

# DETTES PUBLIQUES ET POLITIQUES ÉCONOMIQUES EN EUROPE PENDANT LES ANNÉES FOLLES

Christophe Farquet

Altern. économiques | « L'Économie politique »

2019/1 N° 81 | pages 86 à 104

ISSN 1293-6146

ISBN 9782352402329

Article disponible en ligne à l'adresse :

-----  
<https://www.cairn.info/revue-l-economie-politique-2019-1-page-86.htm>  
-----

Distribution électronique Cairn.info pour Altern. économiques.

© Altern. économiques. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

# Dettes publiques et politiques économiques en Europe pendant les années folles

Christophe Farquet\*

\* **Christophe Farquet** est historien (Fonds national suisse de la recherche scientifique)

**A** PRÈS LA PREMIÈRE GUERRE MONDIALE, EN EUROPE, TOUS les gouvernements furent confrontés à un nouveau problème économique, celui de la résorption des dettes publiques. Les déficits étatiques n'étaient pas inconnus à la Belle Époque, loin de là, mais les données du problème se posaient désormais différemment. Quantitativement, dans les grands pays, les dettes publiques avaient atteint un niveau inégalé, au point qu'elles menaçaient tout le système économique. Comme en France, en Italie et en Allemagne surtout, les gouvernements avaient décidé de financer les coûts de guerre par le recours aux crédits, au lieu d'alourdir suffisamment les charges fiscales, et les dettes s'étaient amoncélées. En France, à la fin du conflit, la dette publique dépassait de deux fois le revenu national. En clair, l'État, dans le pays qui avait été le plus gros prêteur international sur les marchés européens avant la guerre, était au bord de la banqueroute. Contrairement à un mythe tenace, la situation n'était pas tellement différente en Grande-Bretagne.

Ce saut quantitatif conduisit à une politisation nouvelle de la dette en Europe occidentale. Ce n'était plus uniquement une question de finance publique : la dette devint un problème monétaire, elle concentra les conflits entre les classes sociales, elle attisa les tensions dans les relations internationales. Une fois éloigné le spectre de la révolution, la dette devint la préoccupation politique centrale de tous les gouvernements. Il serait à peine exagéré d'affirmer que, jusqu'au milieu des années 1920, l'histoire de l'Europe occidentale fut, avant tout, une histoire de la dette publique. Les politiques économiques étaient dictées par l'inflation et par la déstabilisation des monnaies qu'elle avait provoquée. Les conflits entre les partis politiques se focalisaient sur la répartition des coûts de guerre entre les divers groupes de la société. Quant aux relations entre les grandes puissances, elles furent elles-mêmes dominées par la répartition des coûts de guerre parmi les anciens pays belligérants, par l'entremise du règlement des réparations exigées de l'Allemagne et des dettes interalliées.

**IL SERAIT À PEINE EXAGÉRÉ D’AFFIRMER QUE, JUSQU’AU MILIEU DES ANNÉES 1920, L’HISTOIRE DE L’EUROPE OCCIDENTALE FUT, AVANT TOUT, UNE HISTOIRE DE LA DETTE PUBLIQUE**

La dette publique conduisit à des bouleversements économiques si profonds que l'on serait tenté de les qualifier de révolutionnaires. L'hyperinflation détruisit totalement la valeur de la monnaie en Allemagne, dans le pays qui disposait de la plus forte capacité industrielle en Europe après la guerre, ruinant quantité de petits rentiers. Le non-règlement des créances imposées au titre des réparations poussa les Français à occuper la Ruhr. Plus généralement, l'arbitrage entre l'impôt et l'inflation transforma durablement la structure économique des anciens pays belligérants et influa sur les rapports de force internationaux. Si New York dépassa la City de Londres, ce fut largement parce que les séquelles financières de la guerre furent bien moindres aux États-Unis, entrés tardivement dans les hostilités, et parce que ces derniers devinrent les créateurs du Royaume-Uni. À partir de 1923, l'histoire de la stabilisation politique de l'Europe fut inséparable de l'histoire des finances publiques : le fameux retour à la normale des années 1920 signifia, partout, réforme monétaire, austérité budgétaire, restauration conservatrice.



## Inflation ou impôt : les paradoxes de l'après-guerre

A l'armistice, deux options se présentèrent à tous les gouvernements afin d'amoindrir les dettes laissées par le conflit : mettre en œuvre des plans de rigueur budgétaire, ou bien laisser la dette se détruire d'elle-même grâce à l'inflation qu'elle avait elle-même déclenchée. Tous les gouvernements affirmèrent orienter leur programme économique vers la première option, mais presque la totalité d'entre eux appliquèrent, en réalité, la seconde. Il ne s'agissait pas de plans fomentés machiavéliquement, du moins pas immédiatement après la guerre. Peu à peu cependant, dans plusieurs pays,

une politique de l'inflation prit forme, sans que les dirigeants l'avouassent. Ce qui, au départ, était unanimement reconnu comme un fléau économique à éradiquer devint au début des

### LA CITY INFLUENÇA CONSIDÉRABLEMENT

LE CHOIX D'UNE STRATÉGIE MORTIFÈRE POUR L'ÉCONOMIE BRITANNIQUE. ET ELLE EN FUT LA PRINCIPALE BÉNÉFICIAIRE

années 1920 une solution commode pour se défaire du problème de la dette. La décennie qui suivit la Grande Guerre fut ainsi très paradoxale. Alors que les conceptions théoriques de la science économique n'évoluaient guère, et que la gauche avait elle-même du mal à se défaire des principes orthodoxes de l'étalon-or, les politiques économiques furent en réalité très variées et novatrices. On pourrait avancer que ce fut à ce moment-là que les politiques protokeynésiennes de *deficit spending* virent le jour, et non durant la Grande Dépression. Mais tout ceci fut, avant tout, le fruit d'une vaste improvisation.

En Grande-Bretagne, cependant, les dirigeants optèrent résolument pour la rigueur, dans le but de raccrocher la livre sterling à son niveau d'avant-guerre. Ils y parvinrent en 1925 et rétablirent l'étalon-or. Il en fut à peu près de même chez les pays restés neutres <sup>[4]</sup>, ainsi qu'aux États-Unis, où l'effort financier exigé par la déflation fut cependant moins considérable, compte tenu du poids relativement modéré des dettes publiques. Le choix britannique eut des conséquences dramatiques. Pendant l'entre-deux-guerres, l'économie britannique resta constamment en récession, excepté quelques courtes périodes de reprise. Les premières victimes en furent les industriels et les ouvriers. Avant la Grande Dépression, le taux de chômage ne s'abaissa que très rarement en dessous du seuil de 10 %, et les salaires, qui avaient augmenté à la fin

[4] Notamment la Suisse, les Pays-Bas et les pays scandinaves.

du conflit, fléchirent. Cette morosité économique avait des racines profondes : l'industrie britannique avait raté le passage à la seconde révolution industrielle pendant la Belle Époque et souffrait, avant la guerre, d'un manque de compétitivité et d'obsolescence. Quoi qu'il en soit, la politique de rigueur aggrava considérablement ses difficultés. La force relative de la monnaie britannique entrava les exportations et la hausse des taux d'intérêt renchérit le coût des investissements. L'industrie du pays fut crucifiée sur une croix en or.

Pourquoi le choix de cette politique ? Cela s'expliquait d'abord par la volonté, partagée par de larges franges des élites britanniques, de rétablir la suprématie monétaire et financière d'avant-guerre. Le Royaume-Uni avait été le pilier du système du *gold standard* et détenait de loin le plus volumineux portefeuille d'investissements étrangers au monde. Or cette position hégémonique était désormais clairement menacée par la puissance financière américaine et par les accès de faiblesse de la livre par rapport au dollar. Le retour à la parité de la livre fut donc une priorité absolue pour beaucoup de dirigeants britanniques. La stabilisation monétaire devint un objectif presque religieux, comme si, par quelques dons mystiques, le rattachement à l'or pouvait effacer les séquelles laissées par la guerre. Il va sans dire, cependant, que la politique de rigueur était soutenue par de puissants intérêts. La City influença considérablement le choix d'une stratégie mortifère pour l'économie britannique. Et elle en fut la principale bénéficiaire. Pendant la seconde moitié des années 1920, les banques londoniennes connurent une période très faste. Mais les banquiers privés ne furent pas les seuls à défendre ce programme. La Banque d'Angleterre soutint ardemment la revalorisation de la livre pour retrouver le rôle de pivot international qu'elle avait avant la guerre. Le Trésor britannique, très proche des milieux financiers, avait aussi ses propres intérêts : la contrainte budgétaire augmenta son pouvoir de contrôle sur les autres ministères. Cette politique souleva des oppositions, ou du moins des réserves, mais les industriels ne se ligèrent vraiment contre elle qu'après le retour à la parité-or, à un moment où la contestation n'avait que très peu de chances d'aboutir.

Pour qu'un tel effort financier pût être mis en pratique, le soutien de puissants intérêts ne suffisait pas. Il fallait encore que la Grande-Bretagne eût les moyens de l'entreprendre.



Or, l'Etat britannique bénéficiait d'un double avantage en comparaison des pays du continent européen. Il disposait d'abord d'un système fiscal plus efficace. Après la Première Guerre mondiale, les taux d'impôt sur les revenus et sur la fortune décuplèrent dans tous les pays belligérants. A vrai dire, l'accroissement fut bien plus sensible en France et en Allemagne qu'au Royaume-Uni. Toutefois, en raison de l'inefficacité des contrôles, du sous-développement de l'appareil de perception et de l'opposition virulente des contribuables aux impôts, l'écart entre la théorie et la pratique fiscale était plus profond sur le continent. Peut-être cela tenait-il pour une part à ce que les Britanniques avaient été habitués de longue date à l'impôt sur le revenu : son instauration remontait à 1842, tandis que l'« impôt général » ne fut introduit en France qu'au début de la Grande Guerre. Mais la relative efficacité du système fiscal britannique résultait aussi de ce que l'imposition des revenus à la source était bien plus développée que dans les autres pays européens, et qu'il était plus malaisé de contourner ce mode de perception. La Grande-Bretagne disposait, en outre, d'un second atout : la surface de son marché financier. Cela permit de convertir ses dettes publiques en emprunts à long terme, et d'éviter les malheurs de la dette flottante, le choléra financier de l'après Première Guerre mondiale, qui déclenchait inévitablement une spéculation à la baisse sur les changes. Finalement, un équilibre s'institua : l'Etat parvint à rétablir rapidement son budget, tout en maintenant une dette publique à un niveau très élevé pendant toutes les années 1920, redistribuant par le paiement des intérêts aux rentiers une bonne part des impôts qu'ils payaient. Tels étaient les paradoxes du retour à la parité de la livre sterling. Durant les années 1920, alors que la Banque d'Angleterre prêchait les vertus de l'orthodoxie libérale, la place financière la plus importante d'Europe supportait la quote-part fiscale la plus lourde et une des dettes publiques les plus considérables. Et, pendant que les élites européennes clamaient leur admiration pour le redoutable effort financier entrepris par le Royaume-Uni, le pays traversait, en réalité, une période de morosité économique.

Dans les autres pays d'Europe occidentale qui avaient gagné la guerre, en France et en Italie, ainsi qu'en Belgique, la politique fut, par contre, inflationniste. A la fin d'une longue période de dépréciation monétaire, certes interrompue entre

1920 et 1922, le franc fut stabilisé, à partir de la seconde moitié de l'année 1926, à un cinquième de son taux d'avant-guerre. Le gouvernement français ne suivit pas la voie britannique, principalement en raison de l'impact de la guerre sur l'économie française et des réparations. Et, une fois que la spirale de l'inflation et de la dépréciation fut enclenchée, il fut bien difficile de l'arrêter. La défiance des porteurs de bons, le jeu de la spéculation sur les changes et la fuite des capitaux se cumulèrent. Après l'arrivée au pouvoir du Cartel des gauches en 1924 et la présentation de son programme financier et des hausses d'impôts, le pays plongea dans une crise budgétaire et monétaire presque sans interruption jusqu'à l'avènement du gouvernement d'union nationale mené par Poincaré à l'été 1926.

On ne comprend pas cette politique économique sans prendre en considération ce fait tout simple : les combats et les destructions eurent lieu, sur le front ouest, presque exclusivement sur les territoires français et belge. Il en résulta une situation assez étrange : l'économie du principal vainqueur était plus gravement détériorée que celle de l'Allemagne vaincue, dont le territoire n'était pas occupé lors de l'armistice, et dont l'appareil de production était intact. Le Traité de Versailles fut assurément d'une grande maladresse. Il n'empêche que, contrairement à l'après Seconde Guerre mondiale, l'intégrité territoriale de l'Allemagne fut largement maintenue, et sa capacité de production ne fut pas foncièrement touchée par les clauses discriminatoires. La guerre laissait une France à l'économie meurtrie, avec ses 40 millions d'habitants, face aux 60 millions d'Allemands. Tout ceci était d'autant plus inquiétant que les Britanniques refusèrent d'accorder un pacte de sécurité aux Français pour garantir définitivement la réorganisation des frontières de l'Europe. Quant aux réparations, une fois passées les premières déclarations outrancières des dirigeants français, elles furent établies à un niveau supportable pour l'Allemagne à partir de 1921. Les 132 milliards de marks-or n'étaient qu'une somme factice <sup>[2]</sup>, la créance réelle s'élevant à 50 milliards environ, destinés pour un peu plus de moitié à la France. Les annuités exigées par l'Entente nécessitaient que l'Allemagne hissât ses charges

**PENDANT QUE LES ÉLITES EUROPÉENNES  
CLAMAIENT LEUR ADMIRATION POUR  
LE REDOUTABLE EFFORT FINANCIER ENTREPRIS  
PAR LE ROYAUME-UNI, LE PAYS TRAVERSAIT  
UNE PÉRIODE DE MOROSITÉ ÉCONOMIQUE**

**[2]** Lors de la conférence de Londres en 1921, les réparations sont divisées en trois tranches : A, B et C. Or, le versement de cette dernière tranche, de 82 milliards de marks-or, est soumis à des conditions telles qu'elle n'a que très peu de chances d'être effectivement réclamée. Cette somme était donc politique, la France ne pouvant accepter publiquement une réduction importante des réparations. Cette interprétation fait aujourd'hui l'objet d'un vaste consensus parmi les spécialistes. Voir l'article de référence « The myths of reparations », par Sally Marks, *Central European History* vol. 11, n° 3, pp. 231-255, 1978.



d'impôt à peu près au niveau de celles de la Grande-Bretagne. Jusqu'en 1924, cependant, elle s'y refusa.

Il était, dans cette situation, très peu probable qu'un gouvernement français pût exiger de ses citoyens un effort financier similaire à celui entrepris au Royaume-Uni. Alors que la reconstruction pesait sur le budget de l'État, le laxisme fiscal s'installa, les dirigeants français disant compter sur le versement de réparations qui ne venait pas pour combler les déficits. Il est vrai que les moyens financiers dont ils disposaient étaient moindres que ceux de leurs homologues britanniques. Le crédit français fut fatalement atteint par la guerre. Non seulement, dans le jeu des dettes interalliées, la France était débitrice nette, en raison des emprunts contractés aux États-Unis et en Grande-Bretagne, mais encore les énormes placements financiers effectués en Russie avant la guerre furent perdus à cause de la révolution. Par ailleurs, le système d'imposition directe ne fut réformé en profondeur qu'après le conflit, ce qui ne facilita ni le travail de l'administration ni le consentement des contribuables, confrontés soudainement à une croissance vertigineuse des taux d'impôt. Toujours est-il que ces difficultés auraient probablement pu être surmontées dans une autre situation politique. En raison de la menace de la concurrence allemande et des exigences insatisfaites de réparations, l'attentisme financier devint la politique la plus opportune. La faute de la crise monétaire était rejetée sur l'ennemi historique de la France.

L'histoire financière de l'après Grande Guerre fut jalonnée de paradoxes. Le paradoxe français fut le suivant : cette politique économique se révéla la plus satisfaisante pour la croissance et l'emploi. L'État dépensait des sommes qu'il n'avait pas, ce qui servit à réamorcer la pompe de l'économie et à atténuer la crise de reconversion. La dette publique nominale augmentait, mais sa valeur réelle baissait par l'inflation qu'elle générait. Le franc devint une monnaie faible, ce qui eut l'avantage de stimuler les exportations et de protéger l'industrie de la concurrence étrangère. Le monde entier dénonçait le chaos monétaire français, attribuant sa cause à l'Allemagne, à l'obésité étatique, aux résistances des contribuables ou à la légèreté caractéristique des mentalités latines. L'apocalypse se dessinait. Le pays, pourtant, n'était pas loin du plein-emploi.

Mais, pendant que la France s'écartait des canons de l'économie libérale, le Reich alla plus loin encore. Après la guerre, le mark se déprécia plus rapidement que le franc. En Allemagne, beaucoup plus qu'en France, ce fut le résultat d'une politique volontairement inflationniste. A cause de l'ampleur du bouleversement politique et des conflits sociaux, l'inflation fut, d'abord, la solution préconisée par les industriels pour éviter la révolution. La dépréciation monétaire, en stimulant les exportations, offrirait des emplois aux ouvriers, ce qui atténuerait leurs penchants radicaux. Immédiatement après la guerre, les patrons concédèrent ainsi aux salariés une indexation des revenus. Par ailleurs, comme en France, l'inflation avait bien entendu d'autres avantages, comme l'amoin- drissement de la valeur réelle de la dette. Mais, au début des années 1920, la dépréciation monétaire devint surtout le meilleur prétexte pour revendiquer face à l'Entente une insolvabilité vis-à-vis des réparations de guerre : comment payer les milliards de marks-or, alors que la chute de la devise allemande était beaucoup plus rapide que l'accroissement de la masse monétaire ? Puisque l'opposition au Traité de Versailles était un impératif catégorique de la politique allemande, inflation et révision allèrent de pair.

**EN ALLEMAGNE, AU DÉBUT DES ANNÉES 1920,  
LA DÉPRÉCIATION MONÉTAIRE DEVINT  
SURTOUT LE MEILLEUR PRÉTEXTE POUR  
REVENDIQUER FACE À L'ENTENTE  
UNE INSOLVABILITÉ VIS-À-VIS  
DES RÉPARATIONS DE GUERRE**

Certains industriels voulurent la destruction totale du mark. L'existence d'une politique du pire est attestée par les archives. Toutefois, la majorité des politiciens allemands n'envisagèrent pas avec satisfaction cette perspective. L'hyperinflation, en désorganisant totalement le système économique, fit perdre maints bénéfices de la politique inflationniste. En 1923, le pays était manifestement exsangue, et le chômage monta en flèche. Dès le printemps 1922, la dépréciation n'était plus du tout maîtrisable à cause de la fuite des capitaux et des ventes de marks. Ensuite, l'inflation s'alimenta d'elle-même, par l'anticipation de la hausse des prix. Jusqu'à ce que tout le système économique s'écroulât comme un château de cartes, après que l'occupation de la Ruhr eut fait sombrer le pays dans le chaos.

### L'économie politique de l'inflation

En dépit du prix payé pour que la livre atteignît une fois pour toutes sa valeur de 4,86 dollars, les banquiers londo-



**AU CENTRE DE L'EUROPE, LA SUISSE DEVINT LA TERRE D'ASILE DES CAPITAUX FUGITIFS DES BOURGEOISIES ALLEMANDE, AUTRICHIENNE, FRANÇAISE ET ITALIENNE**

niens et les rentiers britanniques se sortirent honorablement de la période de troubles monétaires qui avait suivi la guerre. Certes, l'État avait considérablement grossi et un Premier ministre travailliste avait pour la première fois gouverné le pays pendant quelques mois. Mais les fortunes britanniques n'avaient pas été détruites par l'inflation, la *hot money* affluait vers la City, les dépôts des grandes banques commerciales anglaises gonflaient, et la Banque d'Angleterre utilisait la Société des nations (SDN) pour étendre son influence sur les pays neufs à l'est de l'Europe. L'inflation européenne offrait de

jolies opportunités à l'expansion financière. Au moment où la dépréciation des monnaies devenait intolérable, les gouvernements étaient contraints de s'adresser aux grandes places financières pour amorcer le mouvement de reflux des capitaux vers leur économie. La finance britannique, avec sa monnaie forte et sa puissance retrouvée, put rêver ainsi d'un retour à la normale où elle occuperait le rôle qui avait été le sien à la Belle Époque.

Pourrait-on affirmer qu'à l'inverse les classes possédantes et les banques furent sacrifiées sur le continent ? Cette affirmation serait excessive. Il ne faudrait pas croire que les fortunes aient été irrémédiablement condamnées, après la guerre, à être amoindries soit par l'impôt, soit par l'inflation. Alors qu'en Grande-Bretagne, l'État reversait une partie de ce qu'il prenait aux capitalistes et que les plus fortunés d'entre eux ne se privaient guère d'utiliser toutes sortes de mécanismes de soustraction fiscale, en France et en Allemagne, il était possible d'échapper tant à l'alourdissement de la fiscalité qu'à la dépréciation monétaire. Il est vrai que, pour beaucoup de détenteurs de capitaux, l'après Première Guerre mondiale fut une période néfaste. Tandis que la fortune financière intérieure des pays belligérants s'amoindrissait, les pertes sur les placements extérieurs, causées par le conflit et les troubles qui s'ensuivirent, furent considérables. L'Allemagne perdit, du fait des saisies et des dépréciations monétaires, presque la totalité de son portefeuille d'investissements étrangers de l'avant-guerre. Sans que la diminution fût aussi drastique, chez les pays vainqueurs, la valeur des placements extérieurs s'amoindrit énormément, d'autant

plus que maints capitalistes, habitués aux changes fixes du *gold standard*, firent le pari erroné d'une revalorisation des monnaies dépréciées.

Mais comment expliquer alors la surprenante rapidité de la reconstruction des grosses fortunes mobilières européennes après les inflations ? Pendant la seconde moitié des années 1920, en Allemagne, le capital réapparut, en effet, comme par magie. On doit d'abord relever que, dans un premier temps, l'inflation stimula souvent les affaires financières. La volatilité des changes favorisa toutes sortes de pratiques spéculatives, ce dont témoignait le développement des systèmes bancaires allemand et autrichien. L'inflation fut, ensuite, un moyen commode d'éviter de payer les impôts. En Allemagne, les détenteurs de capitaux purent éluder très aisément leurs charges fiscales en repoussant l'échéance de leur règlement, leur valeur se dépréciant avec la hausse des prix. Ce privilège n'était pas accordé aux salariés, dont l'impôt sur le revenu était prélevé à la source. Sans doute le manque de recettes fiscales fut-il un facteur déterminant du déclenchement de l'inflation. Toujours est-il que, par la suite, la causalité s'inversa : l'inflation contribua au manque de recettes fiscales. Partout, les impôts extraordinaires sur le capital, destinés, à la sortie de la guerre, à fournir une contribution essentielle à la réduction des dettes publiques, périclitèrent avec la dépréciation monétaire ; ils furent soit transformés en des impôts modérés, atteignant uniquement le revenu retiré de la fortune, soit simplement abandonnés.

Quoi qu'il en soit, en termes réels, la valeur du capital continuait de diminuer en raison de la dépréciation monétaire. Il restait une solution pour se soustraire à la fois à la fiscalité et à l'inflation : la fuite du capital. Le placement de fortune à l'étranger prit ainsi des dimensions inouïes au début des années 1920. Au centre de l'Europe, la Suisse devint la terre d'asile des capitaux fugitifs des bourgeoisies allemande, autrichienne, française et italienne. Les fortunes expatriées jouissaient à l'intérieur de la Confédération des conditions qui étaient la norme durant la Belle Époque : stabilité du change, absence presque totale d'impôts sur les capitaux importés, dérégulation financière et, *last, but not least*, un secret bancaire très hermétique qui les préservait des tentatives de contrôles étatiques. Un marché de



l'évasion fiscale vit le jour, où se mêlaient les pratiques les plus diverses, dépôts d'argent, gestion de titres, recyclage de capitaux, création de sociétés et de holdings. D'autres places financières profitèrent de l'afflux des fortunes en fuite. Les Pays-Bas se transformèrent en un centre *offshore* fonctionnant au profit de l'Allemagne. Les dépôts de la City contenaient le produit non-rapatrié des exportations commerciales. Les Etats-Unis, les pays scandinaves, l'Espagne aussi, contribuèrent à l'économie de la fuite du capital. Si les historiens n'ont pas pris l'entière mesure du phénomène, c'est qu'il a été en partie masqué par la dépréciation des changes : comme les capitaux partaient des pays aux devises avariées pour se diriger vers les centres bancaires aux monnaies fortes, l'importance de la fortune expatriée n'apparaissait pas toujours nettement. Mais de fait, les montants en jeu étaient considérables. Au début des années 1920, au minimum 7 milliards de marks-or avaient quitté l'Allemagne depuis la guerre. Ce montant correspondait à près du double de la valeur de tous les dépôts des banques allemandes.

L'Allemagne fut donc dépouillée de son capital par ses capitalistes. Son économie reposait sur la création d'une masse monétaire de plus en plus immense, mais dont le rythme ne suivait pas celui de la dépréciation du mark. Sa fortune financière, pour ce qu'il en restait, elle, avait fui. Cette hémorragie n'était pourtant pas une simple affaire de choix individuels. La fuite du capital fut partie intégrante de l'économie politique de l'inflation. Pour les grands industriels allemands, si influents politiquement, les gains générés par l'expatriation des capitaux étaient innombrables. La fuite du capital accentuait, d'abord, les avantages de l'inflation. Elle accélérait la dépréciation de la monnaie, stimulant les exportations et armant politiquement le Reich contre le paiement des réparations. Elle permettait en même temps de préserver les profits de l'inflation, tout en éludant les charges fiscales. La fuite du capital présentait, finalement, un avantage politique pour l'avenir : elle précipitait le retour à des politiques économiques plus favorables aux milieux capitalistes. La preuve n'était-elle pas faite que les impôts sur le capital étaient inefficaces ? Maintenant que la dette avait été détruite par la dépréciation monétaire, leur fonction première avait disparu. Dans un cercle vertueux, l'exode des fortunes faisait table rase des régulations économiques qu'il éludait. Ainsi,

au début de l'année 1923, en pleine hyperinflation, le secret bancaire fut partiellement rétabli en Allemagne.

Pendant ce temps, l'hémorragie financière ne fut guère combattue par les autorités allemandes. Au contraire, elles la tolérèrent remarquablement. Le contrôle des changes ne fut institué qu'après le déclenchement de l'hyperinflation et, au moins jusqu'à l'occupation de la Ruhr, il demeura extrêmement laxiste. Une surveillance avait certes été instituée précédemment sur l'exportation du capital, mais elle fut, dans la pratique, très sommaire. En ce qui concerne les affaires industrielles, ce furent les représentants des entreprises privées qui l'appliquèrent. Il est vrai qu'en Allemagne, comme ailleurs, l'économie de la fuite du capital ne profita pas à l'ensemble des possédants. Les petits porteurs, qui avaient fait montre de leur patriotisme en souscrivant aux emprunts nationaux, furent ruinés par l'inflation. Par ailleurs, maints capitalistes allemands ou autrichiens qui avaient participé à l'hémorragie financière furent victimes pendant l'hyperinflation du monstre qu'ils avaient eux-mêmes contribué à créer. Quant aux systèmes bancaires des pays aux changes dépréciés, après avoir pu profiter un temps des affaires spéculatives générées par l'inflation, ils furent profondément affaiblis, au profit des autres centres financiers.

**UNE ALLIANCE INFORMELLE FUT NOUÉE ENTRE  
LES DÉTENTEURS DE CAPITAUX DES PAYS  
BELLIGÉRANTS D'EUROPE CONTINENTALE  
ET LES PLACES FINANCIÈRES QUI ACCUEILLIRENT  
LEURS FORTUNES**

L'économie politique de l'inflation avait donc un coût important. Pour les pays qui sombrèrent dans l'hyperinflation, il semble indiscutable que ce coût a été dans l'ensemble plus élevé que celui qu'une politique de rigueur aurait occasionné. Toujours est-il qu'après la guerre, une alliance informelle fut nouée entre les détenteurs de capitaux des pays belligérants d'Europe continentale et les places financières qui accueillirent leurs fortunes. Elle permit la préservation d'une partie du capital face aux impôts et à l'inflation. En toute logique, s'ils entendaient stabiliser leur monnaie, les gouvernements étaient désormais acculés à obtenir l'aval des détenteurs de l'argent exilé et des centres bancaires aux liquidités abondantes pour faire refluer le capital. Mais il fallait que les conditions offertes fussent très attractives. C'était le chantage qui eut lieu partout en Europe lors des stabilisa-



tions monétaires à partir du programme financier autrichien, amorcé à l'automne 1922 à la SDN. Il eut une fonction nodale dans la restauration conservatrice.

La petite Autriche, en proie à l'hyperinflation, eut ainsi le privilège immense d'être la première à être sauvée presque miraculeusement par le Comité financier de la Société des nations. N'était-ce pas là la preuve la plus flagrante de la mission humaniste dont s'était dotée l'organisation genevoise ? Bientôt, les miracles se succédèrent. En Allemagne, ce fut le plan Dawes, qui devait permettre à partir de 1924 le financement des réparations par de l'argent américain. Deux ans plus tard, Poincaré eut le chic français de se passer des crédits anglo-saxons : son programme budgétaire et le soutien des centres *offshore* neutres suffirent pour redresser le change. Au même moment, en Bel-

gique, ce furent les banquiers, qui avaient contribué à la chute du gouvernement en pariant à la baisse sur le franc belge, qui se chargèrent, avec l'aide de l'étranger, d'accomplir le tour de magie. Entre-temps, l'Europe de l'Est avait succombé, elle aussi, à la mystique monétaire. L'essence miraculeuse était partout identique.

Il s'agissait de rétablir la confiance pour attirer à nouveau les capitaux qui avaient déserté les économies inflationnistes. La recette se déclinait en trois étapes : annonce d'un programme de déflation avec l'appui de la finance internationale, lancement d'un grand emprunt sur les places financières étrangères pour réamorcer le courant des placements, accentuation des politiques de rigueur et de libéralisation afin de conforter l'attractivité du marché national.

Tel était le mécanisme fondamental du retour à la normale libérale en Europe après 1923. Si les années folles furent si conservatrices du point de vue des politiques économiques, ce fut donc surtout parce qu'après la révolution et l'inflation, le capital fut en mesure d'exiger d'être dignement rémunéré. Et il le fut : pour les emprunts internationaux, le 7 % remplaça le 3 % de la Belle Époque. Les exigences des créditeurs internationaux et les velléités de retourner à n'importe quel prix à l'âge d'or d'avant-guerre furent si outrancières qu'elles poussèrent les économies vers un nouveau désastre. Aux folies de

**SI LES ANNÉES FOLLES FURENT SI CONSERVATRICES DU POINT DE VUE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES, CE FUT DONC SURTOUT PARCE QU'APRÈS LA RÉVOLUTION ET L'INFLATION, LE CAPITAL FUT EN MESURE D'EXIGER D'ÊTRE DIGNEMENT RÉMUNÉRÉ**

l'inflation succédaient les excès de l'austérité. L'équation était simple : plus la monnaie était dépréciée et plus le pays était faible politiquement, plus élevées étaient les exigences des programmes de stabilisation. Ainsi, bien avant la Grande Dépression, les économies de l'Europe de l'Est plongèrent en récession. L'Allemagne, en dépit de l'hyperinflation, put s'en sortir plus honorablement grâce à sa puissance et à la volonté internationale de garantir sa stabilité politique et sa vitalité économique. Toutefois, elle ne connut pas après le plan Dawes une période d'intense prospérité. La conjoncture fut très variable jusqu'en 1929, l'économie allant de phases de croissance à des phases de ralentissement. Durant l'été 1926, le taux de chômage atteignit 18 %. La France, elle, qui se passa de la tutelle anglo-saxonne et dont le change ne s'était détérioré que modérément en comparaison de l'Allemagne, redevint à la fin de la décennie, pour un court laps de temps, une puissance financière de premier ordre.

Rien ne démontre mieux la radicalité des programmes de stabilisation monétaire que l'action de la SDN en Autriche. Ce fut le grand œuvre du Comité financier de l'organisation genevoise, ce club informel composé de banquiers privés, de banquiers centraux et de hauts fonctionnaires, dominé par la Banque d'Angleterre. Le succès qu'il obtint fut si éclatant qu'il servit de modèle pour tous les autres pays. A l'annonce de la préparation d'un plan financier, alors que l'Autriche était en hyperinflation, la couronne se stabilisa immédiatement. Ce miracle n'avait rien d'étonnant, puisque la commission chargée du redressement autrichien représentait directement les intérêts de ceux dont il fallait restaurer la confiance. Dans cette situation, le Comité financier aurait pu se contenter d'exigences modérées pour assainir les finances et la monnaie. Il n'en fit rien. Il dicta des conditions draconiennes, imposant le licenciement de 100 000 fonctionnaires et une tutelle internationale sur la politique budgétaire et la banque centrale. Il choisit, par ailleurs, de lancer un emprunt international gigantesque pour la petite Autriche et sa monnaie dépréciée. Son montant correspondait aux trois quarts environ de celui qui serait accordé selon le plan Dawes à l'Allemagne, un pays dix fois plus peuplé.

Ce programme de stabilisation endetta artificiellement l'Etat autrichien, alors que la dette avait été précédemment liquidée



par l'inflation. L'emprunt de stabilisation devait servir à consolider les déficits étatiques pendant plusieurs années, jusqu'à ce que l'équilibre budgétaire fût atteint. Profitant de la situation exceptionnelle engendrée par l'hyperinflation, le Comité financier surévalua fortement les besoins. L'équilibre budgétaire fut rétabli en une seule année. La dette créée par l'emprunt, elle, resta, obligeant le gouvernement à mendier son produit auprès des crédateurs et à se soumettre à leurs conditions, pendant que le versement des intérêts transférait à ces derniers une part importante des recettes étatiques. En même temps, les souscripteurs de l'emprunt purent profiter d'une affaire juteuse et sûre : dans la situation internationale tendue de l'année 1923, il était difficile d'en trouver une meilleure en Europe. Pour préserver la fameuse confiance, le gouvernement autrichien n'eut de cesse par la suite d'accentuer la libéralisation financière, pendant que les taux d'intérêt grimpaient vertigineusement. Il liquida presque intégralement l'imposition progressive sur les revenus des capitaux et les taxes sur les transactions financières. L'Autriche devint un eldorado pour les capitaux spéculatifs et le nouveau schilling, créé en 1924, fit montre d'une stabilité remarquable. Tout allait donc pour le mieux pour ces Messieurs de Genève.

La cure fut, cela va sans dire, extrêmement douloureuse pour l'économie autrichienne, comme pour tous les autres pays secourus par la Société des nations. Alors que les industries subissaient des coûts prohibitifs de financement, le chômage grimpa et resta à une moyenne de 12 % jusqu'à la Grande Dépression. Le commerce extérieur, lui, stagnait, à l'instar de celui de nombreux pays. La libéralisation financière n'apporta pas, en effet, une libéralisation commerciale en Europe. En dépit des appels de la SDN, les protections douanières, introduites après la guerre, furent largement maintenues pendant les années 1920. A vrai dire, ce paradoxe était consubstantiel à la méthode choisie pour stabiliser les monnaies. Comme la confiance nécessitait un démantèlement de la fiscalité directe, le budget ne pouvait être rééquilibré que par des baisses des dépenses et des hausses des taxes indirectes. Or, malgré les réductions de dépenses, aucun gouvernement ne parvint à les ramener au niveau d'avant-guerre de telle sorte que les droits de douane occupaient une fonction cruciale dans le financement public. Les barrières commerciales étaient incontestablement plus élevées en Europe durant les années 1920 qu'en 1913 et les

appareils étatiques étaient plus étoffés. En ce sens, le retour à la normale libérale fut doublement inachevé.

Mais, aux yeux de beaucoup, ce n'était là que des dommages collatéraux. L'infraction au libéralisme que constituait la hausse des dépenses publiques ne gênait pas démesurément les détenteurs de capitaux, puisque le prix de l'interventionnisme étatique ne reposait que très peu sur leurs épaules. D'autant plus que, grâce aux programmes de stabilisation, ils pouvaient influencer directement sur les politiques économiques. Plus encore que la Belle Époque, la seconde moitié des années 1920 marqua l'apogée politique de la finance internationale. Les nécessités du redressement monétaire avaient mis les gouvernements européens à sa merci. Partout, les impôts progressifs furent par conséquent drastiquement abaissés lors des consolidations monétaires : en France, le taux de l'impôt sur le revenu fut immédiatement divisé par deux. Les contrôles pour combattre l'évasion fiscale et la fuite des capitaux furent progressivement levés. A la fin de la décennie, les systèmes d'impôts et les régulations financières des pays européens convergeaient vers ceux des paradis fiscaux. Durant un bref instant, on put donc croire à un retour définitif au libéralisme financier de l'avant-guerre.

**A LA FIN DE LA DÉCENNIE, LES SYSTÈMES  
D'IMPÔTS ET LES RÉGULATIONS FINANCIÈRES  
DES PAYS EUROPÉENS CONVERGEAIENT VERS  
CEUX DES PARADIS FISCAUX**

**Les années folles, conservatrices et autoritaires**

Au milieu des années 1920, les placements internationaux avaient été réactivés. Les fuites des fortunes de l'après-guerre, depuis les pays inflationnistes vers les centres financiers, laissaient la place à des exportations de capitaux en sens inverse. L'étalon-or fut progressivement rétabli. Mais, en dépit des modernisations technologiques et des améliorations des méthodes de production, exception faite des États-Unis et des pays neutres, la plupart des économies occidentales étaient souffrantes après le choc déflationniste qu'on leur avait administré. La croissance manquait de vigueur, les salaires stagnaient, le chômage perdurait. D'ailleurs le système monétaire international lui-même n'avait que l'apparence de la stabilité. Les capitaux qui refluèrent vers les économies inflationnistes étaient en très large majorité des placements à court terme très spéculatifs, susceptibles à tout moment de se retirer. Quant à la collaboration monétaire internationale, elle fut rapidement surpassée par la



p. **102**

concurrence entre Londres, New York et Paris pour conquérir une position dominante, d'autant plus qu'en dépit de l'instauration du plan Dawes, il subsistait des désaccords profonds entre les puissances sur les réparations et les dettes de guerre. En germe, la crise bancaire européenne de 1931 se dessinait. La mise en place de l'étalon de change-or – la nouvelle appellation du régime monétaire parce que beaucoup de devises n'étaient plus ancrées directement à l'or mais à des monnaies de référence comme le dollar ou la livre sterling – ne fut parachevée qu'à la fin de la décennie. Ce ne fut donc rien d'autre qu'un système mort-né.

Telles furent les *Roaring Twenties*, austères et fébriles, mais la *flapper*<sup>[3]</sup> dansait. Du point de vue politique également, les années folles furent très conservatrices. Cette droitisation de la société européenne fut elle-même stimulée par les stabilisations monétaires. La confiance n'avait pas qu'une dimension

économique. Tout aussi importante était sa composante politique. Le conservatisme fut un impératif catégorique de la stabilisation : aucun gouvernement de centre gauche ne parvint à raccrocher la monnaie à l'or. Le capital tolérait peu, durant

l'entre-deux-guerres, de telles coalitions, même si elles pouvaient être un rempart, comme en Allemagne, à la révolution. L'inflation, la dépréciation des changes et la fuite des fortunes ne firent pas seulement table rase de l'imposition égalitaire d'après-guerre. Elles eurent aussi raison des gouvernements de gauche.

En Grande-Bretagne, ce fut après que MacDonald et Snowden chutèrent, en octobre 1924, que la livre fut définitivement stabilisée par le cabinet tory de Baldwin. En France, Herriot et Clémentel durent déposer les armes en 1925 en raison de l'opposition des détenteurs de capitaux et de la Banque de France à leur programme financier. Jusqu'en juillet 1926, des coalitions du Cartel des gauches se succédèrent, mais la fuite du capital et la spéculation à la baisse ne purent être stoppées que lorsqu'un gouvernement d'union nationale accéda au pouvoir. En Belgique, il en fut de même. Après l'échec de la stabilisation entreprise par le gouvernement de Pouillet et Vandervelde, Jaspar forma en 1926 une large coalition à orientation affairiste. En Autriche, les sociaux-démocrates abandonnèrent les rênes

**L'INFLATION, LA DÉPRÉCIATION DES CHANGES ET LA FUITE DES FORTUNES FIRENT TABLE RASE DE L'IMPOSITION ÉGALITAIRE D'APRÈS-GUERRE. ELLES EURENT AUSSI RAISON DES GOUVERNEMENTS DE GAUCHE**

[3] Jeune femme qui faisait fi des comportements conventionnels dans les années 1920.

du pays pendant l'inflation aux très conservateurs chrétiens sociaux. En Allemagne, finalement, la coalition de Weimar, dominée par les sociaux-démocrates, avait disparu dès 1920. Après l'hyperinflation, le conservatisme se consolida. Ce fut la droite du parti catholique qui dirigea le pays jusqu'en 1928. Les gouvernements des chanceliers Marx et Luther excluaient de leur rang les sociaux-démocrates, ceux qui avaient fondé la République. Ils ne craignaient pas, en revanche, d'intégrer parfois des représentants du DNVP, l'extrême droite antidémocratique.

On oublie trop souvent combien les années 1920 furent autoritaires. Il suffit, pour s'en convaincre, d'élargir le spectre géographique. Au sud et à l'est de l'Europe, la démocratie battait en retraite bien avant l'éclatement de la crise des années 1930. Après l'armistice, dans nombre de ces pays, la guerre avait été prolongée pendant plusieurs années par les révolutions, les guerres civiles et les conflits territoriaux. Or, à la suite de ces séismes interminables, la Société des nations rata totalement l'entreprise de consolidation politique, non seulement en raison des dissensions géostratégiques entre les grandes puissances, mais également à cause de la doctrine économique que l'organisation internationale professait. Les tendances autoritaires des années folles étaient profondément associées à la restauration financière. Les exigences des plans de stabilisation étaient si drastiques qu'il était extrêmement difficile de les faire valider par des parlementaires élus démocratiquement. Il était par ailleurs beaucoup plus aisé de mener avec de tels régimes des politiques clientélistes autour de l'octroi de crédits internationaux.

Certes, la Tchécoslovaquie faisait exception. La SDN pouvait l'exhiber pour prouver les succès de la démocratie libérale dans les pays neufs de l'Est, d'autant plus que l'économie tchécoslovaque se portait assez bien. Cependant, ce que les dirigeants de l'organisation genevoise ne disaient pas, c'était que la Tchécoslovaquie était un des rares pays à avoir stabilisé sa monnaie sans recourir à un grand programme selon les principes défendus par son Comité financier. Elle n'était pas le modèle du système genevois, elle était l'exception qui confirmait la règle. Ailleurs, il en allait tout autrement. Indéniablement, aux yeux des élites conservatrices européennes, l'étalon-or valait bien quelques entorses à la démocratie. Ne l'avaient-elles pas remarquablement prouvé, en octobre 1922, lorsqu'elles avaient été si unanimes à applaudir un retour à l'ordre en Italie ? Pour les zéloteurs



de l'orthodoxie financière, l'installation du régime musclé du Duce ressemblait, à ses débuts, non à l'avènement d'un révolutionnaire de droite, mais à la plus sûre des formules politiques. Ce n'était pas qu'un leurre : son ministre des Finances, un libéral, s'empressa de tenter de transformer l'Italie en un havre fiscal. L'adoration du Veau d'or était sans limite.

Le rétablissement des parités fixes des monnaies correspondait à la restauration d'un ancien régime, celui de la Belle Époque, des années glorieuses des rentes stables, de la démocratie formelle, de l'impérialisme financier. La vénération du

métal jaune eut quelque chose d'irrationnel. L'or devint un fétiche : à lui seul, il symbolisait le retour à la normale. Après l'éclatement de la crise bancaire européenne en 1931, plusieurs années de dépression

furent nécessaires pour détruire la fascination pour la relique barbare. Alors seulement, pendant que l'économie capitaliste plongeait dans la récession la plus grave de l'histoire contemporaine, de nouveaux principes économiques commencèrent à s'imposer. Ce ne fut qu'après une autre guerre mondiale qu'ils triomphèrent durablement des rigidités de l'orthodoxie.

Mais Karl Polanyi n'avait pas prédit que cette « *grande transformation* » ne serait pas définitive. Maintenant, on le sait trop bien. ■

**LA VÉNÉRATION DU MÉTAL JAUNE EUT  
QUELQUE CHOSE D'IRRATIONNEL. L'OR DEVINT  
UN FÉTICHE : À LUI SEUL, IL SYMBOLISAIT  
LE RETOUR À LA NORMALE**