

*** Extrait n°1 : p. 138 à 141**

2.2.2.4. Du krach de 1929 à la déflation de 1929-1932

Dans l'euphorie des années vingt, la plupart des économistes étatsuniens étaient convaincus qu'aucune crise grave ne pouvait advenir. Irving Fischer a par exemple déclaré en 1928 : « rien ne peut survenir qui ressemble à un krach²⁴ », et en novembre 1929 : « [une] crise grave comme celle de 1920-1921 est en dehors de toute probabilité. »

Sa réputation d'économiste en a souffert. Certes, le capitalisme avait déjà connu des accidents boursiers, mais le système économique les avait digérés rapidement. Si le krach de 1929 a mal tourné, c'est que plusieurs mécanismes ont cumulé leurs effets ; certains sont propres à la crise, d'autres, déjà présents à l'état latent, ont été révélés par elle ; les erreurs de politique économique y ont aussi une grande part.

De nombreuses explications partielles ont été avancées, que l'on s'attache aux racines structurelles de la crise ou à des mécanismes spécifiques, à son déclenchement ou à son déroulement ; la crise de 1929 est aujourd'hui encore l'objet d'études et d'interprétations, complémentaires ou contradictoires (Hautcoeur, 2009).

Parmi les facteurs structurels invoqués, on peut citer :

- la surproduction des produits agricoles et de base, dont la chute des prix a entraîné des faillites de producteurs et de banques locales au fil des années 1920 ;
- une surproduction tendancielle de produits industriels, car les achats de nouveaux biens durables et notamment d'automobiles sont particulièrement sensibles à la conjoncture, car dispensables, reportables et réalisés à crédit (Olney, 1999) ; un haut de cycle semble avoir été atteint à l'été 1929 ;
- l'insuffisance de la hausse des salaires par rapport à la productivité, confirmée par l'essor du crédit à la consommation et les records atteints par les inégalités à la fin des années 1920 (Kumhof et Rancière, 2015) ;
- un surinvestissement probable, notamment dans l'immobilier. La correction brutale sur ce marché contribua à l'effondrement : après un pic de 937 000 en 1925, les mises en chantier avaient déjà ralenti 1933 ; l'emploi dans le bâtiment passe de 3 millions de personnes en 1929 à 400 000 en 1933 (Hautcoeur, 2009, p. 36).

Si chacun de ces facteurs a contribué à la crise, aucun ne peut expliquer à lui seul la profondeur de la crise. Selon l'interprétation aujourd'hui dominante, le mécanisme principal par lequel le krach boursier de 1929 a dégénéré en dépression est constitué par les crises bancaires, qui ont affecté l'économie états-unienne en plusieurs vagues à partir de la fin de 1930. Elles sont dues initialement aux défauts des brokers auprès desquels certaines banques s'étaient fortement engagées, notamment à New York. Sont ensuite venues les faillites bancaires en cascade et à l'assèchement du marché interbancaire, puis les défauts croissants des entreprises en difficultés. L'élément décisif a alors été l'absence de secours de la part de la Réserve Fédérale. La destruction progressive du système bancaire constitue le processus cumulatif majeur qui a transformé le krach boursier en dépression et en déflation subie : « Il y avait 29 000 banques aux États-Unis en 1921, et seulement 12 000 fin mars 1933 à l'issue d'une panique nationale qui avait contraint le nouveau président Roosevelt à fermer temporairement tous les établissements (*bank holiday*). »

Le credit crunch qui en a résulté a provoqué une contraction sévère de la demande intérieure. Selon Friedman et Schwartz (1963), l'engrenage principal est celui de la réduction de la masse

monétaire, qui a effectivement diminué d'un tiers entre 1929 et 1933, phénomène sans précédent dans l'histoire états-unienne. Cependant, l'offre de monnaie fixée par la politique monétaire n'est pas seule en cause : le recul de la masse monétaire s'explique aussi, et dans une large mesure, par la baisse de la demande de monnaie résultant de la chute de l'activité et des prix.

À l'époque, le secteur bancaire des États-Unis était très dispersé et peu régulé : 80 % des banques avaient un guichet unique et étaient sises dans des villes de moins de 10 000 habitants, ce qui les rendait très dépendantes de la conjoncture locale et des prêts interbancaires. Durant les prospères années 1920, 5 000 faillites de banques avaient déjà eu lieu sur un effectif initial de 29 000. Au Canada, une baisse équivalente de la masse monétaire a été digérée sans encombre par le système bancaire très concentré.

La violence du choc a déclenché une dépression qui a rapidement dégénéré en déflation, du fait de l'effondrement de la demande. Mais une fois amorcée, la déflation fonctionne comme un siphon, qui se renforce et aspire l'économie vers le bas. Dans le cas des États-Unis, la déflation a alimenté en retour la dépression par trois mécanismes principaux.

Le premier tient au rôle désormais central joué par le crédit dans le modèle de croissance états-unien. Le crédit à la consommation avait été le moteur des achats des ménages, la principale voie d'accès à l'American way of Life. Son arrêt fut durement ressenti par l'industrie et il a été accentué par le report des gros achats, les ménages attendant des prix futurs réduits : pour les biens coûteux acquis à crédit (radio, auto), les reports ont affecté jusqu'à la moitié des transactions. De plus, contrairement à ce qu'on pouvait attendre, les ménages endettés ont tout fait pour rembourser leurs emprunts, notamment pour que les biens acquis ne leur soient pas repris par les prêteurs (clause des *installment credits*). Aussi, les taux de défaut sont restés très modérés : en 1930, seules 5,4 % des voitures ont été reprises, contre 4 % en 1928. Ce taux n'a augmenté que lorsque les difficultés se sont aggravées : il a atteint 10,4 % en 1932. En revanche, dès 1930, l'effort d'épargne des ménages les a contraint à réduire fortement leur consommation. Selon Olney (1999), ce mécanisme explique l'essentiel du recul de la demande agrégée et le démarrage de la dépression. Du côté des firmes, les grandes entreprises sont parvenues généralement à dégager des liquidités mais les entreprises de taille moyenne n'ont plus pu accéder au crédit. Pour retrouver de la liquidité, elles ont licencié et baissé leurs prix, ce qui a alimenté la déflation et la dépression, multiplié les faillites et aggravé en retour la situation des banques.

Le deuxième mécanisme en spirale de la déflation concerne les évolutions relatives des prix, des salaires et des profits. Pour compenser la chute des prix, les firmes ont cherché à réduire les salaires. Mais comme dans le cas britannique, des résistances à la baisse se sont fait jour et les firmes ne sont pas parvenues pas à réduire les salaires au même rythme que leurs prix de vente. Dans le contexte états-unien, l'explication centrale a sans doute été la constitution de marchés internes du travail, les firmes cherchant à limiter le turn-over et à améliorer la qualité de leur main d'œuvre. Le facteur travail devenant plus stable et les employeurs ne licenciant qu'en dernier ressort, les salaires nominaux n'ont été réduits que tardivement (Bernanke, 2000). Les salaires réels ont alors augmenté, et même si la hausse fut modeste représentant moins de 10 % de 1929 à 1933 (Hautcoeur, 2009, p. 55), les profits en ont pâti, contribuant au recul de l'investissement, affaiblissant immédiatement la demande et l'offre dans un second temps.

Enfin, troisième mécanisme interne de renforcement, la déflation a fait croître le taux d'intérêt réel, enclenchant le mécanisme de déflation par la dette analysé par Irving Fisher (1933). Les agents débiteurs, ménages et entreprises, ont vu le volume de leurs dettes croître mécaniquement et les remboursements s'alourdir. Le désendettement est devenu leur priorité, ce qui les a conduit à liquider les valeurs mobilières et les stocks qu'ils détenaient, concourant à la chute des prix de biens et d'actifs (déflation). Les ressources affectées au désendettement n'ont pu être dirigées vers l'investissement ou vers les salaires, qui ont chuté (dépression). Le poids croissant des remboursements a réduit les dépenses des agents et s'est traduit par une destruction de monnaie qui a réduit la masse monétaire : la demande globale s'est trouvée asséchée, entretenant la déflation subie et la dépression.

2.2.2.5. Les mesures orthodoxes inopérantes face à la crise déflationniste

Démunie face au krach, produit du laisser-aller financier des années 1920, l'analyse libérale l'a été tout autant face à la mécanique de la déflation et de la dépression, qui se sont déployées durant plus de 3 ans. Le *credo* dans les vertus ré-équilibrantes de l'économie de marché n'a offert aucune solution face aux mécanismes internes de renforcement de la crise. En atteste le pathétique « la reprise est au coin de la rue » prononcé par le président Herbert Hoover fin 1930.

Certes, des erreurs de politique monétaire ont été commises : comme l'ont souligné Friedman et Schwartz (1963), la Fed n'a pas secouru efficacement les banques états-uniennes, et même de moins en moins à mesure que la crise s'approfondissait. La réduction de la masse monétaire d'un tiers, phénomène unique dans l'histoire des États-Unis, aurait pu ...

* **Extrait n°2 : p. 153 à 160**

2.2.3. DÉSÉQUILIBRES INTERNES ET CRISE GLOBALE

Durant les années 1930, d'autres nations ont mené des expériences de politique déflationniste, assez semblables à celle du Royaume-Uni. Face aux échecs enregistrés, l'issue choisie par les gouvernements a été le repli sur leur économie nationale, une « issue » qui s'est rapidement avérée être une impasse et a contribué à généraliser la crise.

2.2.3.1. Déflations compétitives dans le bloc-or

Les pays qui ont gardé leur monnaie arrimée à l'or ont eu à subir les mêmes effets que le Royaume-Uni après 1920 : leurs prix extérieurs se sont révélés trop élevés et ils ont dû décider des politiques de déflation compétitive. Ce fut le cas de la Nouvelle-Zélande en 1925, de l'Italie en 1926-1927, du Japon en 1929, de l'Allemagne et de l'Australie en 1931-1932 et de la France en 1935. Les coûts sociaux importants de ces politiques déclenchèrent parfois des réactions violentes : il y eut d'authentiques émeutes en Australie et en Nouvelle-Zélande en 1932, des marches de la faim en Angleterre.

La France fut touchée tardivement par la crise internationale (39). En 1928, le franc fut rattaché à l'or à une valeur fortement dépréciée, de 80 % (franc Poincaré) ; mais le maintien entêté de la convertibilité-or par la suite ramena la crise, qu'une dévaluation supplémentaire appropriée aurait écarté. Mais en réaction à l'inflation forte de 1924 à 1928, les épargnants se sont accrochés au franc Poincaré. Le pays s'est enfoncé dans

*note 39 : Une recherche récente a néanmoins montré que le système bancaire français a été affecté dès la fin 1930 : même si les grands établissements en ont peu souffert, 30 % du système bancaire hexagonal a disparu, les Français ayant retiré pratiquement un quart de leurs dépôts. Patrice Baubeau, Éric Monnet, Angelo Riva et Stefano Ungaro, 2018, *Flight-to-safety and the Credit Crunch : a New History of the Banking Crisis in France during the Great Depression*, Banque de France, Working Paper n°698, novembre.*

les difficultés à partir de 1932 et n'en est pas sorti jusqu'à la guerre. En 1938, la production française n'avait toujours pas retrouvé son niveau de 1929. Pour faire face à la crise, la Troisième République eut recours aux coupes budgétaires et à la déflation. En 1935, le président du Conseil, Pierre Laval, engagea des mesures déflationnistes drastiques. Dépourvu de connaissances en économie, il était convaincu comme d'autres (Philip Snowden au Royaume-Uni notamment) que l'équilibre du budget devait être sauvegardé à n'importe quel prix.

Les décrets du 16 juillet (qui seront complétés par ceux du 8 août et du 30 octobre) stipulaient une baisse générale de 10 % des dépenses de l'État. Il ne s'agissait pas d'une première : en avril 1934, Gaston Doumergue avait déjà taillé de 4 milliards de francs dans les dépenses publiques (soit presque 10 %) et amputé les dépenses de fonctionnement de 10 %, essentiellement

par des suppressions de postes mais aussi par des baisses des traitements, des retraites et des pensions d'anciens combattants. Les ministères touchés avaient déclenché une sorte de guérilla qui avait annulé la traduction concrète de ces décisions. Ce ne fut pas le cas avec les décrets Laval. Il s'était entouré d'un *brain trust* où figuraient notamment Claude-Joseph Gignoux, futur président du patronat français, et Jacques Rueff.

Celui-ci écrivit fin 1933 que « les troubles présents sont apparus précisément au moment et dans la mesure où l'on a empêché de jouer le mécanisme régulateur sur lequel reposait le système », exprimant de cette manière son attachement à l'orthodoxie.

Pour sortir de la crise, il préconisait de rendre aux prix leur flexibilité à la baisse, conformément à la tradition libérale. Pour faire passer les mesures d'austérité, le gouvernement imposa une réduction de 10 % des tarifs du gaz, de l'électricité et des loyers, qui entra lentement et partiellement dans les faits. Comme dans les autres pays, cette austérité salariale et budgétaire accentua la crise car elle atrophia des débouchés déjà réduits. Politiquement, elle contribua à pousser l'électorat plus à gauche lors des élections de 1936.

Léon Blum, président du Conseil de juin 1936 à juin 1937, est le seul dirigeant européen à avoir proposé des solutions alternatives à la déflation compétitive dans le cadre d'une démocratie parlementaire. En juin 1936, *deux millions d'ouvriers* occupent leurs usines, dans une atmosphère de liesse et de décompression après des années de restrictions imposées par les politiques déflationnistes ; leurs visées ne sont pas révolutionnaires et les dirigeants syndicaux n'ont aucune difficulté à orienter le mouvement vers des négociations salariales et portant sur le temps de travail : les accords Matignon du 7 juin prévoient une hausse de 15 % en moyenne de salaires et le principe des conventions collectives. La semaine suivante, Léon Blum fait voter la semaine de 40 heures et deux semaines de congés payés pour tous les salariés, à l'exception de ceux des petites entreprises. Mais la dévaluation du franc, sous la pression des marchés et contre la promesse publique de Blum, lui fait perdre le soutien des classes moyennes. La réduction du temps de travail est appliquée de manière rigide et les hausses de salaires sont accordées davantage pour des raisons de paix sociale que pour accroître le pouvoir d'achat des salariés dans une logique keynésienne ; elles sont bientôt rattrapées par l'inflation et ne stimulent pas, en fin de compte, la consommation.

En Italie, Mussolini mène, dès son arrivée au pouvoir en 1922, une politique économique dans le droit fil de la tradition libérale. À l'origine, le programme économique du fascisme comporte un volet social : Mussolini instaure la journée de travail de 8 heures et la semaine de 40 heures en 1923, interdit le travail de nuit des femmes et des mineurs. Néanmoins, ces mesures ne s'appliquent que dans les firmes de grande taille. Il lance un programme de santé publique, multiplie les colonies de vacances et les centres sportifs pour la jeunesse, avant le Front populaire en France. Cependant, la « bataille pour la lire » qu'il a menée en 1926 pour des motifs de prestige national et la surévaluation qui s'en est suivie l'obligent à mener une politique de dévaluation interne, réduisant autoritairement les salaires de 20 % en 1927. Le Pacte Vidoni de 1925, signé par la Cofindustria et le régime fasciste, avait préalablement aboli les syndicats de travailleurs et les avait remplacés par le système du « corporatisme » italien, un syndicalisme national contrôlé par l'État fasciste dans lequel ouvriers et patrons sont censés conjuguer leurs efforts pour atteindre une plus grande productivité. L'augmentation de la production est considérée comme le meilleur remède à la pauvreté. Les grèves sont déclarées hors la loi en 1926, les salaires augmentent peu. Trois instituts, théoriquement autonomes mais financés sur fonds publics, sont fondés pour soutenir et subventionner les banques et les industries en difficulté, notamment après l'onde de choc de la crise de 1929 : la Société pour le financement de l'industrie italienne (Sofindit) créée en octobre 1931, l'Institut mobilier italien (Imi) installé en novembre 1931 et l'Institut pour la reconstruction industrielle (IRI) fondé en 1933. Mais aucune banque ni la banque centrale ne sont nationalisées. La politique économique du Duce s'avère ainsi être une politique de soutien direct et indirect aux industriels et à la finance, qui accroît violemment les inégalités en Italie (exonérations fiscales nombreuses, abolition de l'impôt sur les successions à l'intérieur du cercle familial en 1923, arrangements généralisés avec le fisc, capital étranger exonéré de tout impôt...).

2.2.3.2. La déflation Brüning en Allemagne

Lorsque le choc de la crise de 1929 survient, le premier chancelier de la République de Weimar, Hermann Müller, se trouve à la tête d'une coalition hétéroclite. Aussitôt, elle éclate : face à l'épuisement du fonds d'aide aux chômeurs, le gouvernement doit choisir entre la réduction des allocations et la hausse des impôts. Les socialistes rejettent la première solution et les conservateurs la seconde. Le gouvernement Müller contacte la banque d'investissement new-yorkaise Dillon Read dans l'espoir d'obtenir un prêt pour couvrir les dépenses courantes de l'État. La réponse qui lui est donnée est que les investisseurs états-uniens ne peuvent avoir confiance dans un gouvernement qui n'équilibre pas son budget. Contraint de rassurer les créiteurs américains, qui, de plus, commencent à rapatrier leurs capitaux à New York suite au krach, le gouvernement allemand décide de réduire les indemnités chômage, ce qui provoque la colère des syndicats et la chute du gouvernement, du fait du retrait des sociaux-démocrates. Durant trois ans, l'Allemagne est dirigée sans majorité parlementaire.

De mars 1930 à mai 1932, Heinrich Brüning occupe les fonctions de chancelier. Aucune majorité stable n'émergeant au parlement, il gouverne par décrets contresignés par le président Paul von Hindenburg, qui ont force de loi comme le permet l'article 48 de la Constitution de la République de Weimar. Libéral en économie, Brüning prend 4 décrets d'urgence entre juillet 1930 et décembre 1931 qui mettent en œuvre une politique d'austérité budgétaire sévère. Le traitement des fonctionnaires est réduit de 12 à 16 %, les allocations chômage deviennent plus restrictives et sont amputées de moitié, la couverture maladie disparaît quasiment pour les moins de 21 ans, les retraites sont diminuées et les transferts aux collectivités locales sont rabotés. Au total, les dépenses publiques chutent de 28 % entre 1930 et 1932. Brüning propose que les salaires reviennent au niveau de janvier 1927 et s'efforce de compenser ces réductions par une baisse des loyers et des prix qui s'avère, comme ailleurs, bien moins rapide. Cela lui vaut l'hostilité populaire et le surnom de « chancelier de la faim ». En même temps, les impôts sont relevés et de nouvelles taxes créées, plombant le pouvoir d'achat. Le seul succès remporté par Brüning est la cessation du paiement des réparations, obtenue en 1931 ; mais pour le reste, le résultat de sa politique déflationniste est d'enfoncer plus encore l'économie allemande dans la crise en atrophiant la demande globale.

Sur le plan politique, le résultat de la colère et de la souffrance sociale est une montée en flèche du poids des partis extrêmes, le parti communiste et le parti nazi, lequel passe électoralement de 2,6 % des voix en 1928 à 18,5 % en septembre 1930 (dissolution ratée de Brüning), à 37,7 % en juillet 1932 et finalement à 44,6 % en mars 1933 (élection manipulée par le parti nazi, notamment suite à l'incendie du Reichstag en janvier, attribué aux communistes révolutionnaires dont de nombreux dirigeants sont emprisonnés ; malgré cela, les électeurs allemands n'ont jamais donné de majorité absolue à Hitler). Hindenburg remplace Brüning par le baron Fritz von Papen (juin à novembre 1932). La République de Weimar devient un État autoritaire, qui renvoie de manière arbitraire le gouvernement légalement élu de l'État de Prusse, dernier bastion de la gauche en Allemagne. Le général Kurt von Schleicher succède à von Papen. Brüning, qui garde l'oreille du président (âgé, 83 ans), le convainc que la fin de la crise gouvernementale passe par l'entrée du parti nazi, désormais le premier d'Allemagne, au gouvernement. Hitler exige le poste de chancelier et l'obtient, von Papen comptant sur l'inexpérience politique d'Hitler pour l'instrumentaliser et continuer à prendre les décisions en tant que vice-chancelier. Ce choix ouvre politiquement la voie à la dictature nazie.

Le lien entre le vote nazi et le chômage a été récemment précisé : certes, le taux de chômage passe de 4,3 % en 1928 à 17,4 % en 1932 (6 millions de chômeurs), mais les chômeurs votent majoritairement pour le parti communiste. La base électorale du parti nazi est plutôt constituée de la petite et moyenne « bureoïsie » (employés, fonctionnaires, commerçants et artisans), traumatisée par la crise, et de la bourgeoisie industrielle, effrayée par la montée des « rouges⁴⁴ ». Une étude fine des effets locaux de la politique de déflation sur les votes par département montre un lien très fort entre l'intensité de l'austérité et l'intensité du vote en faveur du parti nazi ainsi que des adhésions

au parti nazi. Pour Paul Krugman, « Ce n'est pas l'hyperinflation de 1923 qui a porté Hitler au pouvoir, c'est la déflation et la dépression de Brüning ».

À chaque fois, la méthode rappelle l'expérience britannique où l'austérité monétaire, budgétaire et salariale se cumulent. Selon le contexte national, il a pu en résulter une radicalisation politique favorisant les partis extrêmes. Dans chaque cas également, les rigidités existantes et notamment la résistance à la baisse des salaires nominaux ont limité l'ampleur de la baisse des prix. Mais *in fine*, toutes ces expériences ont dégradé la situation économique nationale, ce que l'analyse keynésienne permet de comprendre par le fait que ces politiques étouffent la croissance en sacrifiant la demande à l'offre (voir infra).

2.2.3.3. *L'escalade protectionniste : chacun pour soi et la crise pour tous*

Face aux échecs des politiques déflationnistes menées dans leurs économies, les gouvernements se tournent vers la recherche de débouchés extérieurs. Après avoir expérimenté la déflation compétitive, les dévaluations compétitives se multiplient dans les années 1930 ainsi que les tarifs douaniers protectionnistes.

Les dévaluations se produisent en cascade. Les premières ont pour but de repasser la crise à ceux qui n'ont pas encore dévalué, puis s'ajoute une logique de rétorsion défensive qui rend le phénomène cumulatif. Les premières ont lieu dès 1929 (**Franc Poincaré en 1928**) mais c'est le décrochage de la livre le 21 septembre 1931 qui déclenche une véritable vague d'abandons de l'étalon de change-or et de dépréciations⁴⁷, et l'abandon de la plupart des efforts de coopération internationale.

Comparativement à la déflation, la dévaluation est relativement indolore : outre que la mesure évite d'avoir à continuer à défendre la monnaie, opération coûteuse en métaux précieux et en devises, elle stimule les exportations par la baisse de leur valeur en devise et renchérit les importations. Il s'agit d'une victoire tardive pour les « dévaluateurs » face aux « déflateurs ». Mais, arrivant trop tard, les dévaluations ne règlent rien. Car, à la croisade contre les moteurs internes de la demande globale justifiée par les préceptes de l'orthodoxie libérale, succède une compétition éperdue où, chacun essayant de repasser la crise à son voisin, les débouchés extérieurs se ferment pour tous.

Le protectionnisme s'exprime aussi de manière directe avec la remontée des tarifs douaniers. Pour faire face à la dépression, les États-Unis ouvrent les hostilités en juin 1930 avec les tarifs Hawley-Smoot, qui augmentent de 40 % les droits sur le blé, le coton, la viande et les produits industriels. Incapables de sortir de ses difficultés, l'économie dominante tente de se refaire aux dépens du reste du monde, de ses « partenaires » commerciaux. En réponse, elle obtient une vague de rétorsions commerciales et monétaires. Les États-Unis essayent alors, dans le cadre nouveau de la SDN, d'organiser des conférences internationales sur le désarmement douanier.

Un véritable ballet diplomatique s'ouvre entre les grandes puissances, mais les conférences monétaires internationales organisées sont toutes des échecs, y compris la dernière qui se tient à Londres en juin 1933. En 1932, les Tories Britanniques, qui ont acquis une majorité historique aux élections d'octobre 1931, votent l'Import Duties Act qui impose des droits de douane de 10 % sur toutes les importations hormis celles provenant de l'empire britannique.

Les pays en développement, très dépendants des prix des matières premières et des marchés des métropoles, prennent de plein fouet la contraction du commerce mondial. Pour beaucoup d'entre eux, le recul des exportations en volume dépasse 50 %⁵⁰ et l'on peut y voir la genèse du sous-développement du Tiers-Monde.

L'escalade protectionniste constitue une recherche d'issue logique face aux contraintes internes sur la demande que les politiques économiques déflationnistes ont créé. On peut, de ce fait, y voir une illustration de la thèse marxiste de l'impérialisme comme fuite face aux contradictions internes du capitalisme. Le fait est que chaque nation riche a cherché à sauver son économie au détriment de ses « partenaires » commerciaux et, à l'époque, de ses colonies, dans une fuite en avant généralisée et vaine – vaine précisément parce que généralisée. On peut y lire le constat d'échec des

politiques économiques qui n'accordent aucune place au risque de contrainte sur la demande globale, ou une place marginale insuffisante. C'est ce que Keynes va établir dans l'analyse économique.