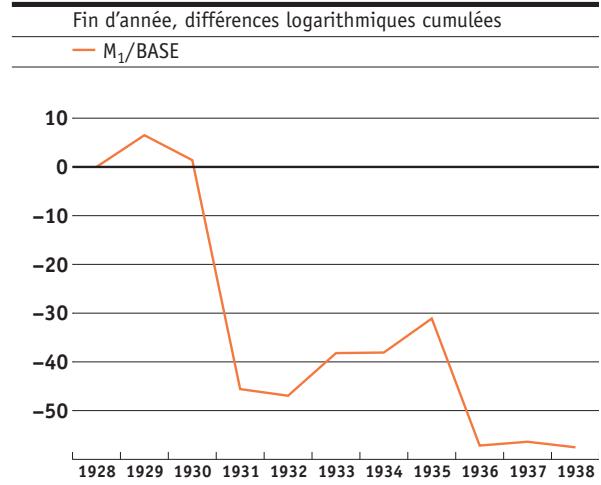
33 Les données concernant les placements du fonds d'égalisation des changes sont tirées de Jaquemmet (1974, annexe 3). Les données mensuelles débutent fin décembre 1936. Puisque la BNS possédait déjà au 15 octobre de l'or nouvellement acquis qui ne pouvait plus être versé au fonds (Jaquemmet, 1974, p. 88), nous

partons du principe qu'à fin octobre et à fin novembre le fonds était totalement investi en or.

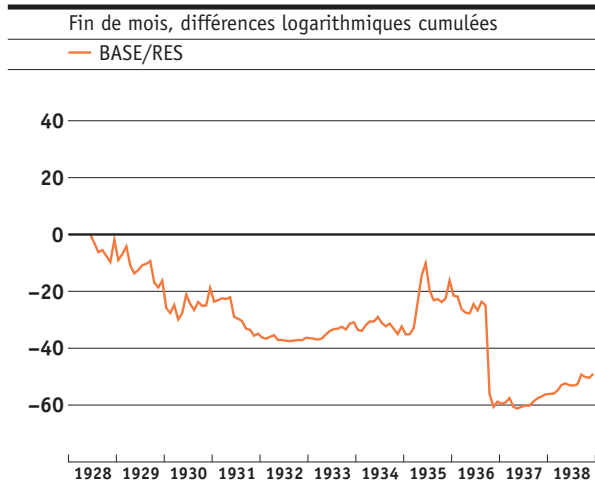
M₁ Graphique 20a



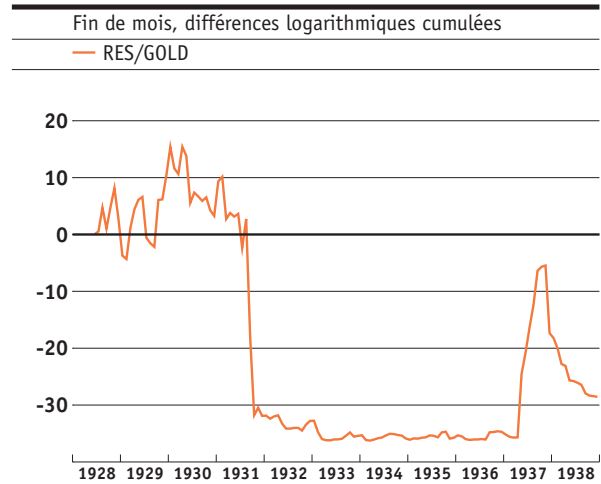
M₁/BASE Graphique 20b



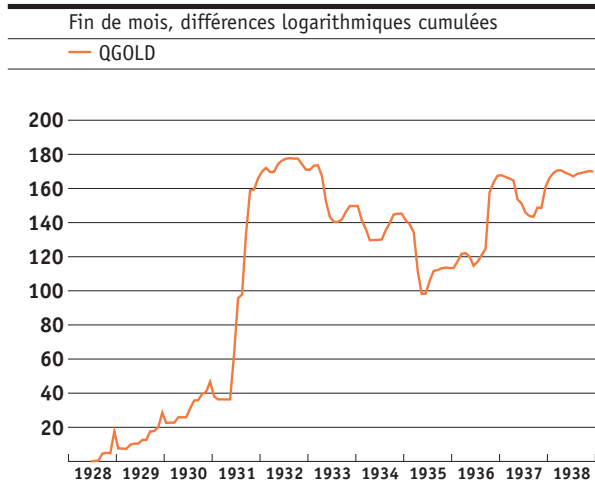
BASE/RES Graphique 20c



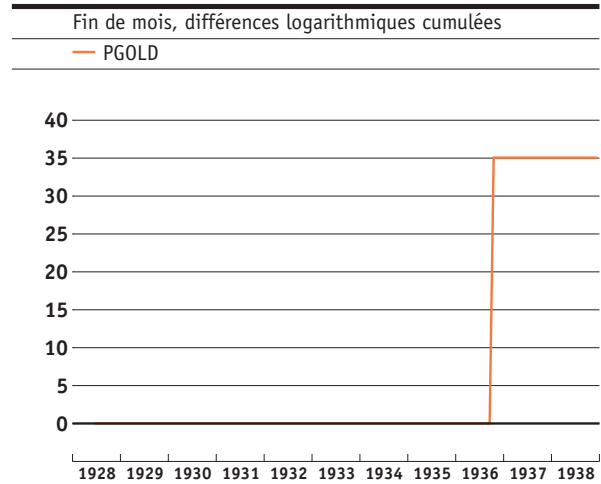
RES/GOLD Graphique 20d



Volume d'or Graphique 20e



Prix d'or Graphique 20f



Le premier quotient de notre définition M est $M/BASE$, le multiplicateur monétaire. Celui-ci dépend négativement des coefficients d'espèces et de réserves. Selon Bernanke (1995), le multiplicateur monétaire est pour la Grande Dépression surtout un indicateur de crises bancaires. Le public, doutant de la sûreté des banques, eut tendance à détenir davantage d'espèces en lieu et place des dépôts en banque. Les établissements de crédit furent alors obligés d'accroître leurs réserves de liquidités pour se prémunir contre des retraits importants et subits. Ces deux réactions abaissèrent $M/BASE$.

En Suisse, le multiplicateur monétaire se montait à 2,8 à fin 1929. Comme l'indique le graphique 20, il fléchit considérablement en 1931, monta légèrement jusqu'en 1935 et atteignit de nouveaux points minimaux de 1936 à 1938. La forte baisse de 1931 coïncida avec la crise bancaire internationale, qui se propagea alors d'Allemagne et d'Autriche en Suisse. Deux grandes banques, la Banque Populaire Suisse et la Banque d'Escompte Suisse, connurent des difficultés et durent recourir à l'aide de la Confédération.

Outre la crise bancaire, la crise monétaire internationale sembla se répercuter directement sur le multiplicateur monétaire suisse. Premièrement, le franc suisse était considéré comme relativement sûr en 1931, de sorte que la spéculation contre d'autres monnaies provoqua un fort afflux de fonds de l'étranger. Comme les banques s'attendaient à ce qu'une partie de ces fonds refluerait rapidement après le retour au calme, elles relevèrent leur coefficient de réserves. Deuxièmement, l'Allemagne instaura le contrôle des changes en 1931. Les billets de banque permettant de passer outre cette barrière, la nouvelle situation pourrait avoir accru la demande de billets libellés en francs suisses ainsi que le coefficient d'espèces.

Le deuxième quotient de notre définition est $BASE/RES$, le rapport entre la base monétaire et les réserves monétaires. Le quotient inversé $RES/BASE$ rappelle les prescriptions légales de couverture.³⁴ Bernanke considère $BASE/RES$ comme un indicateur de politique monétaire. Celui-ci indique si la banque centrale a neutralisé les effets que les variations des réserves monétaires exerçaient sur la base monétaire en procédant à des opérations compensatoires en matière d'escompte et d'avances sur nantissement ou bien si elle a toléré ces effets, voire les a accentués.

Comme le montre le graphique 20c, $BASE/RES$ eut tendance à baisser durant les premières années de la Grande Dépression. Lors de cette phase, la plus grande partie des effets, que l'augmentation des

réserves monétaires exerça sur la base monétaire, fut neutralisée par la réduction des crédits de refinancement. Toutefois, cette réduction était presque achevée quand l'augmentation des réserves monétaires s'accéléra fortement dans la seconde moitié de 1931. $BASE/RES$ ne monta à nouveau sensiblement qu'en avril 1935 et oscilla par la suite, jusqu'à la dévaluation de septembre 1936, à un niveau moyen qui correspondait à peu près à celui de la période allant du milieu de 1929 au milieu de 1931. Cette évolution démontre que la BNS ne réagit tout d'abord guère aux crises de confiance périodiques qui affectèrent le franc à partir de 1933, mais qu'elle s'efforça, en raison des conditions économiques de plus en plus précaires de 1935 et 1936, de préserver l'économie suisse des effets de la spéculation contre le franc.

La chute frappante de $BASE/RES$ en octobre 1936 reflète non pas un durcissement de la politique monétaire, mais une nouvelle évaluation de l'encaisse-or. Comme le gain de la dévaluation ne fut pas distribué, mais attribué à un fonds de stabilisation des changes, $BASE/RES$ descendit de quelque 35 points logarithmiques.

Le troisième quotient est $RES/GOLD$, le rapport entre les réserves monétaires et l'encaisse-or. Ce coefficient indique comment la BNS utilisa ses réserves de devises. L'évolution de $RES/GOLD$ fut marquée par un fort fléchissement en septembre et octobre 1931 (voir graphique 20d). Pendant ces deux mois, le quotient baissa de 29 points logarithmiques. Deux facteurs déterminèrent cette évolution. D'une part, la crise monétaire et bancaire à l'étranger accrût considérablement l'encaisse-or, puis, d'autre part, la BNS échangea ses avoirs en livres contre de l'or. En 1937, la BNS rehaussa passagèrement sa part de devises au sein de ses réserves monétaires. Elle réagit ainsi aux discussions concernant une baisse du prix mondial de l'or (Jaquemets, 1974, p. 89). Afin de ne pas inquiéter les marchés, la majeure partie de cette redistribution fut entreprise par le biais des investissements du fonds d'égalisation des changes.

Les deux derniers graphiques 20e et 20f reflètent l'évolution de l'encaisse-or $QGOLD$ en unités de poids et celle du prix de l'or $PGOLD$. $QGOLD$ comprend le stock d'or de la BNS, c'est-à-dire aussi les placements en or du fonds d'égalisation des changes. $PGOLD$ se base sur le prix d'achat officiel de la BNS. Selon l'arrêté de dévaluation, la BNS était chargée de maintenir la parité-or du franc entre 190 et 215 mg d'or fin, ce qui correspond à une dévaluation du franc de 25,9% au minimum et de 34,6% au maximum. Peu après, le Conseil fédéral chargea la BNS de maintenir

34 Toutefois, il faut relever certaines différences. La loi prévoyait que les billets en circulation – et non la base monétaire – devaient être couverts au moins à 40% par des métaux précieux – et non par des

réserves monétaires. De surcroît, les billets en circulation devaient être couverts à 100% par des actifs qui comprenaient, outre l'or et les devises, notamment les crédits d'escompte et les avances sur nantissement.

la parité-or du franc à un niveau équivalent à une dévaluation de quelque 30%. Ceci correspond à l'augmentation du prix d'achat de l'or exprimée en francs de 42% (ou 35 points logarithmiques).

En conclusion, on peut constater que *RES/GOLD*, *BASE/RES* et *M/BASE* baissèrent tous fortement durant les premières années de la Grande Dépression. Il en résulta que la masse monétaire M_1 (*M*) s'accrût de 26 points logarithmiques de fin 1929 à fin 1932, bien que l'encaisse-or (*QGOLD*) ait augmenté de 142 points logarithmiques. Après la dévaluation de septembre 1936, *QGOLD*, *RES/GOLD* et *BASE/RES* augmentèrent, si bien que *M* progressa aussi sensiblement, quoique *M/BASE* ait fléchi encore quelque peu.

Une comparaison avec les huit pays examinés par Bernanke et Mihov (2000) démontre que le cas de la Suisse est relativement similaire à celui de la France. Dans ce pays également, *RES/GOLD* et *M/BASE* baissèrent sensiblement au second semestre de 1931. Toutefois, de fin 1929 à fin 1932, M_1 et l'encaisse-or français ne s'accrurent respectivement que de 1 et de 69 points logarithmiques. L'augmentation relative de l'encaisse-or en Suisse fut nettement plus forte que celle de tous les pays analysés par Bernanke et Mihov. L'afflux d'or fut si fort que M_1 progressa nettement durant cette période, malgré un fléchissement considérable des trois quotients. Cela eut pour conséquence que l'approvisionnement en liquidités de l'économie et du système bancaire suisses fut plus important que cela n'aurait été le cas autrement. L'afflux d'or, pour sa part, aida aussi la Suisse à surmonter longtemps la Grande Dépression mieux que d'autres pays.

2.8 Les banques

Il y a deux raisons pour terminer notre analyse avec un regard particulier sur les banques: d'une part, les difficultés inhérentes au secteur bancaire furent une cause importante de la baisse du multiplicateur monétaire mentionnée dans la section précédente, puis, d'autre part, de telles traverses peuvent inciter les banques à renchérir leurs crédits ou à ne plus en octroyer du tout à certains segments de leur clientèle. Les crédits bancaires étant le seul financement externe de la plupart des entreprises et des ménages, un effet négatif s'exercerait alors sur la production et l'emploi.³⁵

L'évolution du secteur bancaire est reflétée dans les bilans des banques. Le tableau 4 montre que le total nominal des bilans augmenta encore quelque peu en 1930 (5%) avant de diminuer continuellement jusqu'en 1935 (1930-1935: -19%). La reprise n'eut lieu qu'en 1936, année de la dévaluation. A l'actif des bilans bancaires, un transfert prononcé s'effectua en faveur des placements sûrs. La part des encaisses progressa fortement, celle des titres modérément.³⁶ La proportion des placements hypothécaires s'accrût aussi. En revanche, les parts des prêts et avances (débiteurs, avoirs en banque, effets de change) diminuèrent.³⁷ Ce schéma correspond à ce que l'on attend, vu la situation de l'époque, de banques conscientes de leurs risques. Elles se protégèrent contre le risque lié aux retraits inopinés en accroissant leurs encaisses et leurs titres au détriment des débiteurs et des effets de change. De plus, les banques réagirent face à la détérioration de la qualité des débiteurs en augmentant la part des crédits gagés.

Nous ignorons l'ampleur des amortissements auxquels les banques procédèrent pendant la Grande Dépression. Il est toutefois certain que la difficulté des clients à honorer le paiement de leurs dettes s'accrût et que les crédits bancaires en souffrance augmentèrent. L'évolution des faillites d'entreprises enregistrées en Suisse figure dans le graphique 21. Le nombre de faillites atteignit son point culminant en 1936. Cette constatation corrobore d'autres indicateurs selon lesquels la crise s'étendit toujours davantage au marché intérieur, caractérisé par de nombreuses petites et moyennes entreprises.

35 Voir la contribution-clé de Bernanke (1983) et Calomiris (1993) pour un résumé de la littérature à ce sujet.

36 Les encaisses comprennent également les avoirs en comptes de virements et en comptes de chèques postaux. Les titres incluent les participations permanentes.

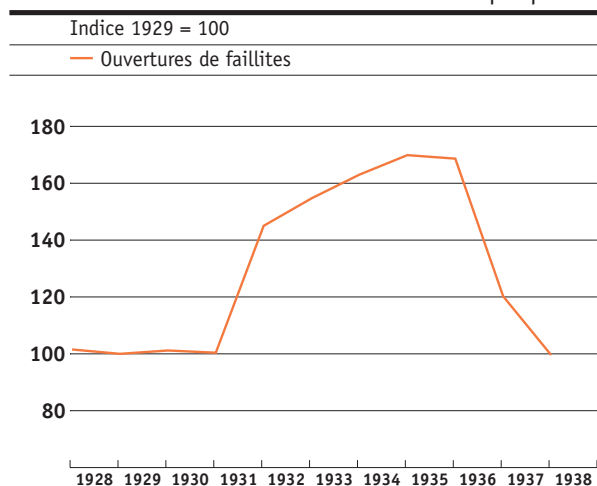
37 Les débiteurs sont constitués par le total des comptes courants débiteurs et des avances et prêts à terme fixe. Depuis 1930, la part des avances et prêts à terme fixe, garantis par des créances hypothécaires, figure également au bilan. De 1930 à 1938, celle-ci passa de 28 à 53% du total des bilans.

Année	Encaisse	Titres	Effets de change	Avoirs en banque	Débiteurs	Placements hypothécaires	Total du bilan
	en %	en %	en %	en %	en %	en %	mio. de francs
1929	1,8	6,4	9,4	10,7	34,0	33,7	20 493
1930	2,2	6,5	9,4	11,2	34,8	33,2	21 530
1931	6,3	7,1	6,8	5,7	34,1	36,9	20 467
1932	6,3	7,5	5,8	4,4	32,3	40,7	19 945
1933	5,4	7,1	5,0	3,9	31,4	43,9	19 150
1934	5,0	7,0	5,0	3,5	30,6	46,0	18 646
1935	3,1	7,5	3,9	3,7	25,0	49,2	17 552
1936	7,3	7,8	3,8	4,3	21,8	47,6	18 080
1937	8,8	8,5	3,9	5,2	19,7	47,1	18 497
1938	9,3	8,8	3,5	4,5	18,9	48,2	18 297

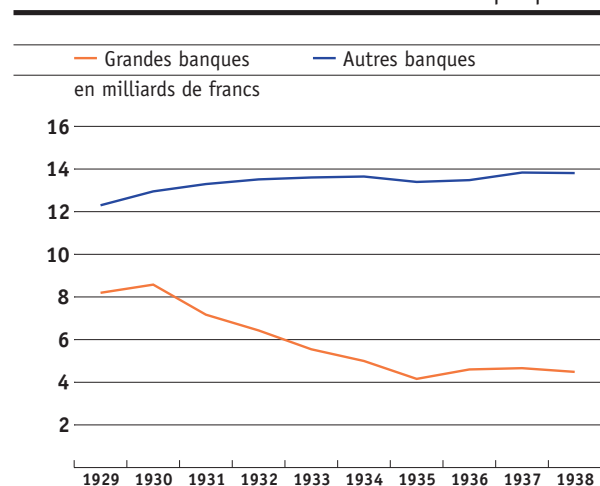
L'autre raison importante pour laquelle les banques durent procéder à des amortissements fut le blocage des avoirs en Allemagne ainsi que dans quelques autres pays d'Europe centrale et de l'Est. En septembre 1931, l'Allemagne conclut avec ses banques créancières un moratoire renouvelé périodiquement durant les années suivantes. Il existait certes un marché sur lequel les avoirs bancaires concernés par le moratoire pouvaient être échangés, le type de mark correspondant (Registermark) y faisait cependant l'objet d'une décote considérable. La liquidation d'autres placements (papiers-valeurs, hypothèques, etc.) fut encore plus difficile. Le rapatriement des avoirs bloqués en Allemagne se révéla ainsi pénible et coûteux.³⁸

Toutes les catégories de banques ne furent pas affectées par les difficultés dans la même mesure. Les grandes banques souffrirent le plus fortement. Ce groupe comprenait alors les huit principales banques commerciales, à savoir la Société de Banque Suisse, le Crédit Suisse, la Banque Populaire Suisse, la Banque d'Escompte Suisse, l'Union de Banques Suisses, la Banque fédérale, la Banque commerciale de Bâle et la Banque Leu. Au début des années trente, toutes les grandes banques furent fortement engagées en Allemagne et donc particulièrement frappées par les restrictions de transferts et par l'inquiétude des investisseurs qui en résulta. Le graphique 22 reflète cette évolution par l'intermédiaire du total des bilans. De 1929 à 1938, ce total se réduisit à peu près de moitié dans les grandes banques, alors qu'il resta pratiquement constant dans les autres banques.

Faillites Graphique 21



Total du bilan Graphique 22



38 Voir Fior (2002) et Perrenoud et al. (2002) pour l'évolution des placements des grandes banques suisses en Allemagne.

Seules deux des huit grandes banques, le Crédit Suisse et la Société de Banque Suisse, possédèrent assez de réserves pour couvrir leurs pertes sans entamer leur capital-actions. Trois établissements, la Banque commerciale de Bâle, la Banque fédérale et l'Union de Banques Suisses, s'adressèrent à leurs actionnaires pour couvrir leurs pertes. Un établissement, la Banque Leu, recourut simultanément à ses actionnaires et à ses créanciers. La Banque Populaire Suisse put y renoncer, mais elle fut obligée, après avoir réduit considérablement son capital social, de recourir passagèrement à l'aide de la Confédération. La Banque d'Escompte Suisse fut touchée encore plus fortement puisqu'elle dut, malgré l'aide de la Confédération et des mesures d'assainissements qui durèrent plusieurs années, fermer ses guichets et procéder à sa liquidation le 30 avril 1934. Les contributions fournies par les actionnaires et créanciers de ces six grandes banques jusqu'à fin 1937 figurent dans le tableau 5. Elles montrent que la Banque d'Escompte Suisse et la Banque Populaire Suisse furent les deux cas les plus importants et les plus onéreux.³⁹

Les 28 banques cantonales, catégorie de banques la plus importante après celle des grandes banques, surmontèrent bien la crise dans l'ensemble. Elles n'exécutaient pas d'opérations notables à l'étranger et profitaient probablement de la garantie d'Etat. Les assainissements se limitèrent au nombre de trois, ceux de la Banque Cantonale Neuchâteloise (1935), de la Banque Cantonale de Berne (1939) et de la Banque

Cantonale des Grisons (1939). Ils furent nécessaires, entre autres, par le fait que des secteurs économiques essentiels de ces cantons étaient particulièrement frappés par la crise (industrie horlogère, hôtellerie).

L'Etat réagit à la crise du secteur bancaire en mettant en place deux réformes. Premièrement, il créa en 1932 la Caisse de prêts de la Confédération, qui réescomptait notamment des effets que la BNS n'acceptait pas. De cette manière, la tâche traditionnelle de la banque centrale comme «lender of last resort», que Bagehot décrivit en 1873, fut partiellement cédée. Les engagements de la Caisse de prêts étaient garantis par un fonds constitué à cet effet, auquel la Confédération participait à raison de 75 millions de francs, tandis que les banques et compagnies d'assurances y contribuaient à raison de 25 millions. Deuxièmement, la loi sur les banques fut adoptée (1934). Elle contenait, en plus des prescriptions relatives à la protection des créanciers, diverses dispositions (report de l'échéance, moratoire, faillite) qui devaient être appliquées quand une banque avait des difficultés à honorer ses dettes. Il fut ainsi tenu compte de la situation spécifique des banques, qui, en raison de la possibilité de paniques bancaires, nécessite une autre réglementation que les établissements de l'artisanat ou de l'industrie.⁴⁰ Entre 1935 et 1938, 12 banques requièrent un report d'échéance, 15 un moratoire bancaire, 21 un sursis concordataire et 8 entrèrent en faillite (Ehrsam, 1985, p. 84).

Assainissement des grandes banques (en millions de francs)

Tableau 5

Banque	Contributions			Total du bilan Fin 1930
	Actionnaires	Créanciers	Total	
Banque d'Escompte Suisse	165	85	250	677
Banque Populaire Suisse	195		195	1680
Banque Leu	33	31	64	416
Banque commerciale de Bâle	55		55	835
Union de Banques Suisses	40		40	983
Banque fédérale (Eidgenössische Bank)	33		33	854
Total	521	116	637	5445

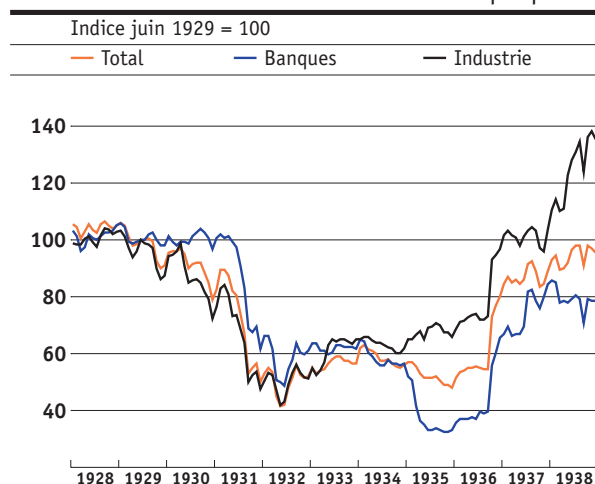
39 Les indications du tableau 5 sont dues à Paul Rossy, cité par Ehrsam (1985, p. 90). A propos de la débauche de la Banque d'Escompte Suisse, voir Scheuss (1960) et Ehrsam (1985, p. 93-97). Au sujet de l'assainissement de la Banque Populaire Suisse, voir Ehrsam (1985, p. 97-101).

40 Voir Bänziger (1986) au sujet de l'historique de la loi sur les banques.

Quelle était l'ampleur des difficultés des banques suisses par rapport à celles d'autres branches? Les aléas des marchés financiers se reflètent dans l'évolution des cours des actions. Il ressort du graphique 23 que les actions bancaires chutèrent à peu près dans la même mesure que les actions industrielles jusqu'en 1934. L'année suivante, les cours des actions bancaires continuèrent de fléchir, alors que la tendance des actions industrielles était déjà en légère hausse. Le graphique montre de surcroît que le marché des actions réagit à la dévaluation de septembre 1936 par un feu d'artifice, dont les actions bancaires profitèrent le plus fortement. Durant les trois derniers mois de 1936, les cours des actions bancaires montèrent de 65% et ceux des actions industrielles de 35%. Ces chiffres mettent en porte-à-faux l'opinion largement répandue selon laquelle le maintien du régime de l'étalon-or était dans l'intérêt des banques. Les marchés financiers étaient apparemment d'un autre avis.

Les répercussions de la crise bancaire sur l'activité économique sont difficiles à juger. En comparaison internationale, les banques suisses vinrent relativement bien à bout de leurs difficultés. Des crises bancaires à l'ampleur parfois catastrophique touchèrent principalement les USA, l'Allemagne et la Belgique ainsi que la plupart des pays de l'Europe centrale et de l'Est. Cette situation déboucha souvent sur des moratoires généraux et la fermeture temporaire des banques (*bank holidays*). De 1929 à 1933, un tiers des banques américaines périclitèrent et une bonne partie fusionna, de telle sorte que le nombre de banques recula environ de moitié. Malgré différentes restructurations, la Suisse ne connut que peu de fusions et de liquidations (parmi elles une grande banque cependant, la Banque d'Escompte Suisse). Le nombre de banques n'évolua que de manière marginale entre 1928 et 1938 et varia sans tendance nette entre un minimum de 357 (1934) et un maximum de 365 (1937 et 1938). De plus, la Suisse ne connut ni de moratoires généraux concernant tout le secteur, ni de «bank holidays» imposés par l'Etat.

Cours des actions Graphique 23



3 Conclusions

Dans le présent article, nous avons décrit la Grande Dépression en Suisse dans l'esprit de Temin (1989) et Eichengreen (1992), selon lequel le régime international de l'étalon-or joua un rôle essentiel dans la propagation et l'exacerbation de la crise.

Les causes de la Grande Dépression provenant de l'étranger, les premières victimes furent donc diverses branches de l'industrie exportatrice. Les cours de change fixes imposés par le régime de l'étalon-or propagèrent la déflation en Suisse. Par conséquent, les salaires réels, les taux d'intérêt réels et l'endettement réel des débiteurs augmentèrent. Le marché intérieur, qui était encore le pilier de la croissance durant les premières années, fut affecté avec un certain décalage.

Pour la Suisse comme pour d'autres pays, 1931 fut l'année critique à partir de laquelle la Grande-Bretagne laissa flotter la livre et l'Allemagne instaura le contrôle des mouvements de capitaux. Dès lors, la Suisse dut faire face à la surévaluation de sa monnaie et au blocage de ses avoirs en Allemagne. La crise monétaire et bancaire à l'étranger provoqua également des afflux massifs d'or dans notre pays. Il en résulta que la masse monétaire ne descendit pas au-dessous du niveau de 1929/1930, contrairement à ce qui eut lieu dans de nombreux autres pays. Néanmoins, le montant élevé de l'encaisse-or n'offrait pas que des avantages, puisqu'il incita la Suisse à maintenir son ancienne parité-or et à tenter de rétablir sa compétitivité à l'aide d'une réduction supplémentaire du niveau des prix. Cette politique échoua. Les salaires réels et la valeur externe réelle du franc restèrent bien au-dessus du niveau de 1929. Le tournant ne fut pris qu'avec la dévaluation du franc en 1936, décision prise après la dévaluation du franc français.

Tout indique que le maintien du régime de l'étalon-or accentua et prolongea la Grande Dépression en Suisse. Renoncer plus tôt à la parité-or antérieure n'aurait certes pas permis d'éviter la crise, car la dévaluation n'aurait pas influé sur la conjoncture mondiale, le protectionnisme international ou le blocage des avoirs étrangers en Allemagne. Toutefois, le maintien de la parité-or antérieure empêcha les anticipations déflationnistes de disparaître, le niveau des prix de monter et le cours de change réel par rapport à des pays tels que les Etats-Unis et la Grande-Bretagne de se normaliser. De plus, la politique économique suisse réagit et prit des mesures interventionnistes sur de nombreux plans. Il est donc paradoxal que la défense du régime de l'étalon-or, considéré par

ses adeptes comme le pilier d'un ordre économique libéral, aboutisse à davantage de mesures étatiques dans le contexte des années trente.

Sur le plan de la politique monétaire, on peut tirer trois leçons de la Grande Dépression. Premièrement, les dangers que peut faire peser un régime international d'étalon-or se manifestèrent intégralement. Dans les conditions d'entre-deux-guerres, le régime de l'étalon-or exerça des effets déflationnistes. En outre, il ne laissa aucune latitude à un petit pays comme la Suisse – à l'instar de tout régime de changes fixes – de mener une politique monétaire indépendante. Après la Deuxième Guerre mondiale, il fallut néanmoins de nombreuses années avant que cette conclusion s'impose entièrement. En effet, le système monétaire mondial établi à Bretton Woods (1944) était basé sur un étalon de change-or et par conséquent sur des changes fixes. Ce système s'effondra également non en raison de la déflation mais de l'inflation. Contrairement à la période d'entre-deux-guerres, la Suisse réagit alors relativement vite et figura, au début 1973, parmi les premiers pays laissant définitivement flotter sa monnaie.

Deuxièmement, la Grande Dépression prouva l'importance d'un système bancaire stable pour le fonctionnement sans faille d'une économie. La tâche des banques centrales en tant que «lender of last resort» (Bagehot, 1873) en fait partie. Pourtant de nombreuses banques centrales ne l'assumèrent qu'avec hésitation pendant la Grande Dépression. La cause en était les restrictions imposées par le régime de l'étalon-or et, par conséquent, la crainte que des attaques spéculatives ne se déchaînent contre les réserves monétaires. La timidité des banques centrales à intervenir avec fougue, comme le recommandait Bagehot, se manifesta également en Suisse. Quand il s'avéra que la BNS ne pouvait pas toujours aider efficacement les banques en raison de la limitation légale de son champ d'activités, ce dernier ne fut pas élargi, mais la Caisse de prêts de la Confédération fut par contre créée. Cet établissement prenait en nantissement des avoirs que la BNS ne pouvait pas accepter. Aujourd'hui, il est généralement reconnu que les banques centrales doivent fournir une contribution essentielle à la stabilité du système financier et que la fixation de leur champ d'activités ne doit pas entraver l'accomplissement de cette fonction.

Troisièmement, la Grande Dépression montra les ravages que peut infliger la déflation. Dans de nombreux pays, cela se répercuta sur les tâches attribuées aux instituts d'émission par la loi. Une politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix, comme celle figurant aujourd'hui dans la loi de nombreux pays, assigne expressément aux banques centrales le devoir d'empêcher la déflation aussi bien que l'inflation. En outre, les objectifs de politique monétaire sont définis dans de nombreux pays de manière à réduire l'éventualité d'une déflation. Ces objectifs sont fixés en taux de croissance annuels des prix et non sous la forme d'un sentier pour le niveau des prix. Il en découle qu'une hausse supérieure à l'objectif fixé ne devra pas être compensée ultérieurement par un taux inférieur. Par ailleurs, l'objectif est fixé dans la plupart des pays de manière à permettre une légère hausse annuelle de l'IPC. Ces deux facteurs réduisent le risque de déflation.

Annexe: Sources des données

Toutes les indications se rapportent aux données qui figurent dans les graphiques et tableaux. Sauf indication contraire, les données se rapportent à la Suisse.

Banque nationale suisse, Bulletin mensuel, diverses années: prix à la consommation (USA, D, F, GB); prix de gros, données mensuelles (USA, D, F, GB); taux d'escompte (USA, GB).

Einzig (1937): prime de la livre à terme par rapport au franc suisse.

Jaquemet (1974): investissements du fonds d'égalisation des changes.

Manuel statistique des marchés monétaire et financier suisses (1944): indice des actions; rendement des obligations; taux d'escompte privé; taux d'escompte; cours de change; billets en circulation; bilans bancaires; avoirs en comptes de virements; avances sur nantissement; montant des devises; montant d'or; prix de l'or; budget de l'Etat (communes).

Mitchell (1992, 1993): production industrielle (USA, D, GB, F); prix de gros, données annuelles (USA, D, GB, F).

National Bureau of Economic Research (banque de données macro-historiques): rendement des obligations (USA, GB).

Statistique historique de la Suisse (1996): prix de gros; prix à la consommation; salaires (salaires hebdomadaires); personnes en quête d'emploi; agrégats monétaires (Grüebler, 1958); production industrielle (David, 1985); dépenses de construction; coûts de la construction en ville de Zurich; commerce extérieur; faillites; revenu national net; impôts indirects; produit national net; budget de l'Etat (Confédération et cantons).

Bibliographie

- Andrist, F., Anderson, R.G. et Williams, M.M. 2000. Real Output in Switzerland: New Estimates for 1914–1947. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 82, 43–69.
- Bänziger, H. 1986. *Die Entwicklung der Bankenaufsicht in der Schweiz seit dem 19. Jahrhundert*. Thèse. Berne: P. Haupt.
- Bagehot, W. 1873. *Lombard Street*. Londres: Kegan.
- Banque nationale suisse. Bulletin mensuel. Diverses années.
- Bernanke, B.S. 1983. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review* 73, 257–276. Réimpression dans Bernanke (2000), 41–69.
- Bernanke, B.S. 1995. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, 1–28. Réimpression dans Bernanke (2000), 5–37.
- Bernanke, B.S. 2000. *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B.S. et Carey, K. 1996. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression. *The Quarterly Journal of Economics* 105, 853–883. Réimpression dans Bernanke (2000), 276–302.
- Bernanke, B.S., Gertler, M. et Gilchrist, S. 1996. The Financial Accelerator and the Flight to Quality. *The Review of Economics and Statistics* 78, 1–15.
- Bernanke, B.S. et James, H. 1991. The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison. Dans *Financial Markets and Financial Crises*, R.G. Hubbard éd., 33–68. Chicago: University of Chicago Press. Réimpression dans Bernanke (2000), 70–107.
- Bernanke, B.S. et Mihov, I. 2000. Deflation and Monetary Contraction in the Great Depression. Dans B.S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, 108–160. Princeton: Princeton University Press.
- Bordo, M.D., Choudhri, E.U. et Schwartz, A.J. 1999. Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint. Document de travail NBER n° 7125.
- Brunner, K. (éd.). 1981. *The Great Depression Revisited*. Boston: Martinus Nijhoff Publishing.
- Calomiris, Ch.W. 1993. Financial Factors in the Great Depression. *Journal of Economic Perspectives* 7, 61–85.
- Cassel, G. 1936. *The Downfall of the Gold Standard*. Oxford: Clarendon.
- Choudhri, E. et Kochin, L. 1980. The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycles: Some Evidence from the Great Depression. *Journal of Money, Credit, and Banking* 12, 565–574.
- David, Th. 1996. Un indice de la production industrielle de la Suisse durant l'entre-deux-guerres. *Revue Suisse d'Histoire* 45, 109–130.
- Ehrensam, P. 1985. Die Bankenkrise der 30er Jahre in der Schweiz. Dans *50 Jahre eidgenössische Bankenaufsicht*, Commission fédérale des banques éd., 83–118. Zurich: Schulthess.
- Eichengreen, B. 1992. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1929–1939*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. 2002. Still Fettered After All These Years. Manuscrit non publié. Université de Californie, Berkeley.
- Eichengreen, B. et Sachs, J. 1985. Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s. *Journal of Economic History* 45, 925–946. Réimpression dans B. Eichengreen, *Elusive Stability*, 215–238. Cambridge: Cambridge University Press.
- Eichengreen, B. et Sachs, J. 1986. Competitive Devaluation and the Great Depression: A Theoretical Reassessment. *Economics Letters* 22, 67–71.
- Eichengreen, B. et Temin, P. 2000. The Gold Standard and the Great Depression. *Contemporary European History* 9, 183–207.
- Einzig, P. 1937. *The Theory of Forward Exchange*. Londres: Macmillan.
- Faber, S. 1997. Die Ursachen der Deflation in der Schweiz in den dreissiger Jahren. Exposé non publié, présenté à l'assemblée annuelle de la Société suisse d'économie et de statistique, 20 et 21 mars 1997.
- Feinstein, Ch.H., Temin, P. et Toniolo, G. 1997. *The European Economy Between the Wars*. Oxford: Oxford University Press.
- Fior, M. 2002. *Les banques suisses, le franc et l'Allemagne*. Genève: Librairie Droz.
- Fisher, I. 1933. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica* 1, 337–357.
- Frech, S. 2001. *Clearing. Les opérations de paiement de la Suisse avec les puissances de l'Axe*. Publication de la Commission indépendante d'experts, Suisse – Seconde Guerre mondiale. Zurich: Chronos.
- Friedman, M. et Schwartz, A.J. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press.

- Grüebler, Ch. 1958. *Die Geldmenge der Schweiz 1907–1954*. Thèse. Zurich: Polygraphischer Verlag.
- Hamilton, J. 1987. Monetary Factors in the Great Depression. *Journal of Monetary Economics* 19, 145–169.
- Hamilton, J. 1992. Was the Deflation During the Great Depression Anticipated? Evidence from the Commodity Futures Market. *American Economic Review* 82, 157–178.
- Hawtrey, R.G. 1939. *The Gold Standard in Theory and Practice*. 4^e édition. Londres: Longmans.
- Jaquemet, G. 1974. Der Abwertungsgewinn der Schweizerischen Nationalbank aus dem Jahre 1936. Manuscrit non publié. Banque nationale suisse.
- Kneschaurek, F. 1952. *Der schweizerische Konjunkturverlauf und seine Bestimmungsfaktoren, dargestellt aufgrund der Periode 1929 bis 1939*. Thèse, Université de Saint-Gall.
- Manuel statistique des marchés monétaire et financier suisses. 1944. Publications du Service des études économiques et statistiques de la Banque nationale suisse, 26^e brochure, E. Ackermann éd. Zurich: Schulthess.
- Meltzer, A.H. 2003. *A History of the Federal Reserve, Volume I, 1913–1951*. Chicago: University of Chicago Press.
- Mitchell, B. R. 1992. *International Historical Statistics: Europe 1750–1988*. 3^e édition. Londres: Macmillan Press.
- Mitchell, B. R. 1993. *International Historical Statistics: The Americas 1750–1988*. 2^e édition. New York: Stockton Press.
- Müller, Ph. 2000. La bataille pour le franc: La Suisse entre déflation et dévaluation. Mémoire de licence, Université de Lausanne.
- Niehans, J. 1978. *The Theory of Money*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- Nurkse, R. 1944. *International Currency Experience: Lessons of the Inter-War Period*. Département de l'économie, des finances et des transferts de la Société des Nations. Princeton: Princeton University Press.
- Perrenoud, M., Lopez, R., Adank, F., Baumann, J., Cortat, A. et Peters, S. 2002. *La place financière et les banques suisses à l'époque du national-socialisme*. Publication de la Commission indépendante d'experts, Suisse – Seconde Guerre mondiale. Zurich: Chronos.
- Romer, Ch.D. 1992. What Ended the Great Depression? *Journal of Economic History* 52, 757–784.
- Rutz, W. 1970. *Die schweizerische Volkswirtschaft zwischen Währungs- und Beschäftigungspolitik in der Weltwirtschaftskrise – wirtschaftspolitische Analyse der Bewältigung eines Zielkonflikts*. Thèse. Zurich: Polygraphischer Verlag.
- Scheuss, W. 1960. *Der Zusammenbruch und die Liquidation der Schweizerischen Diskontbank: Ein Kapitel Bankpolitik aus der Zwischenkriegszeit*. Thèse. Winterthur: Editions P. G. Keller.
- Statistique historique de la Suisse. 1996. Sous la direction de H. Siegenthaler, édité par H. Ritzmann-Blickenstorfer. Zurich: Chronos.
- Temin, P. 1978. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: W. W. Norton.
- Temin, P. 1989. *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Temin, P. et Ferguson, Th. 2001. Made in Germany: the German Currency Crisis of 1931. Document de travail 01–07. MIT, Department of Economics.
- Weber, E.J. 1983. The Great Depression in Switzerland, Sweden and the United States: The Money Hypothesis Versus the Spending Hypothesis. Thèse, Université de Rochester.