

# ⊕ Les leçons des crises monétaires

De nature et d'ampleur différentes, chaque crise monétaire nécessite des remèdes adaptés. Mais toutes démontrent la fragilité du lien social sur lequel repose la monnaie.

**P**arler de crise monétaire, c'est évoquer la fragilité du contrat social sur lequel repose la monnaie. Historiquement, cette dernière se présente d'abord sous la forme d'un bien marchand particulier, le plus souvent un métal précieux, accepté comme moyen de règlement des dettes contractées dans l'échange (transaction commerciale) ou hors de l'échange (dettes financières) et conservé comme réserve de valeur. Sa valeur intrinsèque, définie par son poids, est ce qui garantit sa capacité de paiement. Elle peut être vérifiée au pesage et être garantie lorsque l'émission des pièces est centralisée et assurée par un souverain, dont l'effigie figure sur le verso de la pièce.

Les premières crises monétaires prennent la forme d'une rupture du contrat de confiance entre l'entité souveraine, émettrice de la monnaie, et ses sujets. En cas de pénurie d'or ou d'argent, en effet, la tentation est grande pour le souverain de réduire, à l'insu du public, la quantité de métal incorporée dans les pièces fabriquées, leur valeur faciale demeurant inchangée. Par cette manipulation

- fréquente au Moyen Age -, le Trésor public peut financer un niveau de dépenses plus élevé en réglant ses dettes dans une monnaie dévaluée.

## CONVERTIBILITÉ ET CRISE DE CONFIANCE

L'essor de la monnaie fiduciaire, en Chine d'abord à partir du VII<sup>e</sup> siècle, puis en Occident à la fin du Moyen Age, ouvre la porte à un autre type de crise centré sur la convertibilité en or ou en argent du papier monnaie émis. Détachée de sa base

Très vite, les banques découvrent qu'elles peuvent prêter bien au-delà des dépôts qu'elles ont collectés, les demandes de conversion en métal ne s'élevant en moyenne qu'à une fraction des sommes déposées. La création monétaire, qui procède ici de la sphère privée, expose cependant les banques à une demande d'encaisses métalliques supérieure à leurs dépôts. En cas d'activité de prêt excessive, la confiance dans cette monnaie de crédit peut se volatiliser, provoquant une ruée sur les dépôts.

## CRISE SYSTÉMIQUE ET DÉFIANCE GÉNÉRALE

La ruée bancaire, qui est souvent synonyme de faillite pour une banque particulière, ne constitue pas en soi une crise monétaire. Il en va différemment lorsque la banque concernée est suffisamment grande pour entraîner dans sa chute d'autres établissements bancaires, provoquant un mouvement général de défiance envers le système bancaire (d'où l'expression de banque de taille systémique pour qualifier cette grosse banque). La panique bancaire, dont l'exemple le plus spectaculaire est fourni par la Grande Dépression aux Etats-Unis (voir encadré page 30), peut résulter de la chute d'une banque de taille systémique, mais aussi d'un choc affectant l'ensemble du secteur bancaire, tel un krach boursier ou un krach obligataire.

Cette éventualité pose évidemment la question de la régulation du crédit et plus généralement de la capacité des autorités monétaires à prévenir et, le cas échéant, à enrayer les phénomènes de

**La tentation d'exporter la crise par la dépréciation compétitive des monnaies est toujours d'actualité**

métallique, la monnaie qui circule sous la forme de lettres de créance n'est acceptée comme moyen de paiement que dans la mesure où sa convertibilité en métal est strictement garantie. C'est le sens de l'adjectif fiduciaire, dérivé du latin *fides* qui signifie confiance. « Monnaie de confiance », le papier monnaie est à l'origine une reconnaissance de dette émise par un marchand qui permet à son détenteur de se faire payer en monnaie métallique auprès d'une banque. Par la suite, l'or et l'argent déposés dans les banques donneront lieu à l'émission de certificats de dépôt payables au porteur, pouvant donc servir de moyen de règlement des transactions.

### + LEXIQUE

**Cours forcé** : régime monétaire dans lequel le papier monnaie n'est pas convertible en or ou en argent.

**Hyperinflation** : accélération continue du taux d'inflation.

**Balance des paiements** : compte retraçant l'ensemble des opérations (échanges de biens et de services, mouvement de capitaux) impliquant des paiements en provenance ou à destination de l'étranger.

**Currency board** : régime monétaire dans lequel la parité est absolument fixe par rapport à une devise étrangère (généralement le dollar) et l'émission de monnaie strictement limitée par le montant des réserves de change dans la devise en question.

**Détente quantitative** : politique de rachat par la banque centrale des dettes publiques ou privées, visant à faire baisser les taux d'intérêt à long terme, mais aussi à encourager la dépréciation du taux de change.

panique. Ce rôle incombe aux banques centrales. Investies depuis le XIX<sup>e</sup> siècle du monopole de l'émission de billets, elles vont progressivement assurer un rôle de régulation de la liquidité bancaire et de prêteur en dernier ressort. Elles peuvent pour cela ajuster la quantité de monnaie qu'elles prêtent aux banques et fixer des normes prudentielles en matière de crédit (comme l'obligation de prévoir des réserves obligatoires), mais aussi intervenir dans le sauvetage d'institutions financières considérées comme *too big to fail*, trop grosses

pour faire faillite. A la suite de la Grande Dépression, d'autres mesures telles la garantie des dépôts ou encore la séparation des banques de dépôts et des banques d'affaires viendront limiter les risques systémiques associés à la position stratégique des banques dans le processus de création monétaire.

Éliminée au niveau des banques privées, la contrainte de convertibilité ne disparaît pas pour autant. Gérée par les banques centrales, elle se traduit dans le cadre de l'étalon-or par une obligation de couverture inté-

## 25 %

C'est la perte de valeur de la livre sterling consécutive à l'abandon de l'étalon-or en 1931.

grale de l'émission de billets par les réserves d'or du pays. En cas d'émission excessive, la hausse des prix et/ou l'excès de demande intérieure provoquent un déficit des échanges, dont le règlement en or force la contraction de la masse monétaire. Déterminée par le montant des réserves d'or, l'offre de monnaie n'est donc pas contrôlée par la banque centrale. La crise intervient lorsque la pénurie de réserves en or de la banque centrale et la déflation monétaire qu'elle impose entrent en contradiction avec les intérêts fondamentaux de la nation, comme dans le cas du financement d'une guerre ou encore lorsque la solvabilité de l'Etat est en jeu. Elle se résout par une suspension, voire par l'abandon de la convertibilité et l'instauration du cours forcé (•), qui protègent le stock d'or des banques centrales des demandes de conversion des agents privés, et libère la politique monétaire de la contrainte de défense du taux de change.

### DE LA PLANCHE À BILLETS À L'HYPERINFLATION

Historiquement, l'abandon de l'étalon-or et le passage à la monnaie de crédit, autrement dit à un système monétaire dans lequel la monnaie est un titre de créance n'ayant d'autre support que la confiance placée en elle, s'effectue entre la Première Guerre mondiale et la crise des années 1930. Affranchies de la contrainte de convertibilité, les banques centrales peuvent désormais, si nécessaire, monétiser, c'est-à-dire financer par la création monétaire, la dette publique. Dans le contexte de la guerre, marqué par une pénurie généralisée de ressources, le recours massif à la planche à billets ne

pouvait qu'attiser l'inflation. Au-delà d'un certain seuil, l'inflation constitue en effet un dérèglement monétaire majeur, qui ponctionne le pouvoir d'achat des salaires et fait fondre la valeur des dettes. Fortement pénalisés par l'érosion monétaire, salariés et créanciers ne disposent toutefois pas



Quartier des affaires à Buenos Aires (Argentine), juin 2002.

Adopté en 1991, le régime de *currency board*, qui ancrerait le peso au dollar, a été aboli le 11 janvier 2002.

Ali Burofi - AFP

des mêmes armes pour y faire face. Tandis que les premiers doivent se battre pour obtenir un rattrapage tardif et pas toujours intégral de leur pouvoir d'achat, les seconds peuvent cesser de prêter et placer leurs capitaux à l'étranger. Lorsqu'elle s'enclenche, comme dans le cas de l'Allemagne dans les années 1920, la fuite des capitaux déstabilise le marché des changes et provoque la dépréciation de la valeur externe de la monnaie. Si cette dépréciation n'est pas contrôlée, elle bouleverse l'ensemble des comportements économiques et des comportements de précau-

tion - chacun essayant de protéger ses revenus et son épargne -, mais aussi de spéculation. On assiste alors à un emballement des prix, des salaires et des taux d'intérêt, donc à une accélération de l'inflation susceptible de dégénérer en hyperinflation (●). Un phénomène dont feront l'expérience nombre de pays latino-américains dans les années 1980 et d'Europe de l'Est dans les années 1990.

**CRISE DE CHANGE ET DÉPRÉCIATION COMPÉTITIVE**

Avec le retour à l'étalon-or dans la seconde partie des années 1920, un autre type de crise

monétaire fait son apparition. Il se joue autour de la défense du taux de change dans un contexte de liberté des mouvements de capitaux. Vanté à l'époque pour ses vertus stabilisatrices, le régime d'étalon-or est incapable de bloquer une dégradation de la balance des paiements (●) dès lors que les capitaux circulent librement.

Le Royaume-Uni en fait le premier la triste expérience lorsque, sous la conduite peu éclairée de Winston Churchill, il décide de rétablir en 1925 la parité-or de la livre sterling à son niveau d'avant-guerre. Avec

**Les paniques bancaires aux Etats-Unis lors de la Grande Dépression**

**La crise bancaire qui frappe les Etats-Unis à partir de 1930** est indissociable du krach boursier de 1929 et de la bulle de crédit qui l'a précédé. Ruinés par l'effondrement des cours des actions, de nombreux investisseurs ne peuvent faire face à leurs obligations vis-à-vis des banques. Dans le cadre de l'étalon-or, l'afflux de capitaux européens aux Etats-Unis avait suscité une aisance monétaire sans précédent et une explosion de la dette privée, dont le niveau dépassait 200 % du produit intérieur brut (PIB) au moment du krach.

A la suite de la faillite de plusieurs petites banques, dans le Kentucky et le Tennessee à l'automne 1930, la défiance vis-à-vis du système bancaire se propage. En décembre 1930, une rumeur suffit à provoquer une ruée sur les dépôts de la Bank of United States, à l'époque la troisième plus grande banque sur la place de New York. Confrontées à une défiance généralisée, les banques gèlent leur activité de prêt et vendent leurs actifs pour rester liquides, ce qui entretient la spirale baissière de la Bourse et aggrave la dépression. Obnubilée par la défense de la parité-or du dollar, la Fed, la banque centrale américaine, ne baisse que lentement le taux d'intérêt. Surtout, elle refuse d'intervenir comme prêteur en dernier ressort, n'acceptant de refinancer les banques en difficulté qu'en échange de titres de qualité qu'elles ne possèdent plus.

Au printemps 1931, la faillite de la Creditanstalt et la crise monétaire qui s'en suit en Autriche, en Allemagne, puis au Royaume-Uni entraînent une seconde vague de dé-

fiance et de faillites bancaires aux Etats-Unis. Craignant que les Etats-Unis ne suivent l'Angleterre et abandonnent eux-aussi l'étalon-or, de nombreux investisseurs, imités par les banques centrales elles-mêmes, demandent la conversion en or de leurs avoirs en dollars, ce qui entraîne la contraction de la masse monétaire. En juin 1932, la panique s'empare des déposants, provoquant l'effondrement du système bancaire de Chicago. Début 1933, c'est

l'ensemble du système bancaire américain qui menace de s'écrouler, une menace qui ne sera endiguée que par la fermeture temporaire des banques décidée par l'administration Franklin Delano Roosevelt dès son entrée en fonction le 4 mars 1933 et l'engagement pris par la Fed de soutenir les banques en difficulté. Au total, sur 25 000 banques que comptaient les Etats-Unis avant la crise, 11 000 avaient fait faillite en 1933. ■

**200 %**

du PIB, c'est le niveau de la dette privée aux Etats-Unis, au moment du krach de 1929.

**Bank of United States en 1931.** Sur les 25 000 banques que comptaient les Etats-Unis avant la crise de 1929, 11 000 avaient fait faillite en 1933.



crition. Il  
fense du  
contexte  
nements de  
que pour  
es, le ré-  
capable  
ation de  
ts (●) dès  
circulent

n fait le  
expérience  
uite peu  
urchill,  
1925 la  
erling à  
re. Avec

ricain  
e qui  
e par  
raire  
e par  
anklin  
t dès  
ion le  
gège-  
iques  
iques  
rise,

une livre fortement surévaluée, l'équilibre des paiements extérieurs ne peut être défendu que par une politique monétaire restrictive et par une déflation dramatique des prix et des salaires. Cet équilibre fragile ne résistera pas à la Grande crise et plus précisément à la crise financière allemande de 1931, qui provoque le rapatriement des capitaux placés à court terme sur la place de Londres et le déchaînement de la spéculation contre la livre. Déjà confronté au chômage de masse et à la déflation, le gouvernement anglais décide alors d'abandonner l'étalon-or, laissant la monnaie perdre 25 % de sa valeur.

L'étalon-or a vécu, mais les crises de change demeurent. Elles constituent même un trait récurrent des systèmes de change fixe, qu'il s'agisse du système de Bretton Woods (1944-1971), du serpent monétaire (1972-1976), puis du système monétaire européen (SME, 1979-1999). A l'image de l'étalon-or avant la première phase de mondialisation financière au début du XX<sup>e</sup> siècle, un régime de change fixe n'est viable sur la durée que si les mouvements de capitaux sont raisonnablement contrôlés, comme ce fut le cas du système de Bretton Woods (voir encadré) ou, plus récemment, du régime de change chinois jusqu'en 2005. Plus les capitaux sont libres de circuler à l'extérieur des frontières nationales, plus la politique monétaire est contrainte par la défense du change et donc indisponible pour la poursuite d'objectifs intérieurs, tels le plein-emploi ou la stabilité des prix, ce que résume le triangle d'incompatibilité de Mundell (voir page 38). C'est cette contrainte extérieure qui a conduit la France à quitter le serpent monétaire en 1976, le Royaume-Uni à sortir du SME en 1992 ou encore l'Argentine à abandonner son *currency board* (●) en 2001.

S'il libère la politique monétaire, le flottement des monnaies se paie d'une instabilité des taux de change, ce qui constitue une

## La crise du dollar et l'effondrement du système de Bretton Woods

**Seule monnaie à demeurer convertible en or à l'issue de la Grande Dépression**, le dollar a logiquement acquis le statut de monnaie internationale après la Seconde Guerre mondiale, un statut officialisé par les accords de Bretton Woods de juillet 1944. Dans le régime monétaire institué par ces accords – le Gold Exchange Standard –, les parités fixes des monnaies sont définies par rapport au dollar, dont la valeur demeure fixe vis-à-vis de l'or. La stabilité du système repose sur la confiance des banques centrales et des investisseurs dans le dollar, confiance qui dépend en dernière analyse du rapport entre les dollars détenus en dehors des États-Unis et la valeur du stock d'or américain, au taux fixe de 35 dollars l'once.

Tant que le reste du monde a besoin des capitaux américains pour financer sa reconstruction et sa modernisation, le déficit de la balance de base (●) américaine ne pose pas de problèmes. Les dollars en excès peuvent

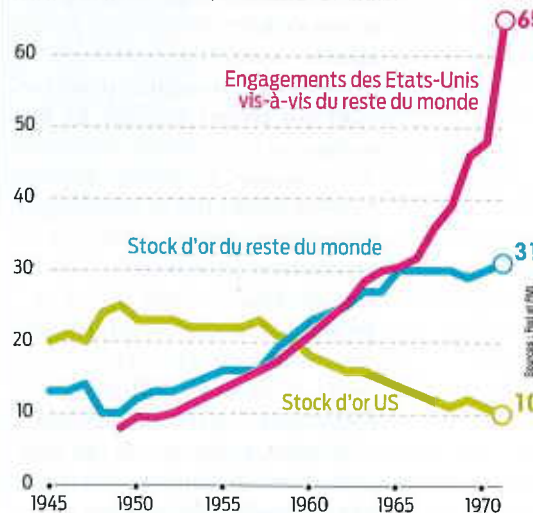
être accumulés par les banques centrales, ils constituent un actif aussi sûr que l'or et portant intérêt. L'instabilité du système se manifeste lorsque les sorties de capitaux américains (aide internationale, guerre du Vietnam, investissements directs) excèdent les besoins de financement du reste du monde. Ce point a été atteint à la fin des années 1950, date à laquelle le montant des réserves en dollars détenues par les banques centrales a dépassé la valeur du stock d'or américain à la

parité officielle (voir graphique), encourageant la spéculation sur une possible dévaluation du dollar par rapport à l'or. Accélérée par les demandes de conversion de dollars en or, la baisse du stock d'or américain rend la dévaluation toujours plus probable. Le point de rupture est atteint le 15 août 1971, lorsque le président Nixon annonce la fin de la convertibilité du dollar, prélude à l'effondrement du système de Bretton Woods et au flottement des monnaies. ■

### + LEXIQUE

**Balance de base** : compte des entrées et sorties de devises (monnaies étrangères) pour un pays donné, à l'exclusion des capitaux à court terme (considérés comme des opérations de trésorerie).

Stock d'or des États-Unis et du reste du monde et engagements extérieurs des États-Unis, en milliards de dollars



menace récurrente pour la stabilité financière et la liberté des échanges. L'impact des politiques récentes de détente quantitative (●) sur les taux de change, aux États-Unis, au Japon et désormais dans la zone euro, montre que la tentation d'exporter la crise par la dépréciation compétitive des monnaies est toujours d'actualité. Si les États ont retenu la leçon des années 1930 sur la stabilisation des systèmes bancaires en période de crise financière, ils résistent encore à instituer ce qui constitue le fondement

de la stabilité monétaire et financière internationale : une coopération internationale par une coordination systématique des politiques économiques. ■

JACQUES ADDA

### + EN SAVOIR PLUS

*Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, par Barry Eichengreen, Oxford University Press, 2011.

« *Resolution of Banking Crises : The Good, the Bad, and the Ugly* », par Luc Laeven et Fabian Valencia, *IMF Working Paper* n° WP/10/146, juin 2010, accessible sur [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10146.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10146.pdf)

« *Systemic Banking Crises Database : An Update* », par Luc Laeven et Fabian Valencia, *IMF Working Paper* n° WP/12/163, juin 2012, accessible sur [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf)