



INSTITUT
COPPET

La monnaie
Ce que tout le
monde devrait
en savoir

LOUIS
BAUDIN

www.institutcoppet.org



La monnaie

Ce que tout le monde devrait en savoir...

Quatrième édition revue et augmentée
1947

Louis Baudin

Professeur à la Faculté de Droit de Paris.



Paris, décembre 2011

Institut Coppet

www.institutcoppet.org

Cette œuvre est diffusée sous
[licence Creative Commons](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)



Du même auteur

- L'Empire socialiste des Inka, Institut d'Ethnologie, Paris, 1928.*
- La vie de François Pizarre, N.R.F. Gallimard, Paris. 1930.*
- Le crédit, Éditions Montaigne, Paris, 1934.*
- La monnaie et la formation des prix, Librairie du Recueil Sirey, Paris, 1936 (ouvrage couronné par l'Institut).*
- Les illusions du crédit, Éditions Lévesque, Montréal, 1936.*
- L'utopie soviétique, Librairie du Recueil Sirey, Paris, 1937.*
- La monnaie, ce que tout le monde devrait en savoir, Librairie de Médicis, Paris, 1938. (Traduction espagnole, Libreria Hachette, Buenos-Aires, 1939 ; traduction portugaise, Libreria Martins, Sao-Paulo, 1940).*
- La réforme du crédit, Librairie générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1938.*
- Le système non réglementé des relations économiques internationales, source de paix ou de guerre ? Institut international de Coopération intellectuelle, Paris, 1939.*
- Le mécanisme des prix, Librairie générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1940.*
- Le corporatisme, Librairie générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1941. – Nouvelle édition, Paris, 1942.*
- Précis d'histoire des doctrines économiques, Éditions Domat Montchrestien, 3^e édition, Paris, 1943.*
- L'économie dirigée à la lumière de l'expérience américaine, Librairie générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1941.*
- Essais sur le socialisme : Les Incas du Pérou, Librairie de Médicis, 2^e édition, Paris, 1944.*
- La consommation dirigée en France en matière d'alimentation(en collaboration avec Mme Baudin), Librairie générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1942.*
- Le problème des élites, Éditions de l'Institut d'études corporatives et sociales, Paris, 1943.*
- Manuel d'économie politique, Librairie générale de Droit et de Jurisprudence, 2 vol., Paris, 1944.*

Table des matières

Du même auteur	3
Chapitre Premier – La monnaie se forme spontanément.....	5
Chapitre II – La monnaie se forme graduellement : des blocs de sel aux chiffres en banque.....	6
Chapitre III – Le temps est un élément de la monnaie	10
Chapitre IV – L’Etat n’est ni tout-puissant, ni impuissant.....	12
Chapitre V – La nature de la monnaie n’a rien de mystérieux	13
Chapitre VI – La souveraineté monétaire est unique : la loi de Gresham	16
Chapitre VII – L’argent-métal, parent pauvre	17
Chapitre VIII – L’or est toujours roi	20
Chapitre IX – Comment les monnaies sont hiérarchisées et lancées dans la circulation	26
Chapitre X – Un système monétaire qui a fait ses preuves : le monométallisme-or	29
Chapitre XI – Le bimétallisme est un système monétaire agonisant.....	35
Chapitre XII – L’histoire mouvementée de l’étalon de change d’or	36
Chapitre XIII – La monnaie agit sur les prix mais son action échappe au calcul	39
Chapitre XIV – L’inflation est toujours une source d’injustices.....	42
Chapitre XV – Les inconvénients de la dévaluation varient avec le temps et les lieux	51
Chapitre XVI – Comment réaliser la stabilisation souhaitable	56
Chapitre XVII – Le péché d’orgueil : la direction monétaire	60
Chapitre XVIII – Plus la France tend vers la démagogie, plus la France se détériore	66
Chapitre XIX – La guerre des monnaies en temps de paix	74
Chapitre XX – La monnaie dans l’économie de guerre franco-britannique (<i>Septembre 1939 – Juin 1940</i>).....	82
Chapitre XXI – Les métaux précieux depuis 1939 et les futurs systèmes monétaires.....	85
Chapitre XXII – Le franc sous l’occupation allemande (<i>1940-1944</i>).....	92
Chapitre XXIII – Lendemain de libération	95
Conclusion.....	102

Chapitre Premier – La monnaie se forme spontanément

Comment un paysan français ayant des lettres noterait ses observations sur son livre de raison si le franc français, descendant la pente des inflations et des dévaluations, perdait presque complètement sa valeur, comme le fit le mark allemand en 1923.

« J'arrive sur la place de mon village, déjà grouillante de monde, et je dépose à mes pieds les produits de ma ferme : des paires de poulets, ficelés par les pattes, et des paniers où des mottes de beurre, enveloppées dans des feuilles, reposent sur un fond d'œufs frais et lisses. Je ne suis pas sans inquiétude, car les billets de banque, dont nous avons coutume de nous servir dans le pays, sont refusés par tout le monde depuis que le gouvernement les a émis par tombereaux entiers. Il en faut déjà une pleine brouette pour payer le pain ou la viande du mois. Nous sommes donc un peuple sans monnaie. Comment les choses vont-elles se passer ?

« Je me suis installé près du marchand de poteries, car je convoite quelques bols polychromes, alignés sur un tréteau de bois comme des soldats à la revue. Un voisin du bas-bourg nous rejoint, portant sur son épaule des châles et des foulards, parmi lesquels je compte bien choisir ce que la ménagère a précisément dit de lui acheter. La conversation s'engage. Nous nous apercevons que chacun de nous désire une partie de ce que les autres possèdent. Voilà qui va bien. Or il se trouve qu'au bout d'un instant de discussion, nous sommes si bien embrouillés dans les échanges beurre-poteries, poulets-châles, châles-poteries, châles-œufs..., etc., que nous n'y comprenons plus rien. Je propose alors de prendre pour unité un œuf. Tout s'éclaire : nous tombons d'accord sur l'estimation de mon beurre, de mes poulets, de leurs châles et de leurs bols en termes d'œufs. Nous discutons encore, parce qu'une affaire entre gens de bien ne se traite pas à la va-vite, comme une maladie, mais finalement les échanges se font.

« Mes œufs n'ont pas été manipulés ; mais ils ont servi de dénominateur commun, comme me l'explique l'instituteur ; ils ont rempli une première fonction monétaire : celle de *mesure de valeur*. Ils sont devenus une monnaie de compte et je commence à les regarder avec quelque respect.

« Voici que passe un rebouteux de ma connaissance : C'est un habile homme qui d'une chiquenaude a remis en place la semaine dernière mon genou qui s'était déboîté. « Je ne suis pas un ingrat, lui dis-je, et tout service mérite récompense. Prenez donc de ma marchandise, à votre convenance. » Il me remercie, mais il hésite, car il possède en abondance tout ce que je lui offre ; il accepte cependant. « Donnez-moi vos œufs quand même, dit-il. Les œufs, on trouve toujours à les échanger contre autre chose. » Mes œufs ont ainsi acquis une qualité nouvelle, ils sont devenus monnaie-marchandise, ils remplissent une deuxième fonction monétaire, celle d'*instrument d'échange*. C'est bien de l'honneur pour eux.

« Une heure après, comme je quitte le café du Commerce, où j'ai dignement terminé la matinée, je rencontre mon rebouteux. « J'ai gardé une douzaine de vos œufs, me dit-il, je me servirai d'eux pour acheter des pâtes demain ; l'épicier est aujourd'hui complètement démuní. » Mes œufs vont remplir une troisième fonction monétaire, celle de *réservoir de valeur*, d'*instrument d'épargne*. Ils sont une véritable monnaie.

« Ne convient-il pas, puisqu'il en est ainsi, d'estimer mes œufs plus que je ne l'ai fait jusqu'ici ? Ce choix flatteur dont ils viennent d'être l'objet ne justifie-t-il pas de ma part une hausse de leur prix ? Ils ont acquis une *valeur monétaire* qui s'ajoute à leur *valeur*

commerciale, et je m'en réjouis. Mais, deux jours plus tard, un voisin qui vient me voir répond sans le vouloir aux questions que je me suis posées ; il m'apprend que le rebouteux, tout malin qu'il est, a buté contre une pierre, qu'il est tombé, que son panier s'est renversé et que les œufs ont fait une omelette, à la grande joie des gamins. J'en conclus que mon raisonnement est exact dans le cas d'une bonne monnaie, mais que les œufs sont une mauvaise monnaie, et toute leur gloire s'évanouit à mes yeux...»

Chapitre II – La monnaie se forme graduellement : des blocs de sel aux chiffres en banque

Mesure de valeur ou dénominateur commun moyen d'échange, réservoir de valeur ou instrument d'épargne, *telles sont les trois fonctions de la monnaie* que nous venons de dégager à la fois dans leur ordre historique et dans leur ordre logique. Mais notre exemple a abouti à un échec. Quelles conditions sont donc nécessaires pour qu'une monnaie puisse circuler ? Il n'y en a qu'une : elle doit être *acceptée* par les échangistes¹.

Pour être accepté comme dénominateur commun, l'objet devenu monnaie doit être divisible, homogène, et présenter une grande valeur sous un faible volume : la circulation exige de telles commodités. Pour servir de moyen d'échange, cet objet doit bénéficier d'une demande générale. Pour jouer le rôle de réservoir de valeur, il doit être durable et de valeur constante.

Les premières conditions sont remplies par bien des marchandises, mais la nécessité d'être demandé implique que l'objet choisi est d'usage courant, tels que les blocs de sel ou les parures. Quant à la dernière condition, elle n'est jamais satisfaite : la monnaie est toujours instable, puisque la valeur consiste dans l'estime que les hommes ont d'une chose et puisque cette appréciation se modifie. Si, par exemple, à cause de quelque découverte, l'or devient surabondant, il sera moins prisé, il perdra de sa valeur.

Parmi les marchandises, *les métaux précieux* ont été, dès les temps anciens, regardés comme particulièrement aptes à servir de monnaie. Ils répondent aux exigences que nous venons d'énumérer, sauf à la dernière. Encore leur instabilité est-elle moindre que celle des autres produits².

Dans les sociétés primitives, circulent uniquement des monnaies-marchandises, capables d'être gardées pour être transmises ou d'être utilisées immédiatement. Le circuit monétaire peut être à tout instant rompu par la consommation de son objet. L'or qui sert au paiement risque d'être immobilisé sous forme de collier ou de bracelet.

Lorsque les échanges se multiplient, le caractère de marchandise s'efface et celui de monnaie s'affirme. L'objet apte à remplir les fonctions que nous avons énoncées est de plus en plus fréquemment utilisé comme intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur. Il tend alors à s'adapter à sa mission, il se simplifie, il se stylise, sa forme ne rappelle plus que vaguement son origine. Ainsi le couteau, monnaie-marchandise dans la Chine ancienne,

¹ Pour tous les détails relatifs aux origines et à l'évolution de la monnaie, voir notre ouvrage, *La monnaie et la formation des prix*, Section II, et les deux volumes de M. R. Gonnard, *Histoire des doctrines monétaires*, Paris, 1935 et 36.

² Le métal jouit encore des propriétés d'ordre psychique et d'ordre thérapeutique dont les anciens faisaient grand cas. Il avait fréquemment un sens religieux. Voyez B. Laum, *Heiliges Geld*, Tübingen, 1924.

grand et incommode, se rétrécit graduellement ; sa lame s'amenuise jusqu'à disparaître et seul demeure le manche, réduit à une rondelle percée d'un trou : la première pièce.

Les marchandises ou signes monétaires, identiques les uns aux autres, peuvent être comptés : tant de coquilles pour tel objet. Mais le métal précieux se pèse, puisque sa valeur est proportionnelle au poids. Pour le compter également, l'idée vint de le *monnayer*, c'est-à-dire de le diviser en pièces de dimension et de titre uniformes et d'appliquer sur chacune d'elles une empreinte destinée à certifier le poids, le titre ou les deux à la fois³. Le droit de *frappe* consiste dans le droit d'apposer cette empreinte. Les pouvoirs publics l'ont partout monopolisé à leur profit : première forme de l'intervention de l'État, suivie de beaucoup d'autres.

On appelle *brassage* les taxes prélevées lors de la frappe, à titre de paiement des frais d'outillage et de main-d'œuvre, et *seigneurage* le supplément perçu à titre d'impôt. On dit que la frappe est *libre*, non pas quand chacun peut frapper sa monnaie, mais quand tout détenteur de lingot peut faire convertir ce lingot en pièces, à la seule condition de payer le brassage et le seigneurage. Toute monnaie qui jouit de la frappe libre et d'un pouvoir libératoire illimité, c'est-à-dire qui doit être légalement acceptée en paiement de dettes d'un montant quelconque, se nomme *étalon*.

Le métal est commode, mais présente un inconvénient : il peut être perdu ou volé. C'est pourquoi ses possesseurs avaient pris l'habitude, au Moyen-Age, de le déposer chez des commerçants, notamment chez des orfèvres, qui en délivraient reçu. La pratique s'établit bientôt de remettre en paiement ces reçus au lieu de se servir du métal. Le reçu devint alors transmissible par endossement, c'est-à-dire que la mention du créancier au dos de ce papier suffit pour habilitier le bénéficiaire à retirer de dépôt. Plus tard, les reçus ont été rendus transmissibles de la main à la main, sans autre formalité (au porteur) et ils ont cessé de porter intérêt⁴. Enfin, les commerçants, devenus banquiers, ont facilité leur circulation en inscrivant des sommes rondes : la monnaie de papier était créée⁵.

Ce billet de banque n'est encore que *représentatif*. Il est intégralement couvert par du métal précieux qui jouit d'une valeur marchande. Mais le banquier s'aperçoit vite que la plus grande partie de cette réserve métallique demeure inutilisée. Les porteurs de billets ne demandent pas tous à la fois le remboursement en métal, ils n'en ont que faire et préfèrent continuer à se servir d'un papier plus léger et moins encombrant que des pièces. C'est alors que commence le drame monétaire. Le banquier émet des billets pour un montant supérieur à celui de l'encaisse métallique, le supplément circule sans difficulté et pourtant il n'est garanti que jusqu'à concurrence d'une fraction de sa valeur⁶. Le public ne se rend pas compte du changement. La confiance dans l'établissement émetteur n'est pas ébranlée, parce qu'elle repose sur l'habitude ; or elle a déjà revêtu une série d'aspects de plus en plus alarmants : confiance dans la valeur du métal lui-même qui cependant est instable, comme nous l'avons dit, puis confiance dans l'honnêteté du dépositaire qui garde l'or, gage des billets, enfin confiance dans la capacité et la moralité du banquier qui émet du papier en

³ Les premières pièces frappées ne ressemblaient guère aux nôtres, elles étaient des sortes de « pastilles poinçonnées », faciles à rogner (E. Babelon, *Les Origines de la monnaie*, Paris, 1897).

⁴ Il est impossible de fixer par des dates les étapes de cette évolution. Par exemple, la Banque d'Angleterre au début du XVIII^e siècle émettait sept titres de paiement différents considérés comme *banknotes*, dont un seul, le *lettered note*, était voisin, par sa forme, de notre billet de banque actuel. Les autres étaient des effets endossables portant intérêt et souvent n'étaient pas émis en sommes rondes (V. Ch. de Lannoy, *L'Évolution du billet de banque comme instrument monétaire*, Paris, 1935, p. 18).

⁵ Le billet de banque a vu le jour en Chine dès le IX^e siècle, sous le nom poétique de « monnaie volante ». Au temps de Marco Polo, quiconque le refusait était passible de la peine de mort.

⁶ Le montant de l'encaisse métallique qui gage tout ou partie de la circulation de papier se nomme la *couverture*.

quantité supérieure à celle du métal qui le garantit. Quelle tentation pour ce dernier personnage de réaliser des bénéfices en accroissant cette monnaie « fiduciaire », cette circulation « à découvert », et quelle terrible responsabilité ! Car nul n'est prophète et une panique peut survenir, par exemple lorsque se précise une menace de guerre : alors les porteurs de billets se précipitent tous ensemble aux guichets de la banque et celle-ci fait faillite, puisqu'elle est dans l'impossibilité de rembourser tout son papier.

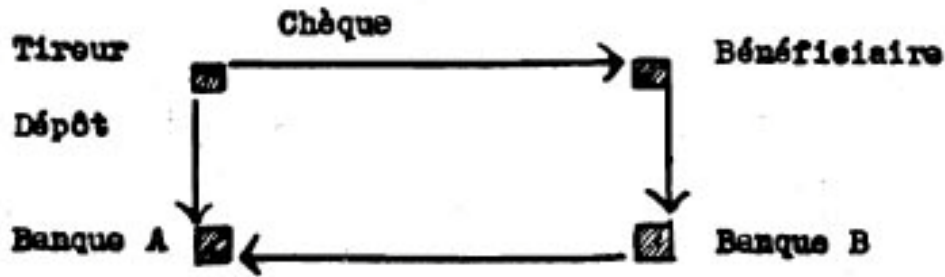
Ce n'est pourtant pas en général le banquier qui se rend coupable d'abus, c'est l'État. En temps de guerre ou de crise, les pouvoirs publics, désireux d'obtenir des ressources, mettent la main sur les richesses qui sont à leur portée, notamment sur les encaisses métalliques des banques. Dès lors, le billet n'est plus garanti ; la banque est menacée de sombrer. L'État lui vient en aide en décrétant le *cours forcé*, c'est-à-dire en la dispensant du remboursement. C'est là une suspension temporaire, mais aujourd'hui en matière monétaire le temporaire risque de devenir définitif. Les porteurs continuent de se servir des billets ; leur confiance persiste d'abord parce qu'ils espèrent un remboursement ultérieur en métal, puis, lorsque cet espoir s'évanouit, parce qu'ils ont accoutumé de se servir de ce papier dont rien apparemment n'a modifié la nature. Cette confiance est ébranlée seulement le jour où quelque événement grave survient, tel qu'un excès d'émission suivi d'une hausse des prix.

Nous venons de voir comment le papier-monnaie est né peu à peu de la pratique du dépôt. Une autre forme monétaire a vu le jour à l'époque contemporaine, subrepticement elle aussi ; les économistes se sont penchés sur son berceau, alors qu'elle était déjà grande, et ils l'ont baptisée *monnaie scripturale*.

La monnaie scripturale est une revanche du banquier privé. L'État tentaculaire a monopolisé l'émission des billets, car il a jugé qu'un tel pouvoir pouvait entraîner de la part des individus des abus regrettables, c'est-à-dire qu'il s'est réservé, à lui seul, la faculté de se livrer à ces abus.

C'est la technique moderne qui est venue en aide au banquier. Lorsqu'un client dépose ses fonds en banque, il ne les retire pas en espèces ou en papier pour effectuer ses paiements, il se borne à donner un ordre de virement ou à tirer un chèque. Expliquons ces deux derniers termes : il donne ordre de virer la somme convenue de son compte à celui du créancier, quand ce dernier possède un compte dans le même établissement que lui. Sinon il remet un chèque à son créancier qui le présente à sa propre banque et celle-ci l'encaisse à la banque du débiteur. Dans le premier cas, il n'y a évidemment aucun transfert d'espèces, dans le deuxième, ce transfert d'espèces est réduit à l'extrême : en effet, supposons que le débiteur tire un chèque sur l'établissement de crédit A et le remette à son créancier qui le dépose à l'établissement de crédit B. Celui-ci demandera le paiement du chèque à A, mais comme en raison de la multiplicité des opérations qui se déroulent à tout instant sur une place, il y aura un certain nombre de clients de A qui auront remis à cette banque des chèques sur B, la banque A, elle aussi, demandera des paiements de chèques à B. La compensation s'établira entre le montant de ces effets ; un institut spécial, groupant tous les chèques tirés sur les établissements d'une place, contribuera à faciliter cette opération. Il n'y aura plus à régler en espèces qu'un solde que A versera à B ou que B versera à A⁷.

⁷ La question de savoir si les banques « créent » de la monnaie a été l'objet de controverses nombreuses et subtiles. Nous avons tenté de la résoudre en précisant le sens du mot création et en montrant comment le banquier pouvait ne pas rendre compte lui-même de son pouvoir créateur (*La Monnaie et la formation des prix*, pp. 259 et suiv., Paris, 1936). Voyez aussi C. A. Phillips, *Bank Credit*, New-York, 1931. E. Mireaux, *Les miracles du crédit*, Paris, 1930. – E. Giscard d'Estaing, *La maladie du monde*, Paris, 1933. – E. Lukas, *Aufgaben des Geldes*, Stuttgart et Berlin, 1937, p. 231. E. Hugo Vogel, – *Das Buchgeld*, Vienne, 1938.



Ainsi, exception faite de ce faible reliquat, toute l'opération se sera déroulée sans maniement de fonds, par simple passation d'écriture. La monnaie scripturale a circulé de compte en compte, elle n'a pas pris corps, elle n'a manifesté qu'une ombre d'existence, elle ne s'est révélée que par un reflet : le chiffre inscrit dans les livres. Le chèque lui-même n'entre en jeu qu'incidemment, il est un instrument éphémère de transfert de cette monnaie subtile.

La monnaie scripturale, telle que nous venons de la définir, a pour contrepartie les dépôts qui servent de provision aux chèques et aux ordres de virement ; elle est *représentative*, ainsi que l'était jadis le billet de banque. Mais, comme ce billet, elle peut devenir *fiduciaire*. Le banquier n'a qu'à consentir des avances pour un montant supérieur à celui de ses disponibilités et le voici devenu créateur de monnaie. Le crédit à découvert équivaut à la circulation à découvert.

Les risques sont également de même nature, mais non de même degré : la monnaie scripturale, comme la monnaie de papier, est remboursable à vue en métal, mais la différence d'habitude fait que la première est plus exposée que la deuxième. Il n'est point d'usage en France de payer avec des chèques les salaires ni les achats des denrées de consommation courante.

On ne saurait poursuivre le parallèle entre ces deux formes monétaires, car la monnaie scripturale ne peut pas jouir du cours forcé tant que les habitants d'un pays n'ont pas tous leur compte en banque.

Les pouvoirs publics, toujours prêts à s'inquiéter lorsque surgissent des initiatives individuelles, ne sont pas restés indifférents en présence de l'essor de cette concurrente de la monnaie officielle frappée ou émise par les instituts d'émission. Ayant décrété le monopole de la création des monnaies matérielles dans le but louable d'unifier la circulation et d'éviter les fraudes, ils ont eu tendance à regarder la nouvelle monnaie comme une aventurière quelque peu suspecte, et le banquier qui lui avait donné vie, comme un usurpateur. Ce sentiment semblait d'autant plus justifié que la nouvelle venue prenait toute la place, délogeant les monnaies anciennes avec un sans gêne de mauvais goût. Aux États-Unis, le montant des paiements faits par voie de chèques et d'ordres de virement a parfois dépassé 90 % du total des règlements monétaires. D'où les attaques contre les banquiers responsables.

Telle a été sommairement l'évolution monétaire. Les formes anciennes n'ont pas disparu, mais de nouvelles formes se sont greffées sur elles. Du troc à la monnaie scripturale, tous les moyens d'échange subsistent aujourd'hui. Comme *les plus récents sont les plus fragiles*, ils se brisent et tendent à disparaître en temps de crise économique, de guerre ou de troubles sociaux. L'Allemagne, par exemple, est revenue au troc lors de la débâcle du mark après la guerre ; la monnaie scripturale a connu une éclipse aux États-Unis, lorsqu'en 1929-1930 se sont multipliées les faillites bancaires.

Cette fragilité croissante de la monnaie au fur et à mesure de son évolution est la conséquence de sa *dématérialisation progressive*. Le moyen d'échange s'éloigne de plus en

plus de son support métallique doté d'une valeur commerciale en raison de ses qualités propres. Il perd en force ce qu'il gagne en commodité. Quand survient la tourmente, les formes modernes, complexes, mais éthérées, ne peuvent résister ; elles s'épanouissent aux heures calmes des époques de prospérité.

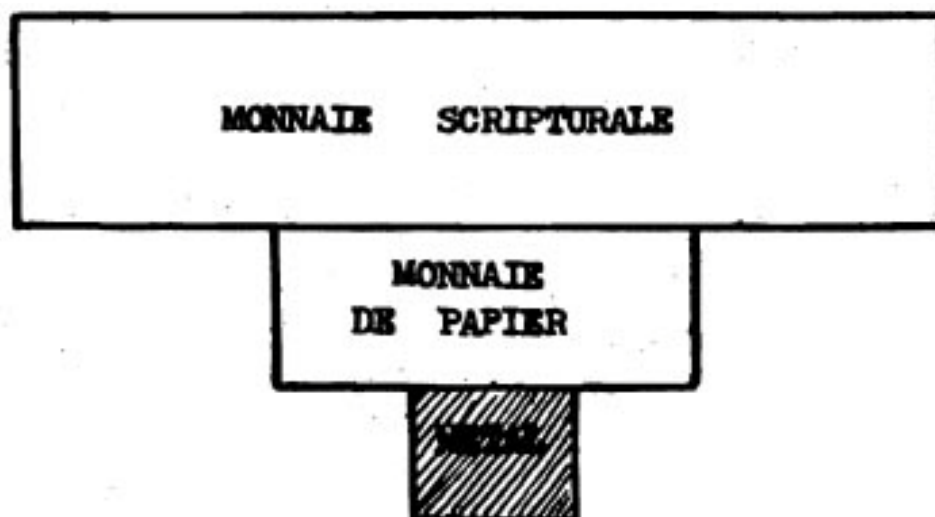


Schéma d'un système monétaire : plus les masses monétaires supérieures sont grandes par rapport à la base métallique, moins l'équilibre est assuré.

Chapitre III – Le temps est un élément de la monnaie

Toute forme monétaire, comme nous venons de le voir, est la synthèse d'un passé dont rien ne se perd. Chacune d'elles prolonge celle qui la précède et lentement esquisse celle qui la suit ; mais les dernières nées tendent à se rétrécir et à s'effacer quand l'atmosphère se trouble. L'agent de cette création continue est *le temps*.

Non seulement la monnaie est le produit du temps, mais elle en est imprégnée, elle participe de son essence. En s'interposant dans l'acte d'échange, elle le décompose en achat et en vente, c'est-à-dire en deux opérations successives. Qui dit succession, dit intervalle de temps. La monnaie est par là aussi *crédit*, car le crédit se définit par l'infiltration de l'élément temps dans une opération d'échange⁸.

Or le temps nous échappe. Nous ignorons ce que vaudra demain la monnaie que nous recevons aujourd'hui. Sa valeur, nous le savons, est à la fois intrinsèque ou commerciale et fiduciaire. Les variations de la valeur commerciale sont généralement assez faibles, car elles sont soumises à la loi de l'offre et de la demande et il y a peu de chances qu'une crise brutale éclate et fasse disparaître les ateliers de dorure, les laboratoires de photographie, les cabinets des chirurgiens-dentistes. Il est peu probable aussi que les découvertes de filons ou les inventions techniques modifient brusquement la masse déjà considérable des métaux existant de nos jours.

L'or neuf, c'est-à-dire extrait des mines pendant l'année courante, si importante que soit cette extraction, représente une fraction d'autant plus faible du total de l'or stocké que nous

⁸ Sur cette idée capitale, voyez notre volume : *Les Illusions du Crédit*, Montréal, 1936, 1^{re} conférence.

avançons dans le temps ; l'influence exercée par la production annuelle diminue donc au fur et à mesure que se succèdent les années. Il n'en va pas de même pour la monnaie de papier. Il suffit d'un ordre donné par des pouvoirs publics embarrassés et peu scrupuleux pour multiplier les émissions. La question de confiance se pose alors dans toute son ampleur.

La confiance a une double origine : la sagesse au moins apparente des émetteurs et l'habitude du public. Si une monnaie a bien rempli son rôle ; pourquoi ne continuerait-elle pas à le bien remplir ? Paresse de l'esprit, attachement à la forme, tout contribue à endormir le porteur de billet. Voilà pourquoi les économistes, plus versés en logique qu'en psychologie, ont été surpris de constater l'attachement naïf des peuples à leurs moyens d'échange : on a vu les Russes, après la réforme de 1893, préférer les billets qu'ils connaissaient aux pièces d'or nouvellement émises qu'ils voyaient pour la première fois.

L'histoire de la monnaie de papier est une longue expérience psychologique. Le billet représentatif est accepté en raison du métal qui le gage ; cette garantie s'effrite peu à peu, mais l'illusion persiste. Lorsqu'un décret instituant le cours forcé vient mettre un terme à l'euphorie, la valeur du billet n'est pas brutalement détachée de son support métallique, elle repose sur la promesse d'un remboursement ultérieur en métal. Mais bien souvent, comme en France pendant la guerre, la date de ce remboursement s'éloigne de plus en plus dans l'avenir et finit par disparaître à l'horizon du temps. Cependant le billet continue de circuler, sans garantie aucune, parce qu'il faut bien un instrument d'échange et que l'on a coutume de se servir de lui. Si les émissions se multiplient, il a tendance à se déprécier, mais si le volume monétaire reste à peu près constant par rapport à la masse des produits dont il permet la circulation, la monnaie garde toute sa valeur ; autrement dit, les morceaux de papier qui ne représentent plus aucun métal précieux, sont échangés contre les mêmes quantités de marchandises que par le passé, à l'époque où ils étaient remboursables en or ou en argent. Le fait s'est produit en Autriche après 1879. La monnaie tire alors sa valeur de sa propre fonction monétaire⁹.

Ce qui est miraculeux dans des cas de ce genre, ce n'est pas la persistance d'une valeur longuement échafaudée sur une marchandise de choix et demeurant stable d'une manière paradoxale après la disparition de cette marchandise, c'est la sagesse du Gouvernement. Le papier ne coûte rien, il est donc très avantageux pour une nation, il permet d'économiser un métal cher, mais il est une source permanente de tentation et l'histoire contemporaine nous prouve surabondamment que les Gouvernements succombent volontiers à cette tentation¹⁰.

La longue gestation de la monnaie a servi, en somme, à créer l'accoutumance et par suite la confiance. Il peut cependant y avoir formation brusque de monnaie nouvelle, mais exceptionnellement lorsqu'un besoin impérieux de moyen d'échange se fait sentir et lorsque les émetteurs offrent toutes garanties. Pratiquement n'importe quelle matière, ayant ou non une valeur commerciale, peut alors servir de monnaie : lamelles de bois, paquets de tabacs, dents d'animaux. Il est arrivé, par exemple, que des cartes à jouer, portant un sceau officiel et un chiffre, ont circulé au Canada français, et elles y sont demeurées en dépit des interdictions officielles pendant la première moitié du XVIII^e siècle ; le gouverneur rapporte même qu'en 1741 plus des deux tiers du montant de ces monnaies étaient thésaurisés. Dans ce cas et dans d'autres cas analogues, la monnaie nouvelle emprunte sa valeur à la monnaie ancienne ou à la monnaie actuelle défailante. Elle imite, dans sa forme, le moyen

⁹ Le fameux banquier Law avait parfaitement reconnu que la monnaie bénéficie d'une valeur spéciale, due à sa qualité d'instrument d'échange, c'est-à-dire à ce fait qu'elle fait l'objet d'une demande monétaire. Cette valeur s'ajoute à celle qu'elle possède en tant que marchandise lorsque la monnaie est métallique ou dans la mesure où le billet représente du métal. V. les *Œuvres complètes de Law*, Paris, 1934 (édition Harsin).

¹⁰ Déjà Ricardo l'avait dit au début du siècle dernier (*Principes d'économie politique*, chapitre XXVII).

d'échange qui vient à manquer de manière à entretenir une sorte d'illusion dont personne n'est dupe¹¹.

L'homme, parfois si inconstant, est singulièrement fidèle dans ses affections monétaires.

Chapitre IV – L'Etat n'est ni tout-puissant, ni impuissant

Cet attachement au passé n'est pas fait pour plaire aux réformateurs modernes, apôtres dès ères nouvelles. Dans leur passion de rationalisation, ils entendent créer la monnaie qui leur convient et non pas la subir. L'État n'est-il pas tout-puissant ?

L'histoire monétaire a apporté à l'État une longue suite d'humiliations. Non pas que le rôle de « Léviathan » soit négligeable, mais parce que les lois naturelles, toujours ridiculisées et toujours vivantes, déclenchent, lors de chaque tentative téméraire, une série de conséquences désastreuses. Nous nous bornerons, pour l'instant, à noter que l'État n'est pas un créateur. Il est appelé à frapper la monnaie et peut croire qu'il choisit la matière dont elle est faite, alors qu'il consacre celle dont l'opinion publique a fait choix ; il décrète le *cours légal* du billet, c'est-à-dire oblige les créanciers à accepter son papier en paiement et peut s'imaginer qu'il donne ainsi à ce papier toute sa valeur, alors que cette valeur est fonction du respect de la tradition et du besoin monétaire.

Sans doute, l'État a raison de frapper les pièces lui-même, car il peut ainsi éviter la complication des changes et des pesées incessantes, comme c'était le cas récemment encore en Chine. Il a raison également d'éviter la diversité des billets qui seraient émis par des établissements d'inégale puissance et d'inégal prestige et dont la valeur varierait avec le degré de confiance que chacun de ces établissements semblerait mériter, ainsi qu'il advenait au début de notre siècle dans certaines républiques sud-américaines.

L'État parvient même à accroître la valeur de la monnaie en l'acceptant à ses innombrables guichets. Un économiste allemand devenu célèbre, Knapp, en un ouvrage indigeste lardé de néologismes, a concrétisé l'attitude traditionnellement déférente de ses compatriotes à l'égard de l'idole hégélienne : l'État. Pour lui, le législateur seul donne vie à la monnaie¹².

En fait, cependant, le pouvoir de l'État est plus limité. Un autre économiste allemand, un banquier, M. Lansburgh, a dit vrai lorsqu'il a plaisamment écrit : « Le Gouvernement n'est jamais que la sage-femme qui reçoit le nouveau citoyen du monde et qui prépare sa venue ; il ne peut être, en aucun cas, la mère qui le conçoit¹³. » La preuve en est que les pouvoirs publics ne sauraient imposer une monnaie dont les particuliers ne veulent pas et qu'inversement des monnaies circulent parfaitement en dehors de toute intervention de l'État.

Dans le Nouveau Monde, vaste laboratoire où se sont poursuivies les plus étranges expériences monétaires, les refus de billets n'ont pas été rares. Rien de plus logique. Le Gouvernement ne peut ni engendrer la confiance par décret, ni créer légalement l'habitude : le passé lui échappe toujours. S'il me contraint à accepter tel papier dont je fais peu de cas, je chercherai à m'en débarrasser immédiatement ou je procéderai par troc, ou même je

¹¹ On trouvera des reproductions de monnaies de cartes dans Adam Shortt, *Documents relatifs à la monnaie, au change et aux finances du Canada sous le régime français*, 2 vol. Ottawa 1925-26.

¹² F. Knapp, *Staatliche Theorie des Geldes*. Munich, 3^e édit., 1921.

¹³ *Die Bank*, 11 janvier 1921.

renoncera à échanger. S'il se contente de multiplier les monnaies existantes, je continuerai de les accepter, mais avec moins bonne grâce, en leur refusant une partie de la confiance que je leur accordais. On dit alors que la monnaie se déprécie. C'est un phénomène sur lequel nous reviendrons ultérieurement¹⁴.

Quant aux *monnaies libres*, c'est-à-dire circulant grâce à l'acceptation des membres d'un groupe sans avoir reçu cours légal, nous en connaissons aujourd'hui des exemples célèbres, car les émetteurs ont profité de leur liberté pour doter ces moyens d'échange de caractères singuliers. Telles ont été les *monnaies fondantes* en Autriche et en Amérique du Nord. Mais en même temps qu'elles ont attesté les limites des pouvoirs de l'Etat, elles ont administré la preuve du danger qu'il y aurait à tomber dans l'excès contraire, c'est-à-dire à rejeter toute intervention dans ce domaine, à sombrer dans l'anarchie. Une monnaie libre peut naître dans un groupe restreint, en un temps où elle semble nécessaire, car chacun a confiance dans le voisin qui s'est engagé à l'accepter et chacun peut exercer un contrôle sur les émissions, mais elle ne peut guère être admise par des millions d'hommes. Il ne faut donc accorder à ces monnaies émancipées de la tutelle étatiste qu'un champ d'action étroit, au moins dans nos économies actuelles, et il est naturel que les banques centrales, jalouses de leur privilège d'émission, aient obtenu aisément la condamnation de ces concurrentes déloyales.

Que l'État tienne donc son rang, qu'il ne pèche ni par orgueil ni par faiblesse. Qu'il suive « la voie du milieu », comme Confucius jadis l'invitait à le faire.

Chapitre V – La nature de la monnaie n'a rien de mystérieux

C'est en vain qu'aujourd'hui en France l'État est invité par un grand nombre d'économistes à faire preuve de modération. Son ambition est immense et ses desseins sont innombrables. Il croit, dans son délire, pouvoir créer quelque chose d'infiniment précieux qu'il nomme *le pouvoir d'achat*. L'examen de ses prétentions nous permettra de mieux comprendre quelle est la nature de la monnaie.

Le premier acte normal qui déclenche une circulation monétaire est *un acte de production*, car je ne peux espérer obtenir quoi que ce soit en nature ou en monnaie, si je ne fournis pas en échange une *utilité*. J'accomplis une « prestation » qui ouvre mon droit à une « contre-prestation ». Donnant, donnant.

Si nous laissons de côté pour l'instant l'action de l'État, nous pouvons regarder le total de la monnaie émise comme représentant le total des utilités produites (marchandises et services). Une double circulation se poursuit, en sens inverse l'une de l'autre, celle de la monnaie et celle des biens. L'une s'adapte à l'autre, en est le support, l'auxiliaire. La monnaie que j'ai reçue parce que j'ai vendu un sac de pommes de terre est une représentation de la valeur de ce sac, elle atteste la fourniture que j'ai faite à autrui et qui n'a pas été payée par une utilité. Puisque la monnaie ne peut m'être d'aucun usage, je ne puis que la transmettre à autrui. J'ai donc dans la main une créance. Mais l'originalité de cette créance consiste dans son *indétermination*. Là est la vertu de la monnaie, elle est remise en échange d'un bien et fournit une multitude de possibilités. Elle est une créance, non pas sur le produit que mon coéchangiste est susceptible de m'offrir et dont peut-être je

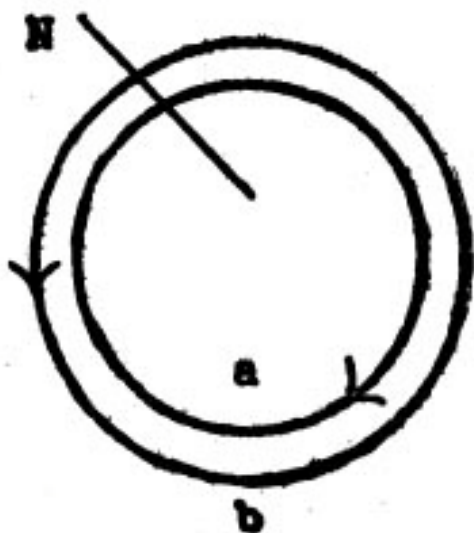
¹⁴ Pour des exemples de refus de monnaie, voyez G. Subercaseaux, *Le papier-monnaie*, Paris, 1920, p. 92.

ne voudrais pas mais sur la totalité des biens disponibles de la société dont les membres acceptent cette monnaie.

Quand mon choix aura été effectué, j'achèterai le bien convoité et la monnaie poursuivra son cours. Elle est donc *un moyen d'échanger le déterminé contre l'indéterminé*.

Où est le pouvoir d'achat dans ce circuit ? La monnaie peut acheter, mais parce qu'elle a été préalablement mise en circulation par un acte de production. On ne peut pas séparer la contre-prestation de la prestation. Le pouvoir d'achat, c'est le sac de pommes de terre. Les pièces ou billets ne font que refléter sa valeur et ne sont qu'un moyen d'attente avant que je me sois décidé.

L'État, en frappant de nouvelles pièces ou en multipliant du papier-monnaie sans autre raison que ses besoins, sans fourniture d'aucune marchandise ou service, ne crée donc aucun pouvoir d'achat¹⁵. La monnaie qu'il introduit arbitrairement dans la circulation lui permet d'exercer des contre-prestations sans prestations préalables : il achète sans avoir d'abord vendu.

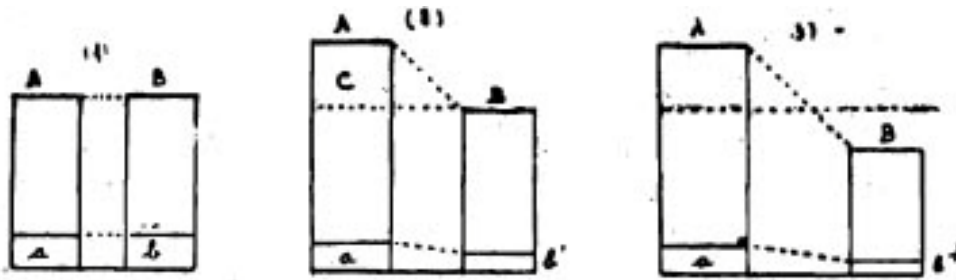


Les deux circuits inverses : biens (a) et monnaie (b)

Ce qui permet cette déloyauté, c'est l'identité des monnaies, quelle que soit leur origine. Toutes sont des créances sur l'actif social, elles viennent toutes en concurrence, rien ne distingue celles d'entre elles qui ont été obtenues par une vente, c'est-à-dire par une production, par un acte de travail et d'épargne, et celles qui ne représentent rien du tout, qui ont été surajoutées aux autres. Quand l'État se livre à de telles émissions injustifiées, il capte seulement à son profit une partie du pouvoir d'achat créé par les producteurs, il diminue d'autant le montant des utilités que ceux-ci pourront se procurer avec leur monnaie.

¹⁵ Nous parlons seulement ici de la monnaie que l'État injecte dans la circulation pour se procurer des ressources, et non de celle qu'il émet en représentation d'opérations commerciales. C'est par la voie de l'escompte que la banque d'émission lance des billets dans le circuit monétaire comme nous le verrons plus loin. Rien n'est plus légitime : ces billets représentent les marchandises dont les effets de commerce sont les titres. Les billets reviendront à la Banque lors de l'échéance.

Sur la correspondance du circuit des biens et de celui de la monnaie, voir G. Grünig, *Le circuit économique*, trad. franc. de Gaël Fain, pp. 40 et suiv.



Coupe du double circuit en un point quelconque N.

A : Volume de monnaie aux mains des individus.

B : Actif social disponible.

a : Montant de monnaie aux mains d'un individu déterminé ;

b : Quantité des biens et services auxquels ce dernier montant donne droit, c'est-à-dire pouvoir d'achat dont dispose cet individu.

(1) Position d'équilibre.

(2) L'État augmente la circulation d'un montant C pour satisfaire à ses besoins, le montant de monnaie aux mains de l'individu considéré représente une part de l'actif disponible moindre que dans le cas précédent : $b' < b$.

(3) Non seulement la circulation est accrue, mais la production est réduite par des réformes sociales, le pouvoir d'achat de l'individu diminue encore : $b'' < b'$.

Ces constatations sont à la base des théories d'inflation et de pouvoir d'achat. L'État peut déplacer ce pouvoir, le prendre aux uns pour se l'attribuer et le passer ensuite à d'autres, mais il ne l'accroît pas. Son impuissance dans ce domaine est radicale. Il ne peut réaliser un tel accroissement qu'en stimulant la production, ce qui est tout autre chose. Les théories de pouvoir d'achat, pour comble de paradoxe, sont généralement soutenues par des Gouvernements imbus de préjugés politiques plus que de théories économiques et qui restreignent la production par des réformes précipitées et brutales. Ces dirigeants aboutissent donc à diminuer la masse des utilités que la monnaie représente, c'est-à-dire à réduire le pouvoir d'achat. En même temps, ils distribuent la monnaie largement aux membres de certaines classes sociales, autrement dit ils opèrent des transferts de pouvoir d'achat. Le résultat est le suivant : d'une part, les classes privilégiées voient leur pouvoir d'achat augmenter du fait des largesses consenties par l'État, mais en même temps ce pouvoir d'achat diminue en raison de la réduction de la production, d'où un mécontentement dangereux puisqu'il émane des partis mêmes qui détiennent le pouvoir ; d'autre part, les classes sacrifiées sont doublement frappées : par la réduction générale, comme les classes précédentes, et en outre par le retrait d'une partie de leur pouvoir d'achat. Présenté en ces termes, le problème devient insoluble. Les classes privilégiées, accentuant leur pression, ruineront les autres, mais si elles s'acharnent à diminuer en même temps la production, elles n'augmenteront pas leur propre pouvoir d'achat, à leur grande surprise.

Le lecteur n'aura pas de peine à découvrir lui-même des faits contemporains qui illustrent ce simple raisonnement

Chapitre VI – La souveraineté monétaire est unique : la loi de Gresham

Nous savons ce qu'est la monnaie et quelles formes elle revêt. Une place à part mérite d'être faite aux métaux considérés comme précieux qui sont à la base de tout système.

Avant la guerre, en ces temps où régnait une tranquillité dont on ne savait pas apprécier tout le prix, la primauté de l'or était incontestée. Loin de demeurer caché aux yeux des adorateurs, ce métal s'offrait à tous, réel, présent, multiforme, justifiant le nom de « souverain » qu'il portait en Angleterre.

Ce n'était pas qu'il fût arrivé sans lutte à cette haute situation. Longtemps l'argent lui avait disputé la place. Les deux métaux s'étaient d'abord juxtaposés sous l'ancien régime, l'un servant surtout aux échanges internationaux, l'autre aux transactions intérieures. A l'époque de la Révolution française, l'argent jouissait de la faveur du législateur, car il était considéré comme populaire, l'or était regardé comme aristocratique.

Cependant, en l'an XI, c'est une sorte de *condominium* des deux métaux qui s'est établi en France sous le nom de *bimétallisme*. Tous deux étaient étalons et, pour qu'on pût sans crainte se servir indistinctement de l'un ou de l'autre, la loi les avait liés par un rapport fixe : un kilo d'or valait 15 kilos $\frac{1}{2}$ d'argent¹⁶. Mais la souveraineté monétaire, comme l'éternité dont parle le poète, ne saurait être à 2. C'est l'effet d'une règle que l'on nomme : loi de Gresham.

Pas plus qu'Americ Vespuce n'a découvert l'Amérique, Gresham n'a inventé la formule qui porte son nom¹⁷. L'erreur d'un économiste anglais du XIX^e siècle lui a valu une gloire qu'il eût d'ailleurs méritée à d'autres titres, car il fut un éminent praticien du change. La loi se formule ainsi : « La mauvaise monnaie chasse la bonne », ou plus scientifiquement : « Lorsque deux monnaies liées par un rapport fixe d'échange circulent concurremment dans un pays, celle qui est tenue pour la meilleure tend à disparaître. » Aristophane, qui avait déjà noté cette singularité, l'avait plaisamment étendue à ses compatriotes : les citoyens « bien nés, modestes, probes, habiles aux exercices de la palestre, de la danse, de la musique » sont outragés, tandis qu'on louange « des infâmes, des étrangers, des esclaves, des vauriens de mauvaise famille, des nouveaux venus¹⁸ ». Cette loi s'impose à nous comme elle s'imposait aux anciens.

La persistance de la règle attribuée à Gresham nous permet de comprendre quelle est la nature d'une loi naturelle : cette loi est d'ordre psychologique, d'où sa solidité, car la psychologie humaine ne change pas. Aujourd'hui comme autrefois, lorsque nous avons en poche une pièce neuve et une pièce usée, toutes deux de même valeur, nous donnons volontairement ou instinctivement en paiement la deuxième et nous gardons la première : simple manifestation de notre intérêt personnel.

Quand donc deux monnaies sont choisies pour étalons et sont liées entre elles, comme il semble logique de le faire, bien loin de constituer un attelage homogène, elles cherchent à se supplanter l'une l'autre. L'erreur initiale vient d'un divorce entre la loi et le fait. En effet, le cours de chaque monnaie sur les marchés libres mondiaux est déterminé par l'offre et la demande, comme celui de toute marchandise, autrement dit il dépend des quantités

¹⁶ Ce rapport était établi indirectement par la loi, voyez sur ce point notre *Manuel d'économie politique*, t. 1, partie III, chap. V, § 3.

¹⁷ Sir Thomas Gresham était agent financier du roi d'Angleterre à Anvers au milieu du XVI^e siècle.

¹⁸ *Les Grenouilles*.

disponibles et du besoin que l'on a de ces monnaies. Si, par exemple, des découvertes de filons rendent l'argent beaucoup moins rare que l'or, le cours du premier de ces métaux baissera relativement à celui du second. Ainsi le rapport commercial est variable à tout instant, alors que le rapport légal est fixé pour un certain temps. Il peut donc y avoir divergence entre ces deux rapports.

Prenons pour exemple le cas de ce condominium bimétalliste dont nous avons parlé. Notre loi monétaire du 7 germinal an XI ayant établi un rapport légal de 1 à 15 ½ entre l'or et l'argent, chacun de ces métaux pouvait être échangé contre l'autre à ce taux et devait être accepté en paiement des dettes d'un montant quelconque. Il arriva qu'après 1850 l'or devint plus abondant, son cours fléchit donc sur les marchés commerciaux. A cette époque, quiconque disposait de capitaux pouvait réaliser des bénéfices sans courir de risques. Si, par exemple, le cours à Londres, grand marché de métaux précieux, était de 1 à 15,2 le spéculateur envoyait en Angleterre 15 kg 2 de pièces d'argent prélevées sur la circulation monétaire française, obtenait en échange 1 kg d'or, puis rapatriait cet or à Paris où il le faisait monnayer et l'échangeait alors contre 15 kg 5 d'argent. Ce simple circuit avait donc pour conséquence de fournir au spéculateur un bénéfice égal à la valeur de 300 grammes d'argent, déduction faite des frais de transport et de monnayage. Rien ne l'empêchait de renouveler l'opération. Mais l'argent s'enfuyait ainsi de notre pays où il était remplacé par l'or devenu « mauvaise monnaie ».

Comme le rapport commercial diffère fréquemment du rapport légal, par suite des caprices de l'offre et de la demande, tantôt un métal, tantôt l'autre tend à disparaître de la circulation en cas de bimétallisme. Si l'or reste seul, les transactions courantes sont gênées, les pièces de faible valeur manquent ; si l'argent demeure, les gros paiements donnent lieu à un maniement de pièces lourdes et incommodes.

On pourrait, il est vrai, prohiber les exportations de monnaies, mais une telle mesure risque d'être inopérante, d'abord parce que rien n'est plus difficile que d'éviter l'écoulement à travers les frontières d'une marchandise aussi facile à cacher que des pièces de métal, ensuite parce que la bonne monnaie est thésaurisée. Dans les temps de troubles, on met de côté la monnaie que l'on juge la meilleure. C'est une vérité d'évidence.

La loi de Gresham joue non seulement entre les métaux, mais encore entre les pièces d'un même métal, entre le métal et le papier, d'où notamment la disparition de l'or en France pendant la guerre de 1914 à 1918, lorsque le billet de banque, s'étant déprécié, a été considéré comme mauvaise monnaie et entre les papiers eux-mêmes : le franc-papier a été regardé comme meilleur que le mark-papier dans les régions occupées par les Allemands en 1914-1918 et a disparu de la circulation.

Ainsi, indépendamment de la volonté des pouvoirs publics et même contre leur volonté, lorsque plusieurs monnaies sont appelées à servir de moyens d'échange, une concurrence naît entre elles et une seule monnaie tend à établir sa domination.

Chapitre VII – L'argent-métal, parent pauvre

Depuis la fin du siècle dernier, il n'y a plus de concurrence entre l'or et l'argent. Le second de ces métaux a été rejeté de la plupart des systèmes monétaires, l'or seul ou le papier restant étalon. C'est qu'en effet l'argent est devenu mauvaise monnaie après 1870, il a menacé de chasser l'or et les pouvoirs publics ont dû le chasser à son tour pour permettre à l'or de se maintenir.

Si l'argent a été regardé comme indigne de monter sur le trône monétaire des nations, il le doit à son origine. Il n'est qu'un sous-produit. Dans une proportion de 60 à 70 % du total, on le trouve conjointement avec du cuivre, du plomb, du zinc, du nickel, du cobalt, de l'étain. Il échappe donc à la loi des prix. Par exemple, il continue d'être extrait des mines, alors qu'il est surabondant et que son cours baisse de plus en plus, ce qui serait contraire à toute logique dans le cas d'une marchandise ordinaire, mais ce qui est inévitable quand les métaux communs auxquels il se trouve associé sont très demandés. Il est gêné par ses demi-frères qui obéissent à leurs propres lois d'offre et de demande. L'or au contraire est un métal d'élite, isolé des minerais vulgaires.

La fantaisie de la nature et le caprice des circonstances ont fait que les pays producteurs d'argent sont pour la plupart situés en Amérique et les pays consommateurs en Asie. Le Pérou arrivait jadis en tête des premiers¹⁹, le Mexique, les États-Unis et le Canada l'ont à peu près supplanté. Parmi les seconds figurent surtout l'Inde et la Chine dont les habitants sont des thésaurisateurs de métaux précieux. La demande industrielle est secondaire (argenterie, bijouterie, photographie). Quant à la demande monétaire, elle a fléchi depuis que le métal blanc a été abandonné par les grands États européens. Il est arrivé que l'argent a été démonétisé, à cause du fléchissement de sa valeur, et que cette démonétisation, en restreignant la demande, a aggravé encore la chute de cette valeur. Le pays responsable de cette accélération de la baisse est l'Allemagne, qui, profitant de l'indemnité de guerre versée par la France, a décidé d'unifier sa monnaie et d'adopter l'étalon d'or en 1873.

Aux États-Unis, la question de l'argent a opposé les habitants des régions industrielles de l'est à ceux des contrées agricoles de l'ouest. Les uns étaient soucieux de stabilité et commerçaient avec l'Europe à étalon d'or, les autres étaient favorables à une hausse des prix qui pouvait être assurée par une multiplication des frappes monétaires, ils faisaient grand trafic avec l'Extrême-Orient à étalon d'argent et parmi eux figuraient les producteurs de ce métal. La lutte fut ardente sur le terrain politique, mais là aussi, ce fut l'or qui triompha en 1900²⁰.

Au lendemain de la guerre 1914-1918, on put croire que l'argent prendrait sa revanche. D'une part l'offre, accrue pendant la période des hostilités grâce à la demande des métaux communs nécessaires aux belligérants, fléchissait après l'armistice ; d'autre part, la demande des Indes et de la Chine augmentait démesurément. Ces deux pays, en effet, avaient largement approvisionné les alliés qui devaient leur fournir du métal blanc en paiement. Aussi le cours de l'argent se mit-il à monter en flèche sur le marché de Londres, de 23 11/16 d. l'once de fin en moyenne pendant l'année 1915 jusqu'au maximum de 89 1/2 atteint le 11 février 1920²¹.

Cette situation devait disparaître avec les causes qui l'avaient fait naître. Les débouchés européens se fermèrent et une violente crise ravagea l'Extrême-Orient en 1920-1921. De créanciers, les pays consommateurs d'argent devinrent débiteurs ; leur demande à Londres disparut et les cours s'effondrèrent. En 1922, la moyenne annuelle était retombée à 34 7/16.

A cette époque, la monnaie d'argent semblait condamnée à mourir de langueur. Les Indes anglaises elles-mêmes rattachaient leur monnaie à l'or et commençaient de vendre leurs réserves d'argent.

¹⁹ Le Pérou du temps de la domination espagnole, c'est-à-dire la Bolivie comprise.

²⁰ V. le tome premier. de M. J.-L. Laughlin : *A New Exposition of Money, Credit and Prices*, Chicago, 1931.

²¹ Moyenne annuelle : 61 7/16 en 1920. Les cours de l'argent à Londres sont exprimés en monnaie britannique ; ils ne concernent donc le rapport or-argent qu'autant que la livre sterling est elle-même une monnaie d'or. Nous donnons toutes les valeurs de l'argent en pence, mais il ne faut pas oublier que la livre est elle-même dépréciée depuis 1931 par rapport à l'or.

Récemment cependant les producteurs américains, politiquement très puissants, ont recommencé de s'agiter. Leurs représentants au Sénat sont peu nombreux, mais hardis. Ils veulent, grâce à une action internationale, relever les cours tombés à un minimum de 16 d. ½ l'once le 3 janvier 1933. A Londres, en juillet de la même année, ils parviennent à persuader les cinq plus grands pays producteurs de réduire l'offre d'argent en prohibant les exportations et en achetant eux-mêmes une partie de la production ; ils obtiennent en même temps de la Chine l'engagement de ne pas céder de métal blanc provenant des pièces démonétisées, et des Indes, celui de limiter les ventes. Les États-Unis eux-mêmes s'obligent à acquérir l'argent produit sur leur propre territoire à un cours forfaitaire plus élevé que le prix pratiqué sur le marché libre et à poursuivre ces achats jusqu'au moment où le stock d'argent sera égal au tiers du stock d'or. Comme ce dernier métal afflue à New-York par masses de plus en plus importantes, la politique américaine risque de devenir désastreuse pour les finances publiques.

Les cours ne tardent pas à monter sur le-marché libre grâce à la raréfaction de l'offre ainsi artificiellement créée, ils atteignent un maximum de 37 d. 1/4 le 1^{er} mai 1935. Les Gouvernements étrangers qui utilisent encore l'argent craignent de ne pouvoir arrêter l'exode des pièces dont la valeur commerciale dépasse la valeur légale ; ils démonétisent ces pièces et leur substituent du papier-monnaie²². Ainsi la monnaie chinoise s'enfuit et les transactions sont gênées à l'intérieur. En vain le Gouvernement de Nankin prohibe-t-il ces sorties, il ne parvient pas à arrêter le courant ; il décide en novembre 1935 de renoncer à frapper des pièces d'argent, exige la livraison des stocks et remet des billets en échange. La politique américaine de valorisation aboutit donc à une situation désastreuse pour l'avenir du métal blanc qu'elle entendait assurer : elle amène les autres Etats et même celui qui jusqu'alors était le plus grand demandeur d'argent, à passer au régime du papier.

On comprend que M. Roosevelt ait dû modifier son attitude. A Londres, les cours se tiennent entre 19 et 22 d. en janvier 1936. Quelques tentatives se poursuivent : des accords sont conclus en vue d'achats directs au Mexique, au Canada, en Chine, des spéculateurs poussent les cours par instants, mais les politiques agressives semblent abandonnées. En 1936, l'administration américaine achète toujours l'argent extrait des mines nationales à un prix surélevé qui correspond à peu près au double du cours mondial.

Cependant les attaques contre la politique de l'argent se multiplient. Au début de 1938, le prix d'achat du métal produit aux États-Unis est réduit et l'accord conclu avec le Mexique est dénoncé. Le 1^{er} janvier 1939, le stock monétaire américain d'argent s'élève à 2 milliards ½ d'onces de fin contre moins d'un milliard en Chine et un peu plus d'un demi-milliard aux Indes. En juillet une satisfaction est donnée aux argentistes par un léger relèvement du prix payé aux nationaux, mais en revanche le prix d'achat du métal étranger est abaissé. D'autre part ; la production reste élevée : 169 millions d'onces en 1933, 254 en 1936, 265 en 1938. Le cours fléchit à Londres au-dessous de 18 d. au début de juillet 1939 ; le rapport or-argent est de 100 à 1 et de petites mines mexicaines doivent fermer.

Nous verrons plus loin ce qu'il est advenu de ce métal pendant la récente guerre, période évidemment anormale.

Concluons avec l'auteur d'un livre récent : « Il est vain de vouloir recoller des œufs²³. »

Toutes les grandes politiques de valorisation (caoutchouc, café, sucre, blé, etc.) ont abouti à des échecs, celle de l'argent n'a pas mieux réussi. Mais les leçons de l'histoire sont rarement comprises.

²² Tel est le cas du Mexique.

²³ Dickson H. Leavens, *Silver Money*, Bloomington, 1939, p. 350.

Chapitre VIII – L’or est toujours roi

L’or est doublement favorisé par la chance : non seulement la nature ne lui a pas permis de se mêler à la masse des métaux communs destructrice de toute autonomie, mais encore l’histoire lui a été particulièrement favorable. C’est par hasard que la loi de Gresham a joué en Angleterre au XVIII^e siècle de manière à l’attirer dans ce pays et à l’y installer. Le fait est devenu droit en 1816 et, à partir de cette date, le destin de l’or s’est trouvé lié à celui de la Grande-Bretagne. La domination du métal s’est étendue en même temps que s’établissait la suprématie commerciale et financière de l’Angleterre.

Mais il n’est pas sans péril pour un moyen d’échange qui aspire à garder un caractère international de se fier à un peuple opportuniste en matière économique et soucieux avant tout de sauvegarder ses intérêts nationaux. En 1931, l’Angleterre a abandonné l’or et beaucoup ont cru que c’en était fait de la souveraineté du métal jaune. Les théoriciens anglo-saxons ne manquèrent pas d’accabler alors le bon serviteur d’antan : « La véritable monnaie internationale, dirent-ils, ce n’est pas l’or, c’est la livre sterling, puisque le pôle monétaire du monde est Londres. L’or tient sa valeur de la livre et non la livre de l’or. Le fait historique est dépassé. Nous ne sommes plus au temps de la monnaie-marchandise. La livre n’a pas besoin d’un support métallique. Laissons ce fétiche devant lequel nous nous sommes courbés trop longtemps. Ce que nous voulons, c’est une monnaie dirigée. Au lieu d’être livrés aux caprices de la nature, nous serons soumis à la volonté d’hommes raisonnables qui maintiendront la stabilité monétaire conformément aux intérêts britanniques. »

Ainsi s’exprimaient M. Keynes et ses disciples. Les Anglais allaient s’émanciper enfin et prendre en main les leviers de commande monétaires de l’économie mondiale. Un grand nombre de Français applaudissaient à ces paroles : « L’homme esclave de l’or », beau thème de discours pour faire pendant à « l’homme esclave de la machine ».

Donc l’or semblait détrôné. Les hommes d’État se sentaient flattés d’ouvrir une ère nouvelle. Un hymne d’orgueil s’élevait de toutes parts.

Bientôt cependant on constata que plus les Gouvernements s’éloignaient de l’or, plus les peuples revenaient à lui. Les iconoclastes n’étaient pas suivis. Les pouvoirs publics britanniques ayant, au lendemain de l’abandon de l’or, rétabli l’équilibre budgétaire grâce à des mesures orthodoxes fort louables, le métal condamné, fuyant l’Europe troublée, a afflué sur la place de Londres, là même où sa puissance avait été mise en échec. Les Anglais ont bien été contraints de cesser leurs attaques contre un métal qui leur était si fidèlement attaché.

N’est-ce point là une nouvelle et éclatante preuve de l’impuissance de l’État et de la force de la tradition ? *L’or ne doit pas son prestige à la loi.* Au contraire, lorsque les pouvoirs publics le rejettent, adoptent le papier-monnaie pour étalon et clament leur mépris des vieilles idoles, les épargnants s’inquiètent, thésaurisent ou exportent l’or. On l’a vu en France pendant les années qui ont précédé 1939. Dès que leur épargne est en jeu, les individus les plus révolutionnaires deviennent traditionalistes et timorés. Rien de plus légitime : ils ne livrent pas de gaieté de cœur le fruit de leur travail et de leurs sacrifices à des dirigeants qui non seulement ne leur manifesteront pas la moindre reconnaissance, mais encore continueront de les regarder comme des exploités. L’or, c’est la nature et le passé ; le papier, c’est la volonté d’un gouvernement. Si nous examinons les deux termes de cette alternative, nous serons obligés de conclure que l’hésitation n’est pas possible.

Sans doute la nature est aveugle. Elle répartit le métal précieux dans l'espace et le fournit dans le temps de la manière la plus inégale.

Dans l'espace, elle avantage inconsidérément certains peuples à l'exclusion des autres. Le plus grand champ d'or, depuis la fin du siècle dernier, est le Transvaal. Les mines se pressent en un large demi-cercle le long de la formation géologique du Rand. Leurs noms sont bien connus de tous ceux qui parcourent la cote de la Bourse. Groupées en *trusts*, elles sont reliées entre elles par un organisme supérieur commun : *la Chambre des Mines*²⁴.

Après le Transvaal viennent sur la même ligne avant 1939 les États-Unis, la Russie et le Canada.

Le sous-sol d'un grand nombre de pays renferme de petites quantités d'or, même celui de la France. L'Empire britannique est bien partagé puisqu'il compte non seulement les exploitations du Transvaal et du Canada, mais encore celles de l'Australie, des Indes anglaises, de la Rhodésie, de la Guyane et des colonies occidentales d'Afrique.

Dans le temps, la production s'est poursuivie par brusques saccades. Les découvertes ont donné des coups de fouet à l'économie mondiale : au XVI^e siècle en Amérique espagnole, au milieu du XIX^e siècle en Californie et en Australie, à la fin du même siècle, en Afrique du Sud. Le mouvement semble se régulariser, car les découvertes de riches filons sont assez rares dans un monde dont les régions les plus accessibles sont déjà explorées, alors que les inventions techniques se poursuivent sur un rythme presque continu, et sauf quelques exceptions, donnent lieu surtout à des améliorations de peu d'importance, mais multiples et progressives. Enfin, comme nous l'avons déjà remarqué dans un précédent chapitre, le stock d'or total étant de plus en plus élevé, puisqu'il est inaltérable et que les pertes définitives sont minimales²⁵, la répercussion exercée sur l'économie mondiale par les apports du métal neuf tend à être de plus en plus faible. Cependant, il y a encore des à-coups dans la production et parfois des inquiétudes se sont manifestées : on craint tantôt une disette d'or et tantôt une surabondance.

a) La délégation de l'or du Comité financier de la Société des Nations a jeté un cri d'alarme en 1930²⁶ : elle a dressé à cette date des courbes de la production future qui s'infléchissaient d'une manière catastrophique. Les faits lui ont infligé un démenti brutal. M. Kursell lui-même, spécialiste qualifié consulté par la délégation, estimait que la production mondiale tomberait à 15 millions d'onces vers 1940²⁷, alors que les chiffres obtenus sont les suivants (en millions d'onces de fin) :

1930	20,72	1936	33,1
1931	22,37	1937	34,8
1932	24,23	1938	37
1933	25,38	1939	39
1934	27,11	1940	41 ²⁸
1935	30,50		

²⁴ Citons parmi les trusts le Johannesburg Consolidated Investment, la Central Mining and Investment Corporation, la General Mining and Finance Corporation, la Rand Mines.

²⁵ Trésors enterrés et non retrouvés, naufrages.

²⁶ *Premier rapport provisoire*. Dans le rapport définitif en 1932, la délégation est revenue sur ses affirmations.

²⁷ *Annexe VIII* au rapport provisoire, Genève 1930.

²⁸ La production a diminué à cette époque à cause de la guerre.

Les experts n'avaient pas tout prévu : l'Angleterre a abandonné l'or et des réajustements naturels se sont produits.

Le cours de l'or sur le marché de Londres, exprimé en monnaie britannique, était jadis de 84 sh. 9,81 d. l'once de fin (prix payé par la Banque d'Angleterre). Après l'abandon de l'or par la Grande-Bretagne, à la fin de 1931, il est monté à 127 sh., à la fin de 1937 il a atteint 139 sh. 6 d., à la fin de 1938 il est voisin de 150 sh., le 30 août 1939 il dépasse 158 sh. et en décembre 168 sh.

A l'exemple de l'Angleterre, un grand nombre de pays ont dévalué leur monnaie. Dans 23 pays producteurs d'or, non compris la Russie, le cours du métal jaune en 1936 a été en moyenne supérieur de 73 % à celui de 1929. Ce pourcentage correspond approximativement à celui de la dépréciation des monnaies de ces pays²⁹.

Pour comprendre les réajustements, il faut raisonner pour l'or comme pour une marchandise quelconque : ce que l'on craignait, c'était que le volume de l'or n'augmentât pas aussi rapidement que celui des transactions, l'or se serait raréfié par rapport aux marchandises, son cours aurait monté. Dire que le cours de l'or s'élève, c'est dire que le prix des marchandises baisse, car ce sont les deux termes d'un même rapport. Nous avons accoutumé de fixer nos yeux sur les marchandises et de déclarer que leur prix varie en monnaie ; nous pouvons aussi bien arrêter nos regards sur la monnaie et prétendre que son prix change en marchandises. Hausse du prix de l'or, baisse du prix des marchandises, c'eût été la dépression redoutée.

Mais il existe dans le mécanisme de la loi de l'offre et de la demande une tendance à l'équilibre. Lorsque le prix d'un objet monte, les chefs d'entreprise s'empressent de fabriquer cet objet afin de s'assurer des bénéfices abondants. En même temps, la hausse décourage les consommateurs et la demande se restreint. Ce double mouvement d'augmentation de l'offre et de diminution de la demande ramène le prix vers son niveau antérieur. Il va de soi que ce mécanisme suppose un marché libre et aussi une offre et une demande élastiques, c'est-à-dire réagissant aux mouvements des prix.

Il en va de même pour l'or. Son enchérissement stimule la production, les recherches et les inventions se multiplient, et surtout des quantités de minerai jusque-là inutilisées sont traitées : ce sont les minerais dits à *basse teneur* qui n'étaient pas *payants*, parce que leur coût de production était supérieur ou égal au prix de vente. Leur extraction commence à être profitable lorsque ce dernier prix hausse. Comme les mouvements de la marée couvrent et découvrent des plages, ceux du cours de l'or font apparaître ou disparaître des masses de minerai exploitable.

A ces variations d'extraction du métal neuf s'ajoutent celles du *métal en stock*. Comme pour l'argent, les peuples thésauriseurs d'Extrême-Orient déversent l'or sur les marchés européens quand les cours du métal jaune haussent dans des proportions suffisantes pour servir d'appât. En 1931, après la chute de la livre, c'est-à-dire au moment de l'ascension des cours de l'or exprimés en livres, les Hindous ont vendu une fraction de leur stock pour obtenir le papier monnaie anglais à des conditions inespérées ; ils ont déthésaurisé l'or (qu'on excuse cet affreux néologisme employé dans le jargon technique). Un flot métallique, venu des trésors accumulés depuis des générations, a déferlé sur la place de Londres et a permis la reconstitution de l'encaisse britannique. En 1938, l'or sorti d'Extrême-Orient est encore estimé à 57 millions de dollars.

De leur côté, les demandes d'or se ralentissent, mais ce mouvement est beaucoup moins marqué que pour la plupart des marchandises, en raison de l'estime particulière en laquelle les hommes tiennent le métal jaune. Cependant les Gouvernements s'efforcent d'éviter les

²⁹ *Monnaies et banques*, t. I. *Aperçu de la situation monétaire*, Société des Nations, Genève, 1938, p. 10.

achats d'un moyen d'échange devenu onéreux : le système *d'étalon de change*, dont nous parlerons plus loin, est né du désir d'économiser l'or.

La demande d'or pour des fins industrielles est faible relativement à la demande totale ; en 1938, elle est légèrement inférieure au montant des sommes venues d'Extrême-Orient ; par suite, l'or disponible pour les usages monétaires correspond approximativement au total de la production mondiale³⁰.

C'est donc surtout l'offre d'or qui a varié. La production a été doublement stimulée dans l'ordre des découvertes de gisements et dans celui des inventions ou améliorations techniques³¹. De nouvelles méthodes ont été mises en œuvre avec succès dans le courant de ces dernières années. L'avion a permis de transporter le matériel et la main-d'œuvre en des sites inaccessibles de la Nouvelle-Guinée et du Nord-Canadien. On détecte les filons métalliques en employant des procédés magnétiques, électriques, sismiques. La technique de l'exploitation des filons a été rénovée par le système de Phily qui permet la récupération d'infimes particules, celle de l'exploitation des placers a été améliorée par l'emploi d'une usine flottante démontable et transportable (*doodlebug*). Dans les champs d'or anciens, des mines s'épuisent, d'autres surgissent. Le Rand s'est étendu assez rapidement vers l'extrême est (*Far East*) après 1925, maintenant il gagne l'ouest. Les mines profondes (*deep*) se multiplient.

Les procédés d'extraction s'améliorent constamment : abatage, étayage, ventilation. Des inventions permettent parfois de diminuer fortement le coût de production : tel a été le cas pour une perforatrice à air comprimé utilisée vers 1920 et plus récemment par un disque à arête de diamant tournant à grande vitesse et coupant le minerai « comme du beurre » sans même faire de poussière.

Il subsiste cependant une inconnue en Afrique du Sud : l'attitude des pouvoirs publics. Ceux-ci ont pris l'habitude de considérer les mines d'or comme leur principale source de travail et de revenus. En réservant les emplois qualifiés aux ouvriers blancs et en laissant les nègres s'organiser, ils ont contribué à maintenir entre les races une dangereuse hostilité³². D'autre part, dans le courant de ces dernières années, ils ont augmenté les charges fiscales des industries minières, afin de s'emparer d'une grande partie du bénéfice dû à la hausse du prix du métal jaune, mais ils ont fini par s'apercevoir qu'ils allaient trop loin et qu'ils risquaient de tuer « la poule aux œufs d'or »³³.

De leur côté, les compagnies aurifères sud-africaines profitent de l'élévation du prix de l'or pour pratiquer une remarquable politique de prévoyance. Au lieu de chercher à obtenir un maximum de revenu, elles extraient des quantités de plus en plus importantes de minerai à basse teneur, afin de prolonger la durée des mines. C'est pourquoi la production du Transvaal augmente peu depuis la première guerre mondiale et atteint seulement le tiers de la production mondiale en 1938, alors qu'elle dépassait la moitié en 1919.

b) La surabondance dont on parle en 1937 est plutôt question de répartition que de production. C'est le phénomène dit de « maldistribution » de l'or qui s'est accentué sans cesse depuis 1929. Les États-Unis craignent une inflation d'or, c'est-à-dire redoutent que l'augmentation de la masse de métal ne fasse trop monter les prix, ne provoque un état d'optimisme analogue à celui qui existait avant 1929, n'incite aux spéculations et ne

³⁰ *Rapport de la Banque des Règlements Internationaux*, Bâle, 1939, p. 72.

³¹ Pour tout ce qui concerne la production de l'or, voyez notre rapport au *Congrès international des sciences économiques et sociales*, tenu à Paris en juillet 1937.

³² Les ouvriers blancs jouissent de véritables privilèges et forment une aristocratie fermée. Le *Labour Party* s'oppose violemment au prolétariat indigène.

³³ Voyez les discours des présidents des compagnies minières lors des assemblées générales des actionnaires.

déclenche une nouvelle crise. Aussi a-t-on parlé parfois d'abaissement du prix de l'or, c'est-à-dire de réévaluation du dollar. En fait, le Gouvernement américain s'est borné à augmenter les réserves minima des banques affiliées au système de réserve. Il existe d'ailleurs un remède très simple à cette situation : il suffit de mettre l'or en circulation en remplaçant des billets par des pièces. Mais songeons que six ans avant, le Président Roosevelt allait jusqu'à menacer de prison quiconque détenait du métal.

En 1939, l'or continue à se déverser sur l'Amérique : deux milliards de dollars sont venus s'ajouter pendant le premier semestre aux 14 milliards ½ de stock existant à la fin de 1938. Vers le milieu de l'année 1939, à la veille de la guerre, les États-Unis détiennent plus de 64 % de l'or du monde entier.

Quelles sont les causes de cet afflux de métal jaune aux États-Unis ? Il existe à cette époque un grand nombre de pays isolés, comme l'Allemagne, vers lesquels l'or ne se dirige plus ; de leur côté, les États-Unis attirent le métal parce qu'ils restent les grands fournisseurs du monde, ayant une industrie puissante qui travaille à des coûts modérés, et parce qu'ils demeurent une grande place de refuge, loin de l'Europe de nouveau dangereusement menacée.

Ces masses de métal jaune sont venues principalement de France, d'Angleterre et de Russie.

Les causes de la sortie de l'or hors de nos frontières de 1936 à 1938 sont trop connues pour que nous insistions sur leur gravité. Mais ce n'est pas de gaieté de cœur qu'il a quitté notre pays où il aurait pu féconder le commerce et l'industrie : il a été obligé de le faire pour payer aux étrangers la masse des marchandises que nous avons été contraints de leur acheter lorsque les réformes sociales de 1936 ont élevé nos coûts de production au delà de toute mesure. Chacun connaît les proportions catastrophiques qu'a prises le déficit de notre balance commerciale depuis les élections de 1936 et malgré la dévaluation du franc. La saignée de métal s'est arrêtée lors de la chute du Gouvernement à direction socialiste. L'échec de la grève révolutionnaire du 30 novembre 1938 et les mesures prises par le Gouvernement Daladier ont provoqué le retour en France des capitaux expatriés.

Les raisons de l'afflux d'or russe dans les pays anglo-saxons demeurent mystérieuses. Le Gouvernement soviétique cherche à voiler la réalité ; sa propagande à l'étranger est fondée sur un perpétuel mensonge qu'ont dénoncé les socialistes de bonne foi, tels que MM. Walter Citrine, Andrew Smith, Kléber Legay, Yvon, Boris Brutzkus³⁴. Aussi ne pouvons-nous pas faire fond sur les déclarations des maîtres de Moscou. D'après eux, la production aurait augmenté dans des proportions remarquables. Cette augmentation est possible, sans doute, car les pouvoirs publics ont le désir et le moyen de l'obtenir : le désir d'abord, parce qu'ils veulent constituer un trésor de guerre et un fonds de propagande ; le moyen ensuite, puisqu'ils pratiquent dans ce domaine les méthodes capitalistes, s'adressant à des orpailleurs ou prospecteurs indépendants qui jouissent de privilèges fiscaux et reçoivent des primes progressives ; mais ces constatations n'expliquent ni la brusque avalanche de masses métalliques à Londres en mai-juin 1937³⁵, ni la diminution singulière de l'encaisse-or de la banque centrale russe (*Gosbank*) que l'on observe entre la fin de 1935 et le début de 1937³⁶. Il semble donc qu'il y ait dans l'action des Soviets soit une maladresse insigne, soit une volonté d'apporter le trouble sur les plus importantes places monétaires du monde, dans des buts probablement extra-économiques. Ils y réussissent, d'ailleurs, car l'ébranlement du marché de l'or et les bruits concernant l'abaissement du prix de ce métal donnent naissance

³⁴ Voyez notre brochure : *L'Utopie soviétique*, Paris, 1937.

³⁵ Ce marché a reçu 412 barres valant 1.200.000 livres dans la seule journée du 31 mai 1937.

³⁶ Cette perte représente environ 400 tonnes d'or.

à l'inquiétude et provoquent la mise en vente de stocks thésaurisés qui viennent encore accroître l'offre de la manière la plus inopportune.

A la fin de 1937 et au début de 1938, le mouvement de thésaurisation a repris à Londres. En juin 1938, puis à la fin de juillet et au début d'août, une ruée vers l'or s'est produite. De tels mouvements ne peuvent pas être interprétés d'une manière favorable : en juin, ils ont été dus à la crainte d'une dévaluation monétaire générale, en juillet-août à celle d'une guerre européenne. Dans les deux cas, le capitaliste a fui devant certaines monnaies nationales, comme en 1937 il fuyait devant l'or. Ces paniques attestent la nervosité du public³⁷.

Nous voici donc ramenés à l'individu après avoir voulu étudier l'action exercée par la nature.

Ne déplaçons pas les responsabilités ; ce ne sont pas les choses qui sont coupables : ce sont les hommes.

Nous verrons plus tard ce qu'il faut penser des « directions économiques », mais point n'est besoin de procéder à de subtiles analyses pour admettre la supériorité de l'or sur le papier, c'est-à-dire de la nature sur l'homme. Oui, la nature est aveugle, mais elle est impartiale. Mieux vaut l'aveuglement que la passion « partisane ». C'est parce que l'or s'oppose aux expériences inconsidérées, aux plans arbitraires, aux tentatives voilées d'expropriation, que les dictateurs, les meneurs et les réformateurs sans scrupules veulent le détrôner. La thésaurisation et l'exportation de l'or sont les seuls moyens de défense des victimes apeurées.

L'or est aussi un frein salutaire pour les chefs d'entreprise et les banquiers ; la nécessité de ne pas lui superposer une masse excessive de crédits impose la prudence en temps de prospérité.

Concluons : l'erreur des adversaires de l'or est éclatante et la politique qui dérive de cette erreur est dangereuse. « La puissance du métal, clament-ils, repose sur une croyance, sur une routine ; n'importe quel objet peut servir de monnaie, nous pouvons nous passer d'or. » Telle est l'éternelle illusion dans laquelle se débattent les rationalistes impénitents. Mais c'est précisément parce que le métal a pour fondement des facteurs psychologiques, consolidés par la coutume, que sa puissance défie les attaques de la raison pure. Puéril est le mépris des croyances, car l'homme est un être croyant. Dangereux est l'oubli de la tradition, car l'évolution de l'humanité est un processus continu. Les partisans des politiques fondées sur le papier perdent pied dans l'abstrait : ils construisent la société, puis ils veulent modeler l'âme à l'image de cette société. Soyons plus réalistes : l'organisation spontanée de la société a ses raisons que la raison ne connaît pas.

Un grand banquier de Londres, qui longtemps avait combattu l'or, avouait au moment où l'Angleterre revenait à ce métal en 1925 : « Aussi longtemps que neuf hommes sur dix dans tous les pays penseront que l'or est le meilleur étalon, l'or le sera effectivement. » Telle est la vérité. Les Gouvernements ne peuvent rien contre elle, et, dans leur propre intérêt, il est heureux qu'il en soit ainsi. Dans les pays où fleurissent les fausses doctrines, la thésaurisation et l'exportation de l'or sont un hommage rendu au métal, et elles constituent aussi un avertissement solennel donné aux puissants du jour par les épargnants traqués et tremblants.

³⁷ Sur le danger qu'à la longue de telles secousses psychologiques risquent de présenter et sur les possibilités pour l'homme de s'installer dans le désordre, voyez notre rapport à la Conférence Internationale des Instituts de Conjoncture (*Revue d'économie politique*, septembre 1938, pp. 1342 et 1373).

L'or reste et mérite de rester roi³⁸.

Chapitre IX – Comment les monnaies sont hiérarchisées et lancées dans la circulation

Une seule forme de monnaie ne suffit pas à permettre un règlement aisé de toutes les transactions. Pour verser un million de francs en argent, il aurait fallu, avant guerre, charrier des sacs de lourdes pièces de cent sous, et si l'acheteur d'un journal avait été obligé de payer en monnaie d'or, il aurait dû avoir à sa disposition des pièces si petites qu'il aurait eu de la peine à les découvrir au fond de son porte-monnaie. De toute nécessité, une fois l'étalon fixé, des monnaies subsidiaires doivent venir s'engrener sur lui, de manière à constituer un système. Leur hiérarchie est fixée par l'État suivant les coutumes et les circonstances. Nous avons disposé et disposons encore en France, par exemple, de monnaies qui s'échelonnent de dix centimes à cinq mille francs. Notre étalon a changé depuis le début du XIX^e siècle, mais l'articulation du système n'a point varié.

En fait les pièces d'or ne circulent nulle part, nos beaux « louis », notamment, ne sont plus qu'un souvenir. Les échanges intérieurs se font à l'aide de monnaies scripturales, de billets de banque et de pièces divisionnaires de métal.

La valeur nominale des billets est généralement assez élevée, car le papier n'est pas propre à servir à de petits et multiples paiements, il se salit et se détériore.

On peut considérer que la monnaie scripturale est utilisée surtout pour les règlements d'opérations importantes, les pièces de métal pour ceux des transactions journalières minimales et que le billet tient une place intermédiaire entre ces deux formes monétaires.

Il y a cependant des exceptions. Ainsi, pendant la guerre de 1914-18, les Chambres de Commerce françaises ont émis des petites coupures de papier pour faire face à un manque de monnaies divisionnaires.

Lorsque ces monnaies divisionnaires sont métalliques, elles ont un pouvoir libératoire limité, car elles ne sont pas étalon. Pour la même raison, elles ne jouissent pas de la frappe libre et les pouvoirs publics en profitent pour leur donner un caractère fiduciaire en leur attribuant une valeur légale très supérieure à leur valeur commerciale, c'est-à-dire à la valeur du métal qu'elles contiennent. Ils réalisent ainsi un bénéfice. Par exemple, dans un pays à étalon d'or, des pièces divisionnaires d'argent qui valent nominale l'unité monétaire contiendront un poids de métal valant les deux tiers de cette unité sur les marchés commerciaux. L'État moderne ne néglige aucune source de revenu.

Comment ces monnaies sont-elles frappées ou émises ?

D'une part, les pièces métalliques sont frappées par les hôtels des Monnaies conformément aux prescriptions légales. Elles doivent avoir un poids et un titre déterminés, sous réserve d'une légère tolérance.

En France, les frappes sont effectuées par l'hôtel des Monnaies de Paris qui travaille également parfois pour le compte de certains États étrangers. Elles sont contrôlées par une commission qui est composée de membres du Parlement et de délégués de quelques grands corps de l'État et qui adresse un rapport annuel au Président de la République.

³⁸ Nous venons dans un chapitre ultérieur quel a été le rôle de l'or pendant la récente guerre et quelles sont ses actuelles perspectives d'avenir.

D'autre part, les billets sont émis par des banques qui jouissent d'un monopole³⁹. Jadis, il existait dans la plupart des pays un grand nombre de ces établissements, mais il est malaisé de disposer de billets qui revêtent des formes diverses, comme nous l'avons déjà indiqué. Quelquefois certains de ces papiers n'étaient acceptés que dans une partie du territoire national et donnaient lieu à des problèmes de change intérieur fort gênants pour le commerce. L'unification est nécessaire dans ce domaine et impose la centralisation.

Les Américains du Nord eux-mêmes l'ont admis après avoir favorisé la dissémination bancaire par crainte de voir naître un *trust* monétaire : ce pays de la rationalisation a pendant longtemps souffert du régime monétaire et bancaire le moins rationnel qui se puisse imaginer. A deux reprises, en 1791 et en 1816, d'éminents hommes d'État ont créé un Institut central, mais ils ont dû renoncer à le maintenir en raison des campagnes politiques menées contre lui par les démocrates. Il a fallu attendre l'année 1913 pour mettre fin à l'anarchie dans ce domaine.

Tous les pays sont aujourd'hui dotés d'un organisme central. Les derniers instituts créés sont ceux du Canada, des Indes anglaises, de la Nouvelle-Zélande et de l'Argentine.

Parmi ces établissements, la Banque de France a toujours tenu une place éminente. Créée en 1800, elle a conservé ses statuts intacts jusqu'en 1936 et, durant ce long intervalle de temps, elle a magnifiquement rempli le rôle que le Premier Consul lui avait assigné. Sa gestion a été à la fois si adroite et si prudente que des spécialistes étrangers l'ont fréquemment prise pour modèle : Revêtant la forme de société privée, elle a pu demeurer à l'abri des ingérences excessives de l'Etat tout en lui apportant un concours précieux aux heures difficiles. Elle a su concilier l'esprit d'initiative qui constitue une des caractéristiques des chefs d'entreprises individuelles avec le souci de l'intérêt général dont doivent faire preuve les dirigeants des grandes institutions nationales.

Comme banque des banques, notre Institut d'émission assure la solidité de notre marché monétaire. C'est à lui qu'ont recours les établissements de crédit lorsqu'ils ont besoin de fonds, il est le sommet d'une pyramide d'institutions qui agissent avec confiance et hardiesse parce qu'elles savent qu'au-dessus d'elles règne un organisme puissant et secourable. Le ciment qui unit les étages de cette pyramide est formé par le réescompte. Par exemple, l'individu qui désire mobiliser une créance, c'est-à-dire obtenir immédiatement des fonds correspondants à une vente dont le montant doit être réglé seulement dans trois mois suivant les usages du commerce, tirera une lettre de change sur son débiteur et la remettra à une banque locale. Celle-ci lui versera le montant de l'effet sous déduction d'une rémunération nommée escompte. Si elle-même se trouve ensuite gênée, elle emploiera le même procédé en réescomptant la traite à un grand établissement de crédit et celui-ci à son tour en fera autant à la Banque de France. Ce mécanisme classique fait aujourd'hui place, il est vrai, dans une certaine mesure, à un système d'avances, c'est-à-dire à de simples prêts consentis aux intéressés. Les avances sont moins coûteuses que l'escompte, mais sont souvent moins bien garanties puisqu'elles ne s'appliquent pas forcément à des opérations commerciales.

La Banque de France, à la différence de la plupart des autres Instituts centraux, présente cette particularité d'être non seulement banque des banques, mais aussi banque des particuliers⁴⁰. Son activité, à cet égard, a été limitée par des règles strictes : les opérations à long terme, impliquant une immobilisation des fonds, sont interdites ; les déposants ne peuvent recevoir aucun intérêt ; le papier pris à l'escompte doit être revêtu de trois

³⁹ Pour le mécanisme bancaire, dont nous n'avons pas à parler ici, voir notre ouvrage *Le crédit*, Paris, 1934.

⁴⁰ Cette particularité crée entre la Banque de France et les établissements de crédit un état de concurrence qui empêche parfois les seconds de recourir à la première, comme ils devraient le faire.

signatures, la troisième pouvant être remplacée par une garantie réelle (valeur mobilière ou warrant⁴¹).

Notre Institut central a longtemps maintenu un taux d'escompte et d'avance à la fois faible et stable dont notre industrie et notre commerce ont grandement profité. C'est à une date récente que cette supériorité de notre marché a disparu en raison de circonstances d'ordre extra-économique.

Un Institut d'émission doit jouer un rôle non seulement dans le domaine intérieur, mais encore *dans le domaine international*. La Banque de France n'a point failli à cette tâche. Elle a su défendre notre monnaie chaque fois que les pouvoirs publics n'ont pas entravé son action. C'est elle, en effet, qui détient la réserve métallique servant de garantie à la monnaie nationale. Or, lorsque les dettes et les créances d'un pays vis-à-vis de l'étranger ne se compensent pas exactement, le solde doit être payé soit en reportant le règlement à une date ultérieure, soit en exportant du métal. Dans le premier cas, la banque d'émission élève le taux de son escompte et attire ainsi des capitaux étrangers qui viennent momentanément s'offrir aux emprunteurs afin de profiter de cet accroissement de revenu qui leur est attribué. Dans le deuxième cas, le gage de la monnaie s'effrite et si la réserve menace de s'épuiser, le pays considéré se voit obligé d'abandonner l'étalon métallique et de laisser la monnaie nationale se déprécier par rapport aux monnaies étrangères. La politique d'escompte est donc une politique de défense d'encaisse, mais elle doit être conduite avec habileté, car tout enchérissement de l'argent aggrave les charges imposées aux entreprises industrielles et commerciales et risque de nuire au développement de l'activité nationale.

Vis-à-vis de l'État, la Banque de France s'est comportée toujours de la manière la plus loyale. En contrepartie du monopole de l'émission dont elle jouit sur tout le territoire (mais non aux colonies), elle opère gratuitement les recouvrements pour le compte de l'État, elle fait à celui-ci des prêts sans intérêt remboursables à l'expiration de son privilège d'émission et elle verse au budget une part de ses bénéfices. Le montant des avances consenties à l'État qui figurent au bilan du 27 juillet 1944 atteint 503 milliards de francs. Considérée à juste titre comme notre trésor de guerre et notre plus grande ressource en cas de crise, elle n'a point démérité.

La Banque de France présente un caractère démocratique, puisque le nombre des possesseurs d'une ou de deux actions forme environ 65 % du total des actionnaires. Jusqu'en 1936, elle a été dirigée par un gouverneur et deux sous-gouverneurs, nommés par décret, et par un conseil formé de 15 régents et de 3 censeurs élus par l'assemblée générale. Celle-ci comprenait les 200 plus forts actionnaires, chacun disposant d'une seule voix⁴².

La loi du 24 juillet 1936 a remplacé cette assemblée restreinte par la masse des 40.000 actionnaires à qui, d'ailleurs, peu de pouvoirs ont été donnés, puisqu'ils désignent seulement trois censeurs ayant voix consultative et deux conseillers. Le conseil de régence a fait place à un groupement de 26 membres, dans lequel les fonctionnaires ont la majorité⁴³. En un mot, les pouvoirs des épargnants ont été amoindris et ceux de l'État accrus⁴⁴.

⁴¹ Ces règles ont été assouplies de plus en plus. Ainsi certains effets à 90 jours présentés au réescompte peuvent être renouvelés deux fois.

⁴² Parmi ces prétendues « 200 familles » il y avait les compagnies de chemin de fer, l'Assistance publique, la Caisse des dépôts et consignations, la Cité Universitaire, l'Académie des Sciences, des sociétés de secours mutuels, des municipalités..., etc.

⁴³ La minorité est formée en majeure partie par des « grands consommateurs de crédit » (agriculture, industrie, commerce). Le capital est sacrifié.

⁴⁴ Une loi du 24 novembre 1940 a limité le nombre des conseillers tout en maintenant l'emprise de l'État.

C'est par l'intermédiaire de l'Institut central que les billets sont lancés normalement dans la circulation, soit contre des dépôts d'or lorsque le régime monétaire l'exige, soit dans tous les cas par la voie des escomptes et des avances : ils reviennent à leur point de départ, lors du recouvrement des traites à l'échéance ou lors du remboursement des prêts. Ils vont par contre grossir le volume monétaire, sans grand espoir de retour, lorsqu'ils sont émis pour faire face à des dépenses de l'Etat que celui-ci n'arrive pas à couvrir par des impôts. Malheureusement, depuis 1918, *la fonction de banquier des banques est devenue secondaire par rapport à la fonction de banquier de l'Etat* dans plupart des pays.

La Banque d'émission assure donc, dans la mesure où elle demeure indépendante des interventions des pouvoirs publics, ce que l'on nomme *l'élasticité monétaire*. Quand elle estime que, sous l'empire d'un mouvement général d'optimisme les producteurs et les commerçants exagèrent leur activité, qu'un boom par conséquent risque de se produire, générateur de crise ultérieure, elle augmente le taux de ses escomptes et de ses avances ; les emprunteurs sont alors découragés et ralentissent leurs opérations. La banque peut être même obligée d'agir ainsi dans le cas où une couverture métallique du papier est exigée par les lois, puisque l'augmentation des prêts accroît le volume des billets en circulation et que ce volume risque de devenir trop important par rapport à la quantité de métal qui le gage.

L'élasticité était si parfaitement assurée en France autrefois qu'un spécialiste en la matière, M. Aupetit, voyait en elle la caractéristique de notre marché monétaire. La quantité de la monnaie tendait à se proportionner aux opérations réellement effectuées, sans défaut ni excès, et la Banque, par sa politique habile de crédit, freinait et stimulait tour à tour l'économie, de manière à la maintenir dans la voie d'un progrès constant et sûr.

Chapitre X – Un système monétaire qui a fait ses preuves : le monométallisme-or

Avant 1914, l'étude des systèmes monétaires comportait presque uniquement une longue controverse entre monométallistes et bimétallistes. Le papier-monnaie était regardé comme un déplorable expédient. Nous avons changé tout cela, non pas que les débats anciens aient pris fin, car le bimétallisme connaît par instants de brefs renouveaux et l'on peut affirmer que les théories monétaires ne disparaissent pas plus que les formes des monnaies, mais aujourd'hui les thèses les plus hétérodoxes et les procédés les plus audacieux ont leurs partisans. Du désordre des faits, engendré par la guerre, est né le désordre des idées, sans que l'on puisse encore voir poindre l'aube d'un ordre original.

Nous ne saurions passer en revue tous les systèmes proposés ; beaucoup font plus honneur à l'imagination qu'à la science ou même au bon sens de leurs auteurs. Cependant quelques-uns sont ingénieux et plusieurs ont été ou sont appliqués. Mais il est à remarquer que l'évolution des systèmes monétaires, comme celle des monnaies, se poursuit sous la pression des circonstances et que les hommes se bornent en général à dresser acte de la naissance d'un système longtemps après que celui-ci a commencé le cours de son existence. Il en a été ainsi, par exemple, pour *l'étalon de change*. C'est là une manifestation de cette *spontanéité* qui est une des caractéristiques des phénomènes économiques et que les rationalistes admettent de fort mauvaise grâce. Nous y voyons, au contraire, un motif d'optimisme : le monde tend vers un équilibre dont seules les interventions humaines empêchent l'heureux établissement. Cet équilibre est le résultat du jeu de forces naturelles trop souvent méconnues ou refoulées.

On pourrait concevoir des systèmes à étalon de métal, de papier ou de monnaie scripturale. Mais cette dernière ne pourrait servir d'étalon que si tous les habitants d'un pays avaient leur compte en banque (comptabilisme) ; c'est encore à l'heure actuelle une utopie.

Dans les systèmes à étalon métallique, l'unité monétaire est définie par un poids de métal fin. Ce métal jouit de la liberté de frappe, autrement dit la banque centrale l'achète et le vend en quantité quelconques à un prix fixe. L'État, après avoir choisi ce prix qui correspond à la définition de l'unité, demeure passif. Il se borne à donner *cours légal*, c'est-à-dire pouvoir libératoire illimité aux pièces frappées avec le métal étalon. Les billets de banque sont convertibles en métal, ce qui suppose une *couverture*. En outre, le droit de fondre de telles pièces et celui d'exporter ou d'importer le métal sont assurés. La liberté régnant ainsi dans une large mesure permet le jeu de toute une série d'automatismes que nous aurons à envisager.

Il y a *monométallisme* quand le métal précieux choisi pour étalon est unique, *bimétallisme* quand l'or et l'argent sont tous deux étalons et reliés entre eux par un rapport fixe, *étalons parallèles* lorsque, dans les mêmes conditions, ce rapport n'existe pas.

Enfin, le système d'étalon de papier comporte la déclaration du *cours forcé* du billet de banque. Le billet est généralement unique, mais plusieurs papiers peuvent servir d'étalons avec ou sans rapport fixe entre eux. La multiplicité des papiers ne se rencontre à l'époque contemporaine que dans des régimes de transition ; elle donne lieu à de grandes difficultés et à d'incessantes spéculations. Tel a été le cas en Alsace Lorraine au lendemain de l'armistice de 1918⁴⁵.

Nous commencerons notre étude par le *monométallisme-or* que toutes les grandes nations cherchaient à adopter avant la guerre. Le monde tendait ainsi vers un régime uniforme favorable aux relations internationales dont on ne saurait trop déplorer l'abandon.

Du point de vue intérieur, la convertibilité des billets en or était assurée à la banque centrale par une réglementation étroite de la *couverture*.

Trois procédés principaux étaient employés avant 1914 : le premier, simpliste et brutal, consistait à obliger l'établissement émetteur à conserver dans ses caisses une quantité de métal égale, à peu de chose près, au montant des billets émis ; il supprimait toute élasticité et était adopté par l'Angleterre pour des motifs qui lui étaient propres : la position du marché de Londres, centre monétaire et financier international, obligeait les dirigeants de la Cité à une grande prudence. La Grande-Bretagne était alors à l'étalon d'or et toute traite en livres sterling valait de l'or. Tout était sacrifié à la sécurité. En fait, l'élasticité nécessaire a été assurée indirectement grâce à l'emploi du chèque, en sorte que le volume monétaire pouvait varier d'une manière-considérable sous forme de monnaie scripturale sans affecter le montant des émissions de papier.

La deuxième formule, admise en France, était empirique : la loi fixait un chiffre maximum d'émission ou plafond, arbitraire, déplacé par le législateur lui-même chaque fois que les circonstances l'exigeaient : sorte de garde-fou mobile, incapable d'empêcher les folies.

Le troisième système, plus logique que les précédents, était mis en œuvre par l'Allemagne et tendait à être adopté par la plupart des autres États. La circulation devait être couverte pour un tiers par de l'or, les deux autres tiers étant gagés par des effets de commerce, mais cette limite pouvait être dépassée par la banque d'émission à la condition de payer un impôt sur la partie excédentaire.

⁴⁵ On trouvera une énumération des systèmes monétaires possibles dans John Williams, *The Adequacy of Existing Currency Mechanisms under varying Circumstances*, *American Economic Review*, mars 1937, supplément, p. 151.

Les trois grandes puissances de l'Europe occidentale ont de la sorte apporté chacune au problème de la couverture une solution conforme à son caractère national : rigide en Angleterre, souple en Allemagne, illusoire en France, destinée dans le premier de ces pays à former une armature solide assouplie par la pratique, dans le deuxième à permettre un élan industriel considérable tout en évitant des abus trop criants, dans le troisième à respecter les apparences tout en laissant pleine liberté à un Institut qui a fait ses preuves et qui vaut par les qualités personnelles de ses chefs plus que par l'excellence de la réglementation.

Théoriquement, la couverture sert de garantie contre des excès d'émission, mais elle nécessite des masses considérables de métal. Au temps où l'on a craint une disette d'or, des économies ont été préconisées de ce chef. La délégation de l'or du Conseil financier de la Société des Nations, en 1930, et la conférence économique mondiale de Londres, en 1933, ont recommandé la réduction des couvertures. Recommandation dangereuse : la garantie allant en s'amenuisant, le métal finit par disparaître et le régime du papier-monnaie par s'installer. La superstructure monétaire à laquelle nous avons fait allusion devient de plus en plus instable.

Pratiquement une diminution légale de la couverture n'a aucune importance pour les banques puissantes dont l'encaisse est maintenue au chiffre que les dirigeants jugent convenable, indépendamment des indications fournies par les textes, mais elle peut-être très grave pour les instituts des petites nations. La couverture est un bouclier que les chefs de ces établissements peuvent opposer aux hommes politiques désireux d'obtenir des crédits pour leurs électeurs. Successivement le Gouvernement roumain après 1918 a contraint la banque d'émission à s'intéresser à de grandes industries, lorsqu'il était aux mains des libéraux, et à consentir des avances sur les blés, lorsqu'il est devenu national-paysan. Une législation fixant un pourcentage convenable d'encaisse est susceptible d'offrir un moyen de résistance à ces pressions intéressées⁴⁶.

Le problème de la couverture continue à se poser, d'ailleurs, sous les régimes actuels que nous aurons à définir ultérieurement. En raison de l'extension de la monnaie scripturale, il s'applique au rapport entre la réserve métallique et le montant total des billets en circulation et des dépôts.

D'autre part, il conserve son importance en ce qui concerne le rôle de l'étalon d'or dans le domaine international. Le métal jaune ne circule dans aucun pays, mais il demeure l'instrument d'échange entre les nations, la commune mesure et le réservoir des valeurs, et le système de l'étalon d'or permettait jadis, dans ce domaine, le jeu d'un automatisme mis en lumière par Ricardo⁴⁷, lumière trop crue, pour-rait-on croire, car cet auteur abstrait et rigoureux a oublié les nuances au point de fournir un schéma que ses adversaires n'ont pas manqué d'opposer à la réalité complexe, fuyante et embrumée. Pourtant le schéma, dans ses grandes lignes, était exact ; le voici :

Supposons qu'un pays A, pour une raison quelconque, exporte plus qu'il n'importe, toutes choses étant égales par ailleurs, sa balance sera excédentaire ou active, il recevra donc des pays étrangers un solde en or. Cette monnaie affluant dans la circulation tendra à faire monter les prix à l'intérieur en vertu d'une règle dont nous aurons à apprécier le bien-fondé dans un prochain chapitre, par conséquent les étrangers seront moins incités à acheter dans le pays A et, au contraire, les habitants de ce pays chercheront à acheter à l'étranger. De même, les vendeurs étrangers, attirés par la cherté, multiplieront leurs envois dans le pays A, alors que les producteurs nationaux perdront leurs débouchés à l'extérieur. Il en résultera pour le pays A une augmentation des importations et une diminution des

⁴⁶ Voyez Ch. Rist, *Travaux du congrès des économistes de langue française*, Paris, 1935, p. 45, et *La question de l'or*, *Revue d'économie politique*, novembre 1930, p. 1516.

⁴⁷ Ricardo, célèbre économiste de l'école classique anglaise, du début du XIX^e siècle.

exportations qui renverseront la balance, la rendront déficitaire ou passive ; par conséquent ce pays devra à son tour verser un solde à l'étranger, autrement dit l'or qu'il aura reçu repassera la frontière et l'équilibre primitif sera rétabli. Ce mécanisme suppose que tous les pays considérés sont à l'étalon d'or et il engendre un nivellement mondial des prix⁴⁸.

Cet automatisme est presque trop beau. Dans la réalité, aucun de ces mouvements ne s'effectue sans frottements et, en particulier, l'action des variations du volume de la monnaie sur le niveau général des prix n'est pas aussi simple que le raisonnement précédent le ferait croire. Cependant, dans son ensemble, ce raisonnement est correct si l'on a soin de tout réduire à l'état de *tendances*. Sans doute, le nivellement des prix ne s'établit pas mathématiquement entre les nations, pas plus qu'il ne se réalise entre les diverses régions d'un même pays, les vendeurs et les acheteurs ne suivent pas aveuglément les indications fournies par les prix en déplaçant instantanément leurs offres et leurs demandes sur la carte du monde, mais il existe cependant, lorsque règnent l'or et la liberté des échanges, un penchant naturel au rétablissement des équilibres internationaux, et nous souffrons trop du chaos pour négliger d'indiquer une si bienfaisante tendance⁴⁹.

Mais, dira-t-on, vous parlez d'un monde dans lequel les nations auraient adopté l'étalon d'or. Ce monde, qui a existé avant 1914 et s'est reconstitué entre 1925 et 1931, n'a pas pu se maintenir : les réajustements automatiques ne se sont pas produits et le désordre est apparu. L'étalon d'or a fait faillite.

Tel est le thème des discours de maints réformateurs. Certes, il y a eu faillite. Mais comment aurait-il pu en être autrement ? Les hommes ont faussé le mécanisme ou brutalement l'ont empêché de fonctionner, puis ils lui ont reproché de n'avoir pas joué.

a) Les troubles et les menaces politiques et sociales ont transformé le domaine économique, des mouvements brusques et amples de capitaux sont nés de la peur, provoquant dans les balances internationales des ruptures d'équilibre et creusant de tels déficits que les réserves entières des banques centrales ne peuvent pas suffire à les combler. D'où la maldistribution de l'or⁵⁰ : les réserves des États tranquilles et prospères enflent, celles des nations menacées par la guerre ou le socialisme s'épuisent, les premières stérilisent un métal surabondant qui risque de faire monter leurs prix à l'intérieur, les secondes laissent s'effondrer leurs monnaies parce qu'elles deviennent incapables de maintenir l'encaisse qui les gage.

N'espérons pas mettre un terme à ce vagabondage monétaire tant que les Gouvernements menaceront les capitalistes. Défenses et sanctions peuvent anéantir le capital, mais sont incapables de le forcer à naître. On ne fait pas surgir l'épargne privée en menaçant de la détruire par une immédiate socialisation.

Quel triste spectacle nous offrent surtout entre 1936 et 1939 ces petits épargnants qui constituent en France l'immense majorité des capitalistes ! Franc par franc, ils ont constitué une réserve de monnaie, souvent au prix de longs travaux et de durs sacrifices, afin de s'assurer une vieillesse tranquille : la maison, nette avec le jardin fleuri et le ruisseau, où les heures passeront, douces, en attendant le grand départ. Mais ils savent que les maîtres de l'heure condamnent de tels rêves au nom de la fraternité humaine. Aussi gardent-ils leurs fonds sous une forme liquide, transportable ; ils observent l'horizon avec angoisse et, dès que l'orage menace, ils cherchent pour leur rêve une place de refuge. Ignorants, impressionnables, ils s'affolent et les capitaux se précipitent tantôt vers une place, tantôt

⁴⁸ Pour la discussion théorique de ce mécanisme, voyez les travaux de notre collègue, M. Aftalion : *Monnaie, prix et change*, Paris, 1927 ; *L'or et sa distribution mondiale*, Paris, 1932 ; *L'équilibre dans les relations économiques internationales*, Paris, 1937.

⁴⁹ Voyez un bon exposé d'ensemble de M. X. Zolotas, *L'étalon d'or en théorie et en pratique*, Paris, 1933.

⁵⁰ Nous avons déjà fait allusion à la *maldistribution* de l'or dans le chapitre VIII.

vers une autre, fuient à la moindre alerte dès que se profile sur un marché le spectre de la socialisation, déterminant des flux, des reflux, des remous, des raz de marées dans la masse des dettes et des créances internationales. Seront-ils frappés de malédiction et condamnés à errer éternellement, ainsi que les passagers du vaisseau-fantôme ? Et comment les mouvements de l'or pourraient-ils jamais arriver à compenser ceux de pareilles masses de capitaux vagabonds⁵¹ ?

b) Les politiques protectionnistes gênent les mouvements internationaux de marchandises. Quand une nation créancière, comme les États-Unis après 1918, s'entoure d'une barrière de douanes, elle empêche les débiteurs de la régler en marchandises et les contraint à payer en or. Dans ce cas encore, le métal se trouve appelé à faire face à des soldes de balance considérables créés par la volonté des législateurs. Le protectionnisme risque d'aboutir, d'ailleurs, à une situation sans issue : les créanciers, refusant les marchandises et ayant déjà assez de métal, sont réduits à ouvrir des crédits à leurs débiteurs ; c'est ainsi qu'aux États-Unis, des organismes étaient chargés de consentir des avances aux Européens pour permettre à ceux-ci de régler les Américains⁵².

c) Toutes les mesures autoritaires prises pour défendre l'étalon d'or aboutissent à sa ruine, car l'*étalon d'or vit de liberté*. Ainsi l'embargo sur l'or a été destiné à défendre la couverture métallique : le métal ne peut plus être exporté, mais en même temps il perd sa signification, puisqu'il ne sert plus à régler les opérations internationales. Le *contrôle des changes* aboutit à un résultat analogue. De telles dispositions ne corrigent pas un déséquilibre naissant, elles le maintiennent.

d) Il est normal qu'une réserve métallique augmente ou diminue. C'est ne rien comprendre au mécanisme économique que de regarder tout accroissement de cette réserve comme un bien et toute réduction comme un mal, comme si la masse d'or déposée à la banque centrale était une sorte de patrimoine national. Pourtant on a vu les habitants de certains pays, tels que les Argentins à la fin de l'année 1929, renoncer à l'étalon d'or pour ne pas permettre la sortie du métal qu'ils avaient réussi à accumuler dans leur caisse de conversion⁵³.

e) En raison de l'amplitude des mouvements de capitaux, les Gouvernements ont craint de trop fortes répercussions sur les niveaux intérieurs des prix. Les États-Unis, par exemple, ont *stérilisé* l'or après la guerre, c'est-à-dire l'ont gardé inactif dans les caves des banques sans lui permettre de gager de nouveaux crédits⁵⁴. Cette politique s'explique, car de grandes variations de prix sont génératrices de désordres, mais elle est coûteuse et elle aboutit à rendre le réajustement naturel impossible. Par conséquent elle va directement à l'encontre du but qu'il faudrait atteindre : l'or devenu passif s'immobilise, il ne peut plus être chassé par la hausse des prix⁵⁵.

⁵¹ La littérature économique s'est enrichie de nos jours de qualificatifs pittoresques appliqués à cette sorte de capitaux : monnaie nerveuse, monnaie brûlante..., etc.

⁵² Les Américains se payaient ainsi à eux-mêmes leurs propres exportations, et la dette européenne augmentait du chef des intérêts. Ce n'était pas une solution.

⁵³ Au moment de la fermeture de la caisse de conversion argentine, en décembre 1929, le montant de la réserve d'or atteignait 77 % du total des billets en circulation. Cet acte a été justement appelé un *pronunciamento* monétaire.

⁵⁴ On peut obtenir ce résultat en élevant la couverture métallique des banques centrales ou bien en chargeant un fonds de régularisation d'acquérir l'or au moyen d'émissions d'emprunts.

⁵⁵ Aucune mesure ne doit empêcher les mouvements d'or de faire sentir leur influence à la fois dans le pays qui perd de l'or et dans celui qui en reçoit, pour autant que ces mouvements ont un caractère permanent (Déclaration de principes des représentants des banques centrales à la Conférence économique de Londres en 1933).

Le montant d'or stérilisé en Angleterre et aux États-Unis à la fin de 1937 atteint un chiffre très supérieur à celui de la production de ce métal pendant la même année.

Toute stérilisation dans le pays qui reçoit l'or incite le pays qui l'envoie à pratiquer une politique de neutralisation. Ainsi en France, dans le courant des années 1936-37, l'effet des sorties d'or a été compensé par des emprunts de l'État auprès de la Banque de France et par des achats de fonds publics auxquels a procédé le fonds de soutien des rentes⁵⁶.

Au lieu de stériliser l'or, certains pays essaient de détourner les capitaux flottants. En Suisse, par exemple, les sommes appartenant à des étrangers ont été frappées d'une commission quand elles ont été déposées pour moins de six mois et ont rapporté intérêt lorsqu'elles sont demeurées en dépôt pendant neuf mois au moins⁵⁷.

f) En cas de déséquilibre menaçant de la balance des comptes, les banques centrales devraient pratiquer la politique de défense d'encaisse dont nous avons parlé. Mais toute hausse du taux d'escompte, même minime, est regardée dans quelques pays comme périlleuse parce qu'elle augmente les charges des entreprises. Les Anglais notamment tiennent à pratiquer une *politique d'argent à bon marché* qui ne leur permet pas de corriger des sorties d'or par des appels de capitaux à court terme. En 1931, la Banque d'Angleterre aurait dû élever le taux de son escompte pour empêcher la chute de la livre, elle a consenti à le faire beaucoup plus tard⁵⁸.

On comprend que la délégation de l'or du Comité financier de la Société des Nations ait fini par recommander le retour à l'étalon d'or, étalon de type « naturel⁵⁹ », mais ce retour exige un renouveau de libéralisme dont il ne faut pas nier les avantages sous prétexte que les tendances actuelles rendent son établissement improbable. Alors que nous aspirons à un ordre économique mondial, à une stabilisation monétaire internationale, il est bon de rappeler comment cet ordre, comment cette stabilisation peuvent être obtenus. On ne doit pas renier un idéal parce qu'il semble difficilement accessible aujourd'hui. Il le sera plus aisément plus tard, lorsque les peuples auront assez souffert pour commencer à comprendre⁶⁰.

Nous savons que l'étalon d'or a une base psychologique et que cette base est solide. En 1937 même, M. B. Anderson croit discerner, à travers le réseau des réglementations nationales, le désir des peuples et des Gouvernements de revenir à un système métallique. « Le monde retourne à l'or, écrit-il, parce qu'il n'a confiance qu'en lui⁶¹ ». Et M. Nogaro, après avoir noté que rétablir l'étalon d'or, ce serait rétablir un régime de changes parfaitement stables, reconnaît que cette action, même si elle ne correspond pas à une définition rigoureuse de l'étalon d'or, peut avoir « une signification économique positive ». Il faut à tout prix maintenir un moyen d'échange international si nous ne voulons pas que les peuples finissent par briser tous les liens qui les unissent, par s'isoler, par se priver des sources les plus fécondes de richesse et des plus sûres garanties de paix. « La formule du

⁵⁶ Monnaies et banques, t. I, *Aperçu de la situation monétaire*, Genève, 1938, p. 20.

⁵⁷ *Monnaies et banques*, t. I, *op. cit.*, p. 24.

⁵⁸ Il y a une autre raison à cette politique d'argent à bon marché : la dette publique flottante a beaucoup augmenté dans tous les pays, un accroissement d'intérêt à court terme aggrave donc dans une grande proportion les charges de l'État.

⁵⁹ *Rapport définitif*, par. 78, Genève, 1932.

⁶⁰ Le fonctionnement automatique de l'étalon d'or n'est possible que dans un monde où le jeu des autres phénomènes est également automatique (5^e *Rapport de la Banque des Règlements Internationaux*, Bâle, 1935, p. 59).

⁶¹ B. Anderson, *Gold, Stabilisation Funds and Prices*, Chase Economic Bulletin, 26 janvier 1937, p. 6.

retour à l'étalon d'or a une vertu qu'il ne faudrait pas sous-estimer, même si, dans cette vertu qu'on lui attribue, il y a une part d'illusion⁶² ».

Chapitre XI – Le bimétallisme est un système monétaire agonisant

Le bimétallisme, qui a été le système monétaire français au XIX^e siècle et a servi, comme nous le savons, d'illustration à la loi de Gresham, est devenu boiteux avant de périr. Après 1850, l'or s'est déprécié en raison de la découverte des mines australiennes et californiennes et seul il est resté dans la circulation ; après 1860, c'est l'argent qui est devenu « mauvaise monnaie » et constamment les échanges ont été gênés. Aussi les pays qui souffraient du même mal se sont-ils entendus pour y porter remède : ce fut la célèbre *union latine* conclue le 23 décembre 1865 entre la France, la Belgique, la Suisse, l'Italie, et plus tard la Grèce. D'autres conventions ont suivi en 1878 et 1885. On appelle *boiteux* le système adopté à cette époque parce que la frappe libre de l'argent a été suspendue, la pièce de 5 francs en argent conservant cependant le pouvoir libératoire illimité. La guerre et la hausse du métal blanc ont amené la rupture de fait de l'union ; dont-la liquidation, fort longue, a été terminée au début de 1932⁶³.

La plupart des mouvements qui ont pris naissance à la fin du siècle dernier dans l'espoir de restaurer le bimétallisme ont eu en réalité pour but de provoquer une hausse des prix. Ajouter l'argent à l'or aboutit, en effet, à accroître le volume monétaire et à engendrer en conséquence un enchérissement. Les denrées agricoles ont souffert en Europe, à cette époque, de la concurrence des produits obtenus par grandes masses et à bon marché dans les pays neufs, elles se sont dépréciées et c'est pourquoi les partis agraires se sont montrés les plus ardents partisans du bimétallisme. La ligue nationale bimétalliste française, en particulier, a été créée sous le patronage de trois associations agricoles.

Des conférences internationales se sont succédées, de 1878 à 1896, dues à l'initiative américaine, en vue de redonner vie au bimétallisme. Elles ont abouti à un échec total.

Les campagnes en faveur du bimétallisme ont repris avec force récemment, lorsqu'une disette d'or a menacé. Le principal argument invoqué était que les inconvénients de ce système disparaîtraient si l'on pouvait le rendre universel. Dans ce cas, en effet, les spéculateurs ne pourraient pas exporter le métal et ils n'auraient aucun intérêt à le fondre, le marché commercial étant entièrement dominé par la demande monétaire et le cours commercial demeurant par conséquent proche de la valeur légale. Mais la nécessité d'obtenir un accord international rend cette solution utopique.

Le bimétallisme est à l'agonie. Laissons-le mourir.

⁶² B. Nogaro, *Définition de l'étalon d'or. Congrès international des Sciences économiques et sociales*. Paris, 1937.

⁶³ Nous ne croyons pas devoir insister sur cette union dont l'étude ne présente qu'un caractère historique. On trouvera des détails dans tous les traités et manuels d'économie politique.

Chapitre XII – L’histoire mouvementée de l’étalon de change d’or⁶⁴

Aujourd’hui l’or ne circule plus. Les peuples sont habitués au papier. Mais nous savons que l’or sert de moyen de règlement entre les nations. Comment concilier l’absence de métal à l’intérieur du pays avec la nécessité impérieuse de maintenir cet instrument d’échange international ? Le système d’étalon de change a précisément pour but d’établir *un étalon d’or sans circulation d’or*. Le prestigieux métal est à la disposition des particuliers sous une forme qui ne lui permet pas de servir aux transactions intérieures, il reste en barres ou il est représenté par des effets sur l’étranger. Il est donc exclusivement destiné à faire face aux besoins extérieurs. Comme une armée qui n’est pas appelée à remplir un rôle de police, la réserve d’or n’agit qu’en dehors du territoire et elle demeure tout entière concentrée dans la citadelle : la cave de la banque centrale.

Ce système, boiteux lui aussi, n’est pas le fruit des recherches d’un savant ; il a été créé par les circonstances. Regardé à ses débuts comme une simple étape sur la route du monométallisme-or, il s’est imposé et a pris un caractère définitif. Il semble avoir été entraîné par un rythme au cours de son histoire brève et pourtant déjà mouvementée. Il est apparu tantôt comme un idéal à suivre, tantôt comme un piège à éviter, comme s’il était appelé à nous fournir la preuve que dans le domaine de la théorie, comme dans celui des réalités, les évolutions se poursuivent par une suite d’alternances harmonieuses pour qui les contemple et décevantes pour qui cherche à découvrir leurs causes.

L’étalon de change d’or a vu le jour aux Indes en 1893. La monnaie utilisée dans ce pays était la roupie d’argent ; or, à cette époque, la valeur commerciale de ce métal s’effondrait sur les marchés mondiaux, aussi la frappe libre fut-elle suspendue et la valeur de la roupie fixée à 16 d. d’or. Par conséquent, cette monnaie, comme les pièces divisionnaires dont nous avons parlé, avait une valeur légale fixe en or, qui ne correspondait plus à la valeur commerciale déclinante du métal dont elle était faite. Elle était pour ainsi dire dépendante de l’or, grâce, au taux de change invariable de 16 d., et ce lien l’empêchait de glisser sur la pente que dévalait le cours commercial de l’argent. Il va de soi que ce change était assuré effectivement : l’Hindou désireux d’obtenir de l’or pour payer des achats à l’étranger obtenait le métal jaune contre le métal blanc dont il disposait, et l’étranger désireux de régler des transactions effectuées aux Indes obtenait le métal blanc contre le métal jaune. L’organisme chargé d’effectuer cet échange disposait donc d’une double caisse, or et argent⁶⁵. Mais le système était, en fait, assez complexe, et nous trouvons un meilleur exemple d’étalon de change en Argentine.

En 1899, ce dernier pays a créé le système classique de l’étalon de change, sous sa forme la plus simple, la plus rigide, la plus instructive. L’or était réservé aux échanges internationaux, le papier servait aux échanges intérieurs. Une *Caisse de conversion* échangeait l’or contre le papier et le papier contre l’or à un taux fixe. On peut la concevoir comme une sorte de machine réversible située à la frontière idéale de l’Argentine : tous les capitaux qui entraient dans le pays en or ou en devises-or étaient transformés par elle en

⁶⁴ Rappelons que l’on appelle *change* le troc d’une monnaie contre une autre monnaie. Le change dont nous nous occupons est international. Son taux ou cours dépend de la situation des dettes et créances du pays considéré, puisque ces dettes et créances sont réglées en monnaie. Cette situation elle-même est commandée par des facteurs économiques ou psychologiques.

⁶⁵ L’une de ces encaisses était située en Angleterre : la *gold standard reserve*, l’autre aux Indes : la *paper currency reserve*.

billets de banque et tous les capitaux sous forme de billets qui sortaient du pays étaient transformés par elle en or ou en devises-or.

C'était en somme un système d'étalon d'or dans lequel était intercalé un organisme de transformation. Rien n'empêchait le réajustement automatique ricardien, que nous avons analysé, de se produire comme dans le cas d'un étalon d'or pur et simple. Par exemple, des exportations considérables de marchandises provoquaient un afflux d'or ou de devises qui, une fois transformés en billets par la caisse, servaient à régler les créanciers nationaux ; l'augmentation du volume de la circulation de papier qui en résultait tendait à provoquer une hausse des prix, donc à ralentir les commandes de la part des clients étrangers et à accroître les importations, double mouvement qui rétablissait l'équilibre.

La difficulté qui apparaît immédiatement lorsqu'on examine ce mécanisme n'est pas différente de celle que l'on rencontre lors de l'étude du fonctionnement de l'étalon d'or. La caisse de conversion comme la banque centrale, doit disposer d'une *réserve* métallique suffisante pour faire face à un fléchissement temporaire de la balance des comptes ; Si, en raison de troubles extra-économiques ou d'interventions de l'État, les soldes des balances atteignent des proportions démesurées, l'étalon de change d'or ne peut pas plus se maintenir que l'étalon d'or.

Dans les temps relativement calmes antérieurs à 1914, ce système a semblé excellent pour les États qui n'avaient pas adopté l'étalon d'or. Il leur permettait de faire partie du grand courant mondial des échanges qui se poursuivaient sur la base de l'or, sans abandonner leur propre monnaie. Il a même été établi d'autorité aux Philippines en 1903 une fois qu'on a découvert son principe⁶⁶.

L'étalon de change n'a pas supporté l'épreuve de la guerre et il a connu une première disgrâce. En raison de la hausse du cours de l'argent, la quantité de métal contenue dans la roupie n'a pas tardé à valoir plus de 16 d. or et cette pièce a commencé à disparaître de la circulation, étant fondue pour être vendue au poids du métal. Le Gouvernement fut obligé de modifier la définition de la roupie qu'il rendit échangeable contre deux shillings en 1920 ; puis, la crise survenant, il ne put pas maintenir ce taux et abandonna la roupie qui oscilla désormais avec les prix du métal et le montant du solde de la balance des comptes hindoue.

Le système argentin se rompit également. Sa rigidité s'expliquait en ce pays où de trop fréquents désordres politiques avaient provoqué au XIX^e siècle des abus de papier-monnaie, mais en 1914 les déposants inquiets retirèrent leurs fonds, les banques cherchèrent à se procurer de l'or et la contraction corrélative de la circulation intérieure gêna les transactions. La caisse fut fermée et le resta pendant 13 ans.

L'étalon de change a reconquis la faveur de l'opinion après la guerre. Il a été regardé comme un excellent moyen d'économiser l'or, à une époque où les peuples européens cherchaient à reconstituer leur économie. S'ils avaient tous désiré passer en même temps de l'étalon papier à l'étalon d'or, ils se seraient livrés à une « lutte sauvage pour l'or ». La Conférence de Gênes d'avril 1922, dans sa résolution n° 9, a recommandé l'étalon de change d'or et cette recommandation a été suivie. Le monde, entre 1926 et 1931, a trouvé son équilibre monétaire : les deux grandes places, Londres et New-York, ont servi de centres-or, et la plupart des pays ont rattaché leur monnaie à l'axe anglo-américain par la voie de l'étalon de change. Mais cet ordre ne valait qu'autant que les centres-or offraient toute sécurité. Il a été détruit en 1931 par la faute de l'Angleterre.

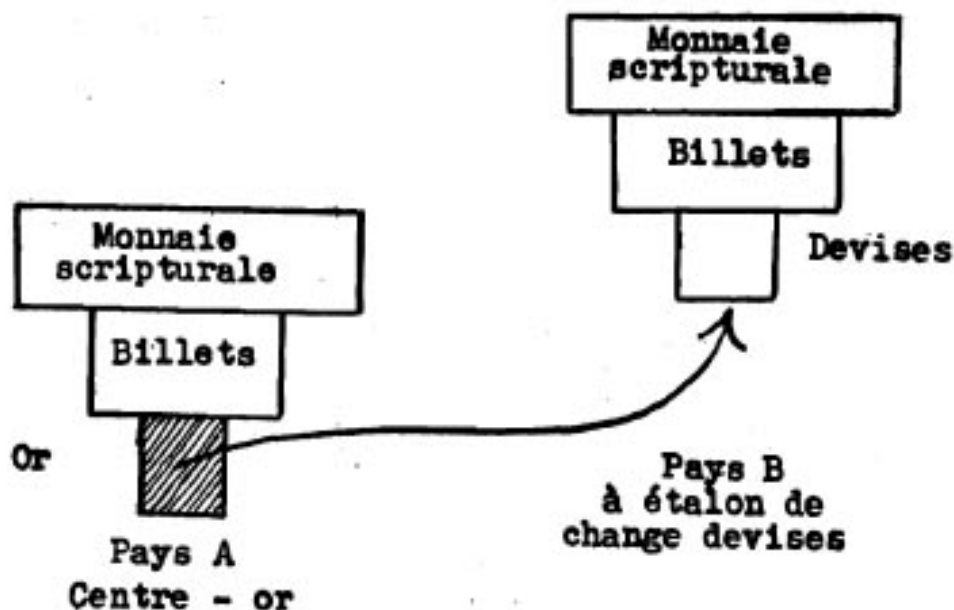
⁶⁶ Le fait est assez rare pour qu'on le signale. L'établissement du *conant-peso* philippin a été une véritable expérience conduite d'après les indications de l'économiste américain Conant. V. nos articles sur : *Le gold-exchange standard* dans la *Revue des sciences politiques*, avril 1924, et sur *La Caisse de conversion argentine* dans la *Revue politique et parlementaire*, mai 1932.

Le mal, il est vrai, aurait été moindre si l'étalon de change n'avait pas pris une forme dangereuse. La réserve d'or destinée à maintenir le taux de change fixé par la loi entre l'or et la monnaie nationale peut être constituée soit par des traites ou devises en or, c'est-à-dire des lettres de change sur des pays à étalon d'or, notamment des effets sur Londres, soit par du métal. Dans le premier cas, la banque centrale est obligée de rembourser en devises-or au taux fixé les billets qu'on lui présente et d'acheter toutes les devises-or qu'on lui offre au même taux en les payant avec ses billets. Dans le deuxième cas, elle doit rembourser les billets en barres d'or au taux légal, généralement sous réserve d'un montant minimum, car chaque barre représente une grande valeur, et inversement acheter, toujours au même taux, les lingots de métal jaune importés. L'importation et l'exportation des devises ou des lingots doivent être entièrement libres.

L'établissement chargé de ces opérations aura tendance à préférer les devises au métal, car il ne se soucie guère d'avoir à conserver un stock d'or improductif pour les besoins des échanges, mais de graves inconvénients surgissent.

N'oublions pas, tout d'abord, que cette réserve continue à servir de fondement à la superstructure des monnaies nationales : billets et monnaies scripturales. Si donc le pays à étalon de change dispose uniquement d'une réserve de devises, tout son appareil monétaire est gagé par elle, c'est-à-dire par de l'or situé dans le centre étranger. Mais, dans ce dernier pays, le même stock d'or soutient déjà une superstructure de papier et de crédit. Il y a donc double emploi. L'étalon de change devises favorise ainsi un développement excessif du volume monétaire. *L'erreur initiale est dans l'identification du stock devises et du stock métal.*

Ensuite toute décision d'un des deux pays en cause retentit sur l'autre et risque en conséquence de provoquer des protestations et même une tension politique. Si, par exemple, le pays B, à étalon de change, désire pour un motif quelconque réaliser ses traites, il retire du pays A le stock d'or qui lui est nécessaire et amène une réduction brutale de la superstructure de A. C'est pourquoi, une vive émotion a régné à Londres en 1927 quand la Banque de France a rapatrié de l'or. Si, de son côté, le pays A abandonne l'or et laisse sa monnaie se déprécier, les devises dont B dispose et qui sont libellées dans la monnaie de A perdent brusquement une partie de leur valeur. C'est là précisément le fait qui s'est produit en 1931. La plupart des banques centrales européennes avaient tout ou partie de leur encaisse en livres sterling : la perte subie par la Banque de Hollande a atteint 30 millions de florins, soit une fois et demie le montant de son capital, et la Banque de France a perdu 2.324 millions de francs. On comprend que le geste britannique de 1931 ait porté un coup fatal à l'étalon de change devises : tous les instituts centraux se sont empressés de transformer en or ce qui leur restait d'effets sur l'étranger ; l'étalon de change d'or devises (*gold exchange standard* proprement dit) a cédé la place à l'étalon de change d'or lingots (*gold bullion standard*). Chaque pays a dorénavant cherché à avoir son encaisse métallique propre, capable d'assurer son indépendance monétaire. La preuve était faite qu'il ne fallait pas compter sur la loyauté du plus important et du plus ancien marché monétaire mondial.



L'histoire de l'étalon de change d'or devises nous enseigne qu'une excessive économie d'or n'est pas la meilleure des économies⁶⁷.

Elle nous permet aussi d'affirmer que ce système est le plus propre à permettre le rattachement des monnaies nationales au métal jaune dans un monde appauvri et bouleversé.

Nous verrons plus loin que nous sommes loin de cette formule minimum. L'étalon d'or a été disloqué ; des formes hybrides, hypocrites, ont craintivement surgi : étalon de change d'or temporaire, étalon de change d'or approximatif, étalon de change d'or nominal ou fictif ; d'autres audacieusement se sont imposées : étalon de change sterling, étalon de change dollar. Mais, pour les comprendre, il nous faut parler d'abord des manipulations monétaires, sources de tout le mal. L'homme se lance sans cesse dans de nouvelles expériences dont il sort meurtri, mais non corrigé.

Chapitre XIII – La monnaie agit sur les prix mais son action échappe au calcul

Dans un régime de liberté, l'économie entière repose sur le mécanisme des prix. Dès l'instant où existe la division du travail, le problème fondamental pour l'individu est de s'assurer qu'il pourra acquérir ce dont il aura besoin avec ce qu'il aura produit. Cette adaptation nécessaire de la production à la consommation se fait spontanément, sans aucune d'intervention d'autorité, grâce à l'emploi de la monnaie.

Il n'est pas inutile de rappeler comment se forment les prix. Cette formation est un spectacle si banal que nous ne songeons plus à l'admirer, pas plus que nous ne pensons à nous réjouir de pouvoir respirer. Elle est, il est vrai, soumise parfois de nos jours à des influences qui la détériorent ou même la masquent aux yeux des observateurs.

⁶⁷ F. Mlynarski, *Gold and Central Banks*, New-York, 1929, p. 97.

L'homme se laisse guider par son *intérêt personnel*, quoi qu'on fasse et qu'on dise, et ne semble guère faire de progrès dans la voie de l'altruisme. Il cherche à obtenir le maximum de résultat, c'est-à-dire en termes économiques le gain le plus élevé possible. Mais les acheteurs ne se présenteront que si les produits offerts leur conviennent. Le producteur s'appliquera donc à découvrir quels sont les désirs des consommateurs et s'efforcera de leur donner satisfaction, il se mettra volontairement au service de ses concitoyens. Mais comment connaître l'objet du désir d'autrui ? Le prix servira de baromètre ; il montera d'autant plus que la marchandise offerte répondra mieux à ce désir, car le nombre des acheteurs augmentera. Cette hausse assurera au producteur habile des bénéfices mérités. Ainsi l'individu est-il stimulé par l'espoir du profit et orienté par le mouvement des prix vers la source de ce profit.

Certes, le producteur cherchera à maintenir l'élévation des prix pour conserver ses revenus. Il voudra bénéficier d'un monopole. Mais il n'est pas seul en cause. Le prix indique à ses compatriotes, comme à lui-même, dans quelle voie il convient de se diriger pour faire fortune. Des *concurrents* surgissent donc qui multiplient les objets désirés et en font, par conséquent, baisser le prix ; ils les mettent ainsi à la disposition d'un nombre de plus en plus grand de consommateurs, ils arrachent au monopoleur naissant son privilège et permettent au progrès de se poursuivre par la mise des produits à la portée de tous. Le consommateur est le dernier et grand bénéficiaire du système.

Les hommes, agissant conformément à leur intérêt personnel, s'opposent donc les uns aux autres, et cette opposition détermine un équilibre stable grâce au prix qui indique les pressions menaçantes et fait surgir les forces destinées à leur faire contrepoids. Étonnante construction sociale qui repose sur une base psychologique sûre, et de lignes si harmonieuses qu'elle a fait naître chez ses premiers observateurs la croyance à un ordre divin.

Le prix, jailli du choc de l'offre et de la demande, perpétuellement variable comme elles, est une expression momentanée de la valeur des produits échangés. Il est la lueur fugitive et sans cesse renaissante qui guide le producteur à travers le dédale des produits et des services. Fixer d'autorité un prix, c'est lui ôter sa raison d'être, c'est respecter le mot en tuant la chose.

Mais ce prix si nécessaire s'exprime en termes de monnaie. Tout problème d'adaptation de la production à la consommation implique *ipso facto* un problème monétaire. C'est en vain que des spécialistes cherchent aujourd'hui à modifier la monnaie dans l'espoir de la réduire au rôle d'intermédiaire. Le prix n'est pas seulement influencé par l'offre et la demande ; il l'est aussi par des phénomènes propres au moyen d'échange. On pressent le danger : que le montant de la monnaie varie, par exemple, rien de plus normal, puisqu'il doit se proportionner au volume des transactions ; plus les affaires se multiplient, plus il faut d'instruments monétaires ; cette adaptation constitue ce que l'on nomme précisément l'élasticité ; mais qu'un Gouvernement s'avise d'augmenter arbitrairement la masse de monnaie qui circule, et voilà le prix qui oscille comme si quelque variation s'était produite dans l'offre ou la demande des marchandises ou des services. Le baromètre est faussé.

L'action de la monnaie sur le prix a donné lieu à des controverses sans nombre dont nous n'avons pas à parler ici⁶⁸. En résumé, elle peut être considérée comme double. Elle est à la fois directe et indirecte.

⁶⁸ Le lecteur les trouvera dans la section V de notre livre sur *La monnaie et la formation des prix*. Voyez pour un bon résumé de notre thèse : H. Denis, *Les récentes théories monétaires en France*, Paris, 1938, pp. 157 et suiv.

L'influence directe a été longtemps négligée, elle a été découverte au XVI^e siècle et, par une réaction naturelle, a pris une forme absolue : les mouvements des quantités de monnaie engendreraient des variations proportionnelles du niveau général des prix. Des auteurs du XVIII^e siècle ont ajouté la vitesse de circulation à la quantité, car il est évident qu'une voiture dont la vitesse est doublée permet de transporter autant de voyageurs en un certain temps que deux voitures ayant conservé la vitesse antérieure. Au XIX^e siècle, l'influence directe est mise en doute et le conflit grandit entre les partisans et les adversaires de ce que l'on a nommé *la théorie quantitative*, théorie qui exprime cette influence en termes plus ou moins nets.

Un économiste américain, M. Irving Fisher, a réussi à centrer la discussion sur une formule évidente : la quantité de monnaie qui a servi à effectuer des paiements pendant une période donnée, multipliée par sa vitesse moyenne de circulation est égale au prix moyen des marchandises que l'on a achetées avec cette monnaie, multiplié par le nombre des achats effectués. Cela revient à dire que la somme de monnaie que j'ai déboursée dans un grand magasin est égale à la somme des prix des marchandises que j'y ai achetées. Plus scientifiquement, on dit que la quantité de monnaie, réelle ou scripturale, multipliée par sa vitesse de circulation, est égale au niveau général des prix multiplié par le volume des transactions.

Cette formule qu'on peut écrire sous une forme simplifiée : $MV = PT$, en se référant aux initiales des mots monnaie (quantité), vitesse, prix et transactions, ne résout rien par elle-même, mais permet de fixer les idées. Elle montre que, si T ne change pas, tout facteur qui agit sur M ou sur V modifiera P ; or M est contrôlé soit par les pouvoirs publics, soit par les banquiers, tandis que V dépend de la volonté des particuliers. Un Gouvernement peut contraindre la banque d'émission à accroître la quantité des billets, mais il ne peut pas forcer les individus à faire circuler ces billets avec plus ou moins de rapidité. La thésaurisation constitue un cas limite de V. Si les particuliers gardent la monnaie sans s'en servir, ils ralentissent V et ils peuvent par conséquent amoindrir ou annuler l'influence qu'aurait exercée sur P un accroissement de M. Au contraire, si la monnaie vient à inspirer de la méfiance, chacun cherche à s'en débarrasser, V s'accélère et les prix augmentent, même s'il n'y a aucune modification dans le montant de la monnaie ni dans le volume des transactions.

Malheureusement il n'est pas possible de calculer exactement les termes de l'égalité précédente. La vitesse de circulation, en particulier, ne se laisse chiffrer que d'une manière approximative et insuffisante.

Nous n'avons jusqu'à présent tenu compte que de l'influence directe. L'influence indirecte va nous obliger à apporter quelques rectifications à notre raisonnement. Nous avons admis que l'action d'une augmentation arbitraire de la quantité de monnaie, par exemple, s'exerçait dans le sens d'une hausse du niveau général des prix, mais nous devons remarquer qu'en même temps cette augmentation constitue un stimulant pour les affaires. En déréglant le baromètre des prix, comme nous l'avons indiqué, elle donne l'illusion de la prospérité et fait naître des espoirs de profits ; en outre, elle fournit aux chefs d'entreprise des fonds qui leur permettent d'accroître leur production, et cet accroissement tend à faire baisser les prix. Alors donc que les prix montent sous l'influence directe du mouvement monétaire, ils sont comme retenus par l'influence indirecte. Mais celle-ci est beaucoup moins puissante que celle-là, elle est postérieure et temporaire ; un moment vient même où elle est à peu près annulée par l'accélération de la hausse due à la première influence, si les émissions monétaires continuent de se multiplier. Cependant le fait qu'elle existe suffit à faire comprendre que l'augmentation du niveau des prix est moins que proportionnelle à celle du montant de la monnaie, en supposant toutes choses égales par ailleurs. Nous

verrons qu'elle peut devenir plus que proportionnelle lorsque la vitesse de circulation intervient à son tour pour gonfler plus encore le premier terme de la formule de Fisher.

Nous concluons donc que *l'augmentation du volume et de la vitesse de circulation de la monnaie tend à faire monter les prix, sans qu'il y ait proportionnalité ni fatalité dans ces mouvements, et que cette tendance s'affirme d'autant plus que l'augmentation est plus importante et plus rapide*⁶⁹.

Le lecteur pensera peut-être que ce n'est pas là une grande découverte. Il se trompe. Nous verrons, en effet, au chapitre suivant, que bien des chefs d'État paraissent ignorer qu'en recourant à la planche à billets, ils déterminent une hausse des prix. Ignorance étrange, certes, alors que tant d'émissions de papier-monnaie, dans tant de pays, ont provoqué, récemment encore, un redoutable enchérissement de l'existence.

L'idéal serait d'instituer *une monnaie neutre*, c'est-à-dire telle qu'elle n'exerce aucune action sur les prix. Ceux-ci ne seraient nullement stabilisés, mais leurs variations seraient dues uniquement aux mouvements de l'offre et de la demande des marchandises et des services. Ainsi rempliraient-ils au mieux le rôle qui leur est assigné dans le système individualiste. Malheureusement cet idéal nous semble inaccessible. Pour parvenir à lui, il faudrait neutraliser le premier membre de la formule de Fisher en compensant les variations de la vitesse de la monnaie par celles du volume de cette monnaie. L'État ne peut agir, en effet, que sur le volume, la vitesse dépendant des individus. Mais ce serait là une direction monétaire d'une difficulté telle qu'on peut la considérer comme impraticable.

Chapitre XIV – L'inflation est toujours une source d'injustices

Toute augmentation de la quantité de monnaie en circulation ne constitue pas une inflation. Elle est normale lorsqu'elle correspond à un développement des transactions, elle devient anormale et prend le caractère inflationniste dans le cas contraire. Encore faut-il qu'elle soit assez forte et brusque pour agir sur le niveau des prix, car c'est en raison de cette action que l'inflation est appréciée.

Il peut y avoir inflation d'or, de papier ou de monnaie scripturale. Nous avons fait allusion à la première forme lorsque nous avons indiqué que certains États essayaient d'éviter les mouvements des prix intérieurs dus à un afflux excessif du métal jaune en *stérilisant* celui-ci. Déjà pendant la guerre de 1914-18, les Suédois, devenus créanciers des belligérants à qui ils fournissaient des matières premières, avaient interdit les importations d'or de manière à obliger leurs débiteurs à les payer avec des marchandises et non avec un métal dont l'accumulation avait pour seul résultat d'enchérir le coût de la vie. Mais l'inflation d'or présente cet avantage d'être toujours limitée, puisqu'on ne saurait accroître indéfiniment le stock métallique mondial existant.

Il n'en va pas de même avec les billets et le crédit. *Les assignats* nous offrent un modèle célèbre d'inflation de papier. Émis, non point du tout pour faciliter la vente des biens du clergé, comme on l'a dit parfois, mais pour remédier à une crise de trésorerie, et garantis par une hypothèque sur ces biens, les assignats ont proliféré au point de perdre toute valeur. Déjà, à cette époque, les Français ont vu apparaître ces chiffres astronomiques auxquels malheureusement nous commençons aujourd'hui à nous habituer : le 19 février 1796, la

⁶⁹ Nous nommons *notion quantitative* cette règle de tendance, pour la distinguer de la *théorie quantitative* qui implique une proportionnalité.

circulation des assignats atteignait 40 milliards de livres. Cambon avait pourtant tenté de donner confiance à ses compatriotes en assurant qu'il n'y avait pas un sou de déficit et que tous ces papiers étaient gagés⁷⁰. Malgré cette prétendue garantie, la douzaine de torchons montait à 2.600 livres⁷¹ ! L'inflation de crédit est plus récente. Les États-Unis y sont passés maîtres. Déjà, afin de financer la guerre, les banques invitaient leurs clients à souscrire aux emprunts, et, dans ce but, leur ouvraient des crédits. Ceux-ci pouvaient être escomptés aux établissements centraux (*Federal Reserve Banks*) à un taux de faveur, c'est-à-dire inférieur au taux commercial.

Entre la fin de 1913 et la fin de 1928, la masse des billets de banque, dans l'ensemble des États, a augmenté de 110 %, les dépôts à vue dans les banques commerciales de 130 %, les engagements à vue des banques d'émission de 350 %, alors que le stock d'or monétaire s'est accru de 40 %. Ces chiffres donnent une idée des excès commis. L'augmentation des moyens d'échange a engendré à ses débuts un optimisme général parmi les producteurs, les intermédiaires, les financiers, les spéculateurs, chacun escomptant une hausse future des prix. Les Américains du Nord, en particulier, habitants d'un pays neuf, confiants dans l'avenir, ont aggravé le mouvement en exigeant des crédits de plus en plus abondants, afin d'intensifier des opérations qu'ils imaginaient éternellement lucratives. La psychologie nationale, psychologie de foule, simpliste, imprégnée de mystique, a poussé l'inflation à son extrême limite. Les individus ont fait pression sur les banquiers qui essayaient de freiner le mouvement. Puis le krack est arrivé, en 1929, inévitable, brutal, la panique a régné, et l'opinion s'est retournée contre les financiers dont elle avait méprisé les conseils. Quant aux pouvoirs publics, ils avaient seulement désiré provoquer une légère inflation, dans le but de « diriger » l'économie, conformément à une théorie dont nous aurons à faire la critique, mais l'arme qu'ils voulaient utiliser avec prudence a été arrachée de leurs mains par la masse ignorante et toute puissante. Et cette histoire nous fournit la preuve qu'il est difficile de faire un peu d'inflation. Une fois pris dans l'engrenage, il faut généralement aller jusqu'au bout.

Nous examinerons particulièrement ici la forme d'inflation spécifiquement française qui consiste dans une émission excessive de billets de banque. En pratique, c'est le déficit du budget de l'État qui provoque ce recours à la planche à billets, ce déficit lui-même étant engendré par la guerre ou par des mesures de tendance socialiste.

Les défenseurs de l'inflation, qui en sont les bénéficiaires, soit économiquement (profiteurs), soit politiquement (démagogues), ont trouvé cependant des arguments en sa faveur.

En premier lieu, disent-ils, l'inflation assure, en temps de dépression, le *démarrage* de l'économie, grâce à son action stimulante. C'est là l'influence indirecte que nous avons indiquée. Elle est renforcée en fait parce que les individus se laissent hypnotiser par les apparences : ils voient grandir leurs revenus monétaires et ils ont l'impression de s'enrichir, même lorsque le profit se trouve absorbé au moins en partie par la hausse consécutive des prix. Ils s'en tiennent au *nominal* jusqu'au jour où l'illusion s'efface, où les yeux s'ouvrent et contemplent avec angoisse le réel. Cette euphorie n'a qu'un temps. Elle est fâcheuse, car elle donne aux chefs d'État mal avisés l'impression momentanée qu'ils ont obtenu plein succès et qu'ils doivent persévérer. C'est là une raison de plus pour affirmer que toute inflation, même légère, est périlleuse, moins par elle-même que par sa force d'expansion. Certes, le médecin ordonne à l'infirmier de faire des piqûres pour ranimer l'organisme défaillant du malade, mais en ayant soin de préciser le nombre de ces piqûres et en s'assurant qu'on les arrête en temps voulu. L'inflation « coup de fouet » est une solution

⁷⁰ En dépit de son optimisme, Cambon avait thésaurisé de l'or.

⁷¹ Voyez les travaux de MM. Marion, Mathiez, Harris, etc.

désespérée. Si elle est faible, aura-t-elle une action sur les forces productives ? Etsi elle est forte pourra-t-on l'arrêter et ses répercussions sur les prix ne seront-elles pas redoutables ? Le risque est grand, le résultat favorable demeure problématique⁷².

En second lieu, l'inflation fait fléchir le change, puisqu'elle détériore la valeur de la monnaie, par conséquent, *elle crée une prime à l'exportation*. Cet argument était très en honneur à la fin du siècle dernier dans les pays neufs où sévissait une intense dépréciation monétaire. Pour conquérir des débouchés à l'étranger, il faut vendre bon marché, c'est-à-dire diminuer le prix de revient. C'est là une entreprise difficile. N'est-il pas plus simple d'aboutir au même résultat en faisant fléchir le change de la monnaie nationale, grâce à une inflation massive ? Les prix intérieurs deviendront ainsi avantageux pour l'étranger, les sorties de marchandises augmenteront, la balance commerciale sera favorable.

Ce raisonnement est correct, mais seulement à condition que les prix intérieurs ne montent pas dans la mesure où le change se déprécie. Or, même sans tenir compte de l'inflation monétaire et de la théorie quantitative, l'augmentation des exportations et la diminution des importations que l'on désire obtenir tendent à rétablir l'équilibre par un mécanisme naturel de réajustement ; elles correspondent, en effet, à un accroissement de la demande et à une contraction de l'offre, c'est-à-dire provoquent une hausse des prix intérieurs. Autrement dit, l'étranger n'achète qu'autant que les prix intérieurs, compte tenu du cours du change, sont inférieurs à ceux qui sont pratiqués dans son propre pays, et, en achetant, il fait monter ces prix intérieurs, il tend à rétablir ce que nous appelons aujourd'hui « la parité des pouvoirs d'achat⁷³ ». Par conséquent, la prime à l'exportation est *temporaire* ; elle ne peut subsister que si le cours du change fléchit chaque fois que la parité menace d'être atteinte. Elle est le fruit d'une création nouvelle, indéfiniment répétée. Elle est le résultat d'un change *en baisse* et non d'un change *bas*. La tendance des bénéficiaires de la prime est donc inévitablement à pousser à la chute indéfinie du change, à la dépréciation monétaire totale.

La prime est, d'ailleurs, souvent annulée par la politique des États importateurs qui se soucient peu de voir des marchandises étrangères envahir leur marché et ripostent par des augmentations de tarifs douaniers, dits « *anti-dumping* de change ». La Grande-Bretagne se défendit de la sorte au lendemain de l'armistice, sans paraître renoncer au libre-échange traditionnel.

Bien entendu, la prime à l'exportation n'existe que si la dépréciation monétaire est localisée. Or l'inflationnisme tend à faire tache d'huile. Les États menacés, au lieu de recourir à des augmentations de taxes douanières, sont tentés d'user du même procédé. La nation qui a déclenché le mouvement ne retire alors de son action que le triste honneur d'avoir donné le mauvais exemple.

En troisième lieu, les époques de crise sont favorables à la naissance d'un courant d'opinion qui cherche à faire table rase du passé, sans se soucier des destructions que ce geste comporte. Si l'on augmente la quantité de monnaie, pense-t-on, la valeur de cette monnaie diminue et la charge des dettes se trouve allégée, non pas nominalement, mais réellement. L'État, qui est le plus important des débiteurs, est aussi le plus grand bénéficiaire de cette politique. Il n'est pas le seul à en tirer profit : les auteurs du XVI^e siècle ont parlé des « malicieux » qui préconisaient des mutations monétaires pour se libérer de leurs dettes au détriment des braves gens. Les malicieux sont de tous les temps.

⁷² Nous retrouverons plus loin l'inflation comme procédé de direction.

⁷³ Il y a parité de pouvoirs d'achat entre deux pays lorsque les cours du change et les prix sont à des niveaux tels qu'il est indifférent en moyenne pour les habitants d'acquérir les marchandises dans l'un ou l'autre de ces pays.

Protestons contre une certaine mystique déjà ancienne, mais persistante. Quelques-uns de nos contemporains ont tendance à regarder les débiteurs avec une sorte de pitié complaisante et les créanciers comme de féroces usuriers. Rien de moins exact. Le débiteur n'est pas forcément un pauvre diable qui emprunte quelque argent pour subvenir à ses besoins, c'est en général un individu ou un groupement qui n'a pas assez de capitaux pour mener à bien une entreprise et qui peut être pauvre ou non, intéressant ou non, suivant les cas. Il n'y a *aucune raison* de le préférer au créancier qui peut être, lui, un petit épargnant très modeste. Songeons aux vieillards, aux malades, aux infirmes, aux veuves qui vivent du fruit des économies qu'ils ont réalisées pendant le cours de leur existence. Ils sont légion. La France est un pays de capitalisme démocratique.

En face de ces prétendus avantages de l'inflation, que d'inconvénients à énumérer ! Les conséquences s'enchaînent, inéluctables, dramatiques : hausse des prix, instabilité des changes, thésaurisation, tension du taux de l'intérêt. Nous insisterons seulement ici sur l'injustice qui résulte de ce procédé monétaire.

L'inflation est *immorale*, puisqu'elle frappe inégalement les habitants, sans aucun rapport avec leurs facultés ou avec leurs mérites. Elle constitue une expropriation sans indemnité de certaines catégories d'individus au profit de certaines autres catégories : les créanciers sont frappés au profit des débiteurs, notamment lorsqu'il s'agit de contrats à long terme : par exemple, des propriétaires fonciers ont été ruinés en France parce qu'ils avaient conclu à la veille de la guerre des baux de longue durée dont le prix en francs-papier n'était plus suffisant après l'armistice pour couvrir le montant des impôts, des assurances et des réparations ; les rentiers sont lésés au profit de l'État, qui les punit ainsi de lui avoir fait confiance : les obligataires sont rançonnés au profit des sociétés, qui se trouvent de la sorte libérées d'une partie de leur dette.

Bien que les socialistes, en multipliant les dépenses et en se montrant peu soucieux de l'équilibre budgétaire, soient souvent responsables des inflations, les salariés comptent parmi les victimes, car ils n'obtiennent qu'avec un certain retard des réajustements de rémunération, en sorte que leur revenu réel⁷⁴ demeure inférieur au chiffre qu'il atteignait précédemment pendant la période de stabilité monétaire. En outre, les réajustements des traitements et salaires des fonctionnaires se font d'une manière très inégale ; ils sont d'autant plus exacts que l'on descend l'échelle des capacités : les petits employés, formant masse et par conséquent disposant d'une force électorale considérable, obtiennent en général une hausse des salaires qui leur permet de compenser à peu près celle du coût de la vie, ce qui est conforme à la logique, mais le haut personnel arrive difficilement à se faire octroyer par les pouvoirs publics un accroissement de rémunération ; il en résulte une tendance au nivellement des revenus qui est le plus sûr moyen de détruire l'esprit d'initiative, de décourager l'invention et d'arrêter net dans sa course le progrès humain. Nous savons bien que ce nivellement est un idéal pour beaucoup de socialistes, mais nous demandons à quoi bon perdre sa jeunesse et ruiner sa santé, comme le font tant de jeunes gens de notre bourgeoisie, en préparant des examens et des concours d'une extrême difficulté, si la situation obtenue à la suite de tant d'efforts doit être identique à celle d'un terrassier ou d'un docker⁷⁵ ?

Les plus lamentables victimes sont les épargnants. Leurs économies fondent entre leurs mains au furet à mesure que l'inflation se poursuit, avec d'autant plus de rapidité qu'ils ont

⁷⁴ On appelle revenu réel le pouvoir d'achat du revenu monétaire. Le salaire réel, par exemple, représente ce que l'ouvrier peut acheter avec son salaire, il diminue quand le coût de la vie augmente, si son montant nominal ne change pas.

⁷⁵ Cette tendance au nivellement des revenus est flagrante ; elle n'existe pas en Russie, où les différences entre les salaires sont considérables.

agi avec plus de prudence et de patriotisme. En effet, les rentes et les obligations perdent leur valeur ; tandis que les actions enchérissent dans la mesure où les sociétés tirent bénéfice de l'inflation, et d'autre part, les valeurs étrangères deviennent particulièrement attrayantes, puisque leurs cours exprimés en monnaie nationale montent dans la proportion où cette monnaie se déprécie. L'injustice est à son comble. L'esprit d'épargne, comme l'esprit d'initiative, est découragé, et les classes moyennes, qui forment l'armature de toute société, se désagrègent.

Au reste, plus instructif que tous les raisonnements est l'exemple devenu classique de l'Allemagne pendant les années 1922 et 1923. L'expérience de l'inflation a été conduite dans ce pays à son extrême limite. La cause de ces excès est multiple : la conception allemande de l'État, propagée par les « socialistes de la chaire », a empêché nos voisins de se rendre compte des fautes et des erreurs commises par leurs dirigeants pendant la guerre de 1914-1918 : l'État hégélien est « terrestre et divin », il ne se trompe pas et doit être passivement obéi. Or les chefs étaient loin d'être à la hauteur de leur tâche. M. Havenstein, gouverneur de la *Reichsbank*, croyait sincèrement que les émissions de billets n'avaient rien à faire avec la hausse des prix ; il accusait les spéculateurs et les ennemis de son pays. L'opinion publique adoptait cette manière de voir⁷⁶. Plus tard, le procédé de l'inflation a paru commode pour éluder la charge des réparations ; on sait avec quel maîtrise le Reich est arrivé à faire croire à beaucoup de ses anciens adversaires que les exigences des vainqueurs l'avaient contraint à recourir à la planche aux billets. L'inflation est devenue un instrument de combat, arme à double tranchant qui, en permettant à l'Allemagne d'échapper aux exigences du traité de Versailles, a ruiné son économie intérieure.

L'évolution de l'inflation allemande peut être divisée en deux grandes étapes.

Pendant la première a régné une activité factice. L'industrie s'est libérée de ses dettes et, constatant cette libération progressive, en a contracté de nouvelles qui se sont évanouies à leur tour. Ainsi a-t-elle disposé de capitaux de plus en plus abondants. Elle les a obtenus en se faisant ouvrir des crédits par les banques et celles-ci se sont retournées vers l'Institut central pour obtenir les fonds nécessaires. Normalement, cet Institut (*Reichsbank*) aurait dû hausser le taux de son escompte pour enrayer la montée des crédits, mais il n'a pas osé le faire, car une telle hausse aurait enchéri en même temps le prix du crédit dont disposait l'État, c'est-à-dire se serait répercuté sur le Trésor. Les chefs d'entreprise ont donc continué d'obtenir auprès des financiers des avances à bon marché. Dans ces conditions, ils avaient tout avantage à emprunter le plus possible, puisqu'une inflation continue faisait hausser les prix de vente de leurs produits sans modifier le chiffre nominal de leurs dettes. Le meilleur moyen de faire fortune était alors de vivre à crédit. « Je ne suis pas encore assez riche, disait un homme habile, mais je dois déjà deux milliards de marks. »

De leur côté, les capitalistes ne s'émouvaient pas, ils ne se rendaient pas compte de la dépréciation que subissait leur épargne et conservaient leurs habitudes d'économie. L'afflux de la monnaie jetée par l'État dans la circulation commençait à fausser toutes les perspectives. Ceux qui en bénéficiaient voyaient leurs revenus nominaux grandir, et la hausse des prix annulait les avantages procurés par la hausse de ces revenus, sans dissiper l'illusion d'un enrichissement. Grâce à cette illusion, la demande générale des marchandises et services augmentait.

Les industriels qui se trouvaient favorisés de la sorte devenaient optimistes et agissaient comme ils l'auraient fait pendant une période de prospérité. Ils se servaient des crédits dont ils disposaient pour renouveler leur outillage, absorber leurs concurrents, étendre leur entreprise réaliser ce que les économistes nomment la concentration horizontale et verticale.

⁷⁶ Ludwig von Mises, *Economica*, mai 1932, p. 227.

Celle-ci a été particulièrement développée : les industries de transformation ont *contrôlé* celles qui leur fournissaient les matières premières, de manière à ne plus avoir à subir les variations de cours de ces matières, variations qui déréglaient leur coût de production. Les sociétés devenues « tentaculaires » constituaient les *Konzerns*, sortes de *trusts* germaniques. Par exemple, le Konzern Siemens-Schuckert-Rhein-Elbe-Union groupait des entreprises minières, métallurgiques, électriques et maritimes. Les dirigeants de ces « gratte-ciel » économiques étaient les grands profiteurs du système : le plus fameux d'entre eux, Stinnes, commandait à 600.000 ouvriers.

La banque elle-même se laissait conquérir. Par un curieux paradoxe, elle fournissait les capitaux destinés à la mettre en tutelle : les industriels achetaient la majorité des actions et s'assuraient ainsi la maîtrise. 210 banques figuraient dans le groupe Stinnes.

Les établissements de crédit eux aussi, libres ou contrôlés, se multipliaient et se concentraient. Leur liquidité diminuait, c'est-à-dire qu'en raison de l'augmentation des avances le rapport entre leurs disponibilités et leurs engagements fléchissait. La sécurité que les banques offraient s'amoindrissait. Elles-mêmes étaient entraînées par la fièvre, Elles cherchaient à réaliser par des opérations spéculatives les gains que l'escompte et les avances, en raison de leur bon marché, ne permettaient pas d'obtenir. Précisément la Bourse était de plus en plus animée, les bénéfices nominaux des sociétés et les cours des actions montaient. Les capitalistes abandonnaient les titres de père de famille, rentes et obligations, pour acquérir des valeurs à revenu variable ; l'épargne fait place à la spéculation, la préoccupation du revenu à l'espoir d'une plus-value du capital. Sous la poussée d'une demande sans cesse accrue, les cours s'élevaient à des hauteurs inaccoutumées. L'esprit de jeu régnait, la Bourse devenait tripot. Pour satisfaire aux exigences d'une clientèle affolée, les banques multipliaient leurs succursales et leurs services et se voyaient obligées d'embaucher un personnel inexpérimenté. Les bénéfices réalisés par les spéculateurs heureux exaspéraient les épargnants. La prodigalité des nouveaux riches devenait une insulte à la misère des nouveaux pauvres. Les principes de la morale commençaient à s'effriter.

En ce qui concerne l'étranger, les entreprises allemandes ont, à la même époque, conquis des débouchés grâce à la prime à l'exportation que leur procurait la dépréciation du change, puis elles ont elles-mêmes essaimé hors des frontières, de manière à éviter de rapatrier les bénéfices et à utiliser dans des pays à monnaie stable ceux des capitaux qui réussissaient à quitter le territoire en dépit des interdictions. Le *Konzern* Stinnes comptait 572 entreprises situées à l'étranger.

Enfin l'État allemand voyait diminuer ses dettes, mais il perdait sur les impôts. Les pouvoirs publics avaient beau augmenter les taux des contributions, ils étaient toujours en retard par rapport à la hausse générale des prix.

En résumé, l'économie allemande était hypertrophiée, mais cette énormité, ce caractère « colossal » qui obsédait les esprits était simple boursouflure. Le peuple vivait dans un monde d'apparences.

C'est pendant la deuxième phase, celle de l'*hyperinflation*, que les yeux s'ouvrent à la réalité. Plus il y a de monnaie, plus les prix montent, plus il faut de monnaie. Une sorte de loi d'accélération précipite le mouvement, Les porteurs de billets commencent à se rendre compte de la dépréciation dont ils sont victimes, ils cherchent à se débarrasser dès qu'ils le peuvent d'un papier dont la valeur fond entre leurs doigts. La méfiance exerce son action redoutable. Chacun *fuit devant la monnaie*, s'efforce de la changer contre des *valeurs réelles*, c'est-à-dire contre des biens à l'abri de la détérioration continue : terres, maisons, objets fabriqués, valeurs étrangères ; les capitaux passent la frontière et l'État cherche en vain à les en empêcher. L'accroissement de la vitesse de la circulation se superpose à celui

de la quantité de monnaie et devient le facteur essentiel de hausse ; sous son influence, les prix bondissant et mènent la danse. Les pouvoirs publics stupéfaits constatent qu'ils sont débordés par les événements, que les émissions de papier, après avoir précédé les prix, sont réduites à les suivre, qu'ils ont joué le rôle absurde et dangereux de l'apprenti sorcier.

Toute prévision devient impossible. Les réajustements étant toujours tardifs et insuffisants, la condition des fonctionnaires et des ouvriers ne cesse d'empirer. Les producteurs et les intermédiaires ont beau majorer leurs prix de vente, ils n'arrivent jamais à atteindre le prix de remplacement en sorte qu'ils s'aperçoivent, après coup, qu'ils ont travaillé à perte et sont obligés de prélever les sommes qui leur manquent sur leurs fonds de roulement ; ils liquident ainsi leurs affaires à bas prix, presque sans s'en apercevoir, et c'est pourquoi ce phénomène a été justement nommé *perte de substance* (*Ausverkauf*). Les étrangers acquièrent à bon compte les biens allemands, grâce au fléchissement considérable du cours du change correspondant au mouvement des prix.

Le risque de dépréciation monétaire devient tel que le taux de l'intérêt finit par monter fortement. Le taux d'escompte de la *Reichsbank* s'élève aussi et les banques inquiètes coupent les crédits. Dès lors, les entreprises commencent à manquer de fonds. Situation paradoxale en apparence et pourtant logique : *plus il y a de monnaie, moins il y a de capitaux*. Le facteur temps est, pour ainsi dire, éliminé. On vit au jour le jour sans savoir de quoi demain sera fait.

La fuite devant la monnaie devient une débâcle ; le circuit monétaire se transforme en tourbillon. Les caricaturistes nous montrent ce qui était la réalité : le fonctionnaire qui vient de toucher son traitement et se précipite au pas de course vers le magasin où le prix des denrées monte d'heure en heure.

Bientôt apparaissent les signes avant-coureurs de la catastrophe : les Allemands commencent à abandonner une monnaie par trop capricieuse, ils comptent en or ou en dollars. En vain l'État résiste, interdit de se servir de monnaies étrangères, cherche à contrôler les cours. Rien n'y fait. Les prix tendent à se dédoubler, les marks-or se juxtaposent aux marks papier et servent de référence stable. Si incroyable que cela semble, la monnaie elle-même finit par manquer : les prix sont tels que les instruments d'échange ne sont pas assez abondants. Les pouvoirs publics multiplient les ateliers monétaires. Les provinces, les villes, les communes, les Chambres de commerce émettent des monnaies de secours (*Notgeld*). Le troc devient fréquent : les journaux annoncent que M. Gunther céderait volontiers une armoire contre des sacs de pommes de terre ou un appareil de T.S.F. contre des leçons de piano. « La population, écrit M. R. Lewinsohn, ne savait plus que faire. » Les chiffres deviennent si élevés qu'ils finissent par perdre toute signification : on compte en marks-trillions.

Abandonnée à son sort par les pouvoirs publics impuissants, la machine monétaire tourne à une cadence folle ; les ouvriers ne suffisent bientôt plus à émettre le papier, et, surmenés, se mettent en grève. C'est la catastrophe finale. La monnaie tombe à zéro. Le crédit n'existe plus, les chefs d'entreprise qui calculent désormais les bilans en valeur-or, mesurent l'étendue des pertes subies, les *Konzerns* s'effondrent, écrasés par les taux d'intérêt qui demeurent surélevés. Tout ce qui était artificiel s'évanouit, le brouillard monétaire se lève et fait apparaître l'immensité du désastre. La production alors fléchit et le chômage croît. Politiquement, la destruction des classes moyennes prive le Reich de son meilleur élément de stabilité.

Mais le pire est *la crise de moralité* que l'inflation entraîne avec elle. L'habitude de s'enrichir aux dépens du créancier, de négliger l'épargne et de compter sur le crédit, d'encaisser des bénéfices spéculatifs, de vivre dans le mouvant, dans l'éphémère, finit par détériorer la mentalité même du peuple allemand.

Ce peuple a gardé depuis lors une telle horreur de l'inflation que le Gouvernement hitlérien lui-même n'a pas osé y recourir directement et a dû inventer des formes plus ou moins hypocrites d'étalon d'or contrôlé. L'expérience a été décisive⁷⁷.

CHIFFRES CARACTERISTIQUES DE L'INFLATION ALLEMANDE

Billets en circulation

	En millions de marks	En millions de dollars
6 janvier 1923	1.336.500	154
15 août 1923	116.402.515	42
30 nov. 1923	400.267.640.291.750	60

Ces chiffres mettent en lumière l'accroissement de la circulation de papier, et la réduction de la valeur en or de cette circulation.

Indice des prix de gros (1913 = 1)

Décembre 1919	8
Juin 1920	14
Janvier 1923	3.286
Septembre 1923	36.224
Novembre 1923	1.423.000.000.000

L'influence de l'augmentation de la quantité de monnaie sur le niveau des prix en 1923 est évidente, si l'on compare ce tableau au précédent.

Taux d'escompte de la Reichsbank

28 juillet 1922	6 %
14 novembre 1922	10 %
23 avril 1923	18 %
2 août 1923	30 %

Ces chiffres montrent quelle a été l'accélération tardive de la hausse du taux d'escompte de la banque centrale allemande.

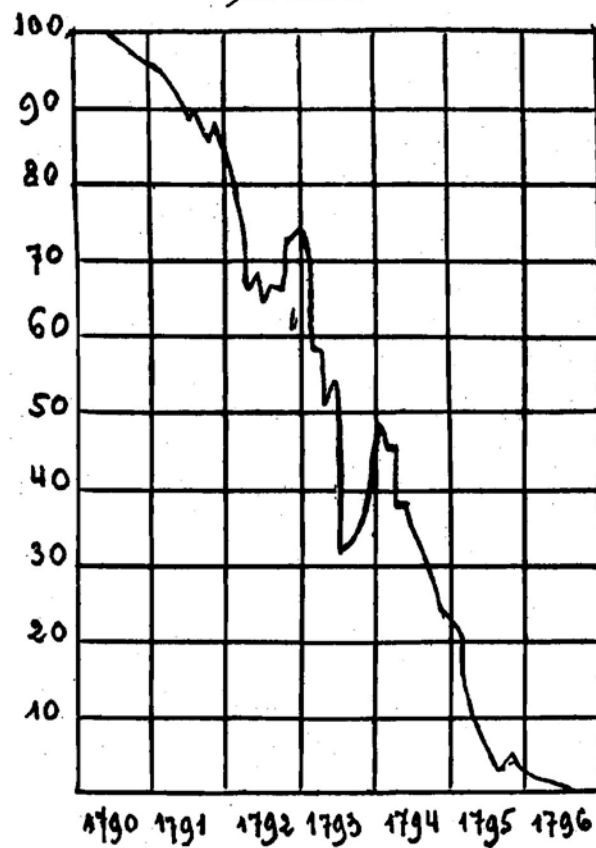
⁷⁷ La bibliographie relative à l'inflation allemande est très abondante. Citons seulement : A. Abramovici, *Etude sur les transformations du système monétaire allemand de 1914 à 1925 et leurs conséquences économiques*, Paris, 1926. – C. Bresciani-Turroni, *Le vicende del marco tedesco*, Milan, 1931. – F. Graham, *Exchange, Prices and Production in Hyperinflation*, Princeton, 1930. – G. Giustiniani, *Le commerce et l'industrie devant la dépréciation et la stabilisation monétaire*, Paris, 1927. – E. Hantos, *Das Geldproblem in Mitteleuropa*, Iéna, 1925. – A. Lansburgh, articles dans la revue *Die Bank*, 1922, 1923 et 1924. – R. Lewinsohn, *Histoire de l'inflation*, trad. franç., Paris, 1926. – H. Zimmermann, *Die deutsche Inflation*, Berlin, 1927. – Pour l'Autriche, voyez J. Walré de Bordes, *The Austrian Crown*, Londres, 1924.

Indice de la production (1913 = 100)

Année 1921	77
Année 1922	86
Année 1923	54

La hausse de l'indice entre 1921 et 1922 prouve l'action stimulante de l'inflation ; sa baisse entre 1922 et 1923 atteste l'action dégradante de l'hyperinflation.

Exemple de dépréciation monétaire totale



Valeur de l'assignat en francs espèces

Chapitre XV – Les inconvénients de la dévaluation varient avec le temps et les lieux

Le mot dévaluation présente deux sens différents : il signifie soit l'abandon pur et simple de l'or, soit l'abaissement de la valeur de l'unité monétaire nationale par rapport à l'or, c'est-à-dire la rupture du système monétaire existant suivie de l'établissement d'un nouveau système identique au premier, mais comportant une réduction du poids de métal fin qui définit l'unité monétaire. Dans le premier cas, la monnaie devient errante ; dans le deuxième, elle reste étalon d'or. Il est fâcheux que l'emploi d'un même mot pour désigner l'un et l'autre de ces cas amène un grand nombre d'auteurs à les confondre.

Sous ces deux formes, les dévaluations se sont multipliées dans le courant de ces dernières années. En général, les Gouvernements qui ont eu recours à elles ont prétendu qu'ils étaient dans la nécessité de le faire. Ils disaient vrai lorsqu'un nouvel équilibre s'était établi à la longue après de grands bouleversements : un retour au passé aurait alors provoqué des perturbations redoutables dans les coûts et les revenus. Les pouvoirs publics se sont bornés dans ce cas à confirmer une dépréciation antérieure, due généralement à une inflation prolongée. Sans doute, ils ont consolidé cette inflation en la rendant définitive, ils ont mis fin à tous les espoirs des rentiers, mais en même temps ils ont fait cesser les incertitudes et sanctionné des réajustements qui s'étaient opérés d'eux mêmes. Par exemple, l'économie française après 1918 s'était adaptée à un ordre de choses qui ne cadrerait plus avec notre ancienne définition de la monnaie et elle aurait dû subir une crise de réadaptation, si, en 1926-1928, nous avions ramené le franc à son ancienne parité. La guerre peut servir d'excuse valable à la dévaluation comme à l'inflation.

Il est exact aussi que la dévaluation peut être imposée par les circonstances lorsqu'il s'agit d'un pays étroitement dépendant d'une autre nation dont la monnaie est dépréciée. C'est en ce sens que l'on peut dire que la dévaluation fait tache d'huile. La Suisse s'est trouvée dans ce cas quand la France a lâché pied en 1936.

Hors ces deux hypothèses, la dévaluation doit être regardée comme volontaire et c'est dans le seul espoir de dégager leur responsabilité que certains Gouvernements ont prétendu qu'ils avaient été forcés de recourir à ce procédé. Evidemment, lorsque les dirigeants ont commis des fautes ou des erreurs, ils peuvent être acculés à dévaluer, mais ils sont alors soumis à une contrainte analogue à celle qui s'exerce sur le commerçant obligé de déposer son bilan parce qu'il a mal géré ses affaires. Du moins l'obstination de ces Gouvernements à se défendre d'avoir voulu dévaluer atteste qu'ils considèrent encore cette pratique comme fâcheuse.

Si les causes des dévaluations sont aisées à discerner, en dépit des affirmations des intéressés, les conséquences sont fort complexes et différentes suivant les cas. Un rapide examen de quelques faits contemporains nous en apportera la preuve.

L'Angleterre doit être mentionnée d'abord, puisque la première elle a rompu en 1931 l'ordre international qui s'était péniblement rétabli après guerre.

Pour rechercher les causes de la dévaluation britannique, il faut remonter à l'année 1925. Les pouvoirs publics avaient réussi à cette date, après de patients efforts, à ramener la livre à la parité du dollar : l'unité monétaire anglaise valait autant d'unités monétaires américaines qu'avant la guerre. Beaucoup ont blâmé cette volonté de nos voisins de restaurer la valeur de la livre en termes de dollars ; ils ont critiqué ce qu'ils nommaient une politique de prestige et se sont réjouis de la décision prise en 1931 qui donnait raison à leurs sombres pronostics. Mais il faut comprendre que le dollar était une monnaie d'or, qu'en

revenant à ce métal, au niveau ancien, les Anglais forgeaient un axe monétaire Londres-New-York capable de servir de point d'attache à toutes les monnaies errantes, qu'ils cherchaient à effacer les conséquences de la guerre, à donner l'illusion d'un retour à un passé dont on regrettait la disparition.

Sans doute était-ce là trop attendre des forces humaines. Les prix avaient monté et le change de la livre s'était détérioré pendant les hostilités, en Angleterre comme ailleurs, sous l'influence de l'inflation ; pour remonter la pente, il avait fallu, avant 1925, procéder à une déflation, c'est-à-dire diminuer le volume de la monnaie afin de contracter les prix et de faire hausser le change au niveau désiré. Mais ce mouvement s'est heurté à des résistances. Les masses ouvrières, victimes de l'illusion monétaire, n'admettent pas qu'on diminue le montant de leur salaire nominal, même si les prix descendent et si par conséquent leur salaire réel ne change pas. Elles sont imbuës de cette idée que leur salaire est intangible, comme s'il valait par lui-même et non en raison de ce qu'il est susceptible d'acheter. Il en résulte que, lorsque les prix fléchissent, la situation des ouvriers tend à s'améliorer. C'est précisément le phénomène qui s'est produit en Grande-Bretagne : l'équilibre tendait à s'établir sur la base de la livre-or à son ancien poids de métal fin, mais les syndicats ouvriers s'opposaient à cet établissement en empêchant le fléchissement nécessaire des revenus. De 1925 à 1930, le salaire réel moyen est monté de 20 %. Il en est résulté que le coût de production de l'industrie britannique est devenu excessif par rapport à celui de ses concurrents étrangers, les chefs d'entreprise n'ont pas pu lutter sur les marchés internationaux, les exportations ont diminué ; or la Grande-Bretagne, en raison de sa structure économique, doit acheter une grande quantité de denrées à l'étranger pour nourrir sa population ; elle paie ces achats en vendant ses produits fabriqués. Ne parvenant plus à effectuer ces ventes, elle était condamnée à payer en or ou à laisser tomber le change de sa monnaie. L'examen des chiffres de la balance commerciale, c'est-à-dire des soldes des exportations et des importations, révélait l'étendue du mal : le déficit atteignait 382 millions de livres en 1929, 411 en 1931. En même temps, les entreprises dont l'activité se réduisait étaient obligées de licencier un grand nombre d'ouvriers : le chômage devenait inquiétant et les secours attribués aux sans-travail constituaient une charge croissante. L'Angleterre, disait-on, avait ses « régions dévastées ».

Les financiers britanniques ont, eux aussi, une large part de responsabilité dans les événements de 1931. Ils ont aggravé le déficit de la balance des dettes et des créances (balance des comptes) en maintenant leur politique traditionnelle de crédit à l'étranger. La Cité a toujours largement prêté à l'extérieur, car elle a retiré de ces prêts de très importants revenus, et elle a exercé, grâce à eux, une influence prépondérante sur l'économie et même sur la politique d'un grand nombre de nations. La diplomatie de la livre a été moins violente, mais plus efficace que celle du dollar.

Les banquiers de Londres ont poussé la hardiesse et presque l'inconscience jusqu'à consentir à l'Allemagne des avances considérables. Le mécanisme était quelque peu machiavélique : pour reconstituer leurs forces productives et préparer leur réarmement, les Allemands empruntaient à Londres à un taux d'intérêt élevé des sommes qu'ils investissaient pour un temps fort long dans leurs entreprises ; ils étaient donc incapables de les rendre dans un court délai. Les Anglais, n'ayant pas ces fonds, les empruntaient eux-mêmes aux Français, souvent à court terme et toujours à un taux inférieur à celui qu'ils consentaient aux Allemands. De la sorte, ils encaissaient la différence des taux, mais, en même temps, ils s'exposaient à un risque très grave. En effet, le krach survenant en Autriche, puis en Allemagne, en 1931, a obligé les établissements européens à retirer les fonds à vue ou à court terme qu'ils avaient tous en réserve à Londres et les financiers

anglais, ne pouvant obtenir le remboursement de leurs prêts au Reich, ont manqué de disponibilités pour faire face à ces demandes⁷⁸.

La Banque d'Angleterre, n'osant pas augmenter le taux de son escompte pour ne pas écraser une industrie déjà éprouvée, a dû elle-même emprunter 130 millions de livres à Paris et à New-York. Elle n'a pu ainsi que retarder l'instant fatal ; l'hémorragie d'or continuait, il fallut opérer : le lien rattachant la livre à l'or fut tranché en septembre 1931.

D'une manière générale, les conséquences de ce geste n'ont pas été aussi défavorables pour la Grande-Bretagne qu'on aurait pu le craindre, mais ce fait heureux a été dû aux conditions particulières dans lesquelles se trouvait alors ce pays. L'opinion publique en France a été particulièrement surprise de constater que les prix exprimés en livres ne montaient pas et qu'une reprise économique se dessinait au delà de la Manche. D'où l'idée simpliste d'attribuer le mérite de cette reprise à la dévaluation.

Si les prix intérieurs ont peu varié, c'est que l'Angleterre jouit d'une situation exceptionnelle. En effet, Londres est le plus grand marché monétaire et financier du monde. Il en résulte que les transactions internationales se font normalement pour une large part en livres sterling. Or cette coutume, tenace comme toutes les traditions monétaires, ne pouvait pas être abandonnée en 1931, époque de crise. En de tels moments, les vendeurs se font concurrence et, bon gré, mal gré, pour ne pas perdre leurs débouchés, ils sont obligés de prendre à leur compte les charges de la dévaluation, c'est-à-dire de baisser les prix exprimés dans leurs monnaies nationales en or pour les maintenir en livres sterling. La livre est une *monnaie dominante* et les prix en livres sont des *prix directeurs*. Ainsi *la stabilité des prix intérieurs britanniques a été obtenue grâce à un fléchissement des prix en or des autres nations, c'est-à-dire grâce à une aggravation de la crise mondiale* : les Anglais ont évité de faire les efforts nécessaires et profité de leur poste de commandement pour rétablir leur situation en empirant celle des autres⁷⁹.

Leur attitude a-t-elle du moins procuré des avantages à leur commerce extérieur ? En 1931, les exportations britanniques atteignaient en moyenne 32,43 millions de livres par mois ; en 1932, elles étaient estimées en monnaie dépréciée à 30,43 et en 1933, à 30,62 millions de livres. Si la prime à l'exportation n'a pas joué, c'est dans une grande mesure à cause de la constitution du *bloc-sterling*. Les pays qui évoluaient dans l'orbite économique britannique se sont empressés de dévaluer leur monnaie, eux aussi, et d'annuler de la sorte le bénéfice que la Grande-Bretagne aurait pu tirer de la chute de la livre. D'autres se sont défendus par des élévations de tarifs douaniers. Il en est qui ont voulu gagner de vitesse l'Angleterre elle-même dans la course à la baisse monétaire que celle-ci avait imprudemment déclenchée et qui ont déprécié leur monnaie par rapport à la livre sterling. Ainsi ont agi l'Australie, la Nouvelle-Zélande, le Japon, le Danemark : ils ont usé contre Londres des armes que Londres avait forgées⁸⁰.

Enfin *la reprise économique anglaise dont on a fait état n'a pas suivi la dévaluation, elle a été tardive* : le chômage a augmenté notamment jusqu'en 1933. Elle s'est manifestée cependant, mais pour des causes autres que l'abandon de l'or.

⁷⁸ C'est un principe élémentaire de banque et une vérité évidente qu'on ne doit jamais prêter à long terme ce qu'on a emprunté à court terme, car on se met dans l'impossibilité de rembourser ses créanciers en cas de panique.

⁷⁹ En voici la preuve statistique. Les indices des prix de gros en valeur-or s'établissent ainsi :

	Angleterre	États-Unis	Allemagne	France
Août 1931	100	100	100	100
Août 1932	100	81	87	91

Encore la chute a-t-elle été retardée en France et en Allemagne par diverses mesures (contrôle des changes, restrictions d'importation...). Voyez J. L. K. Gifford, *The Devaluation of the Pound*, Londres, 1934, p. 78.

⁸⁰ La dévaluation britannique est à l'origine de la *guerre des monnaies* dont nous parlerons plus loin.

En premier lieu, *la confiance a été rétablie par la chute du Gouvernement travailliste*. On a félicité les Anglais de leur discipline, de leur sang-froid, mais le rejet des éléments socialisants devait suffire à éviter la panique, comme en France la constitution d'un cabinet d'union nationale en 1926. Grâce à ce changement politique, des mesures orthodoxes ont pu être prises ; le Gouvernement a diminué les secours de chômage et rétabli l'équilibre budgétaire.

En deuxième lieu, *l'activité a été stimulée par la baisse du taux de l'intérêt* et celle-ci a été consécutive à une politique nouvelle qui a été inaugurée le 15 juin 1932. Nous aurons à l'examiner ultérieurement. Qu'il nous suffise de dire que cette politique a consisté dans la création d'un *fonds régulateur des changes* permettant à la livre d'être approximativement stabilisée par rapport à l'or. La monnaie anglaise a pu ainsi retrouver son prestige et Londres redevenir le premier marché du métal jaune. Il n'est point paradoxal, dans ces conditions, d'affirmer que *l'amélioration de la situation économique chez nos voisins a été le résultat du retour de fait à un certain étalon d'or en 1932 et non de la dévaluation de 1931*⁸¹.

En troisième lieu, *la Grande-Bretagne est entrée résolument dans la voie du protectionnisme* ; elle a écarté la concurrence étrangère par des tarifs douaniers. C'était là pour elle une arme nouvelle qui devait produire grand effet, comme le montre la chute des importations. Il est clair que les États qui ont depuis longtemps usé et abusé des mesures de protection, comme la France, ne pourraient pas en attendre un résultat comparable à celui que l'Angleterre a obtenu⁸².

En quatrième lieu, la dévaluation a provoqué une chute brutale du cours de la livre, puis un glissement lent, dû aux retraits de capitaux étrangers peu soucieux de suivre le destin d'une monnaie livrée à des manipulations. Les financiers de la Cité se sont inquiétés de ce mouvement, mais Londres a été sauvée par les élections françaises de 1936. La politique du Gouvernement socialiste en France a été telle que la livre, même instable, a pu être considérée comme un refuge. Les capitaux ont quitté Paris et la chute du franc n'a pas tardé à justifier les craintes.

Telles ont été les causes de la reprise économique britannique. La dévaluation, on le voit, ne doit pas être rangée parmi elles. Nous les avons énumérées avec quelques détails pour mettre fin à une légende tenace et dangereuse. *L'Angleterre, en somme, s'est bien tirée d'un mauvais pas, grâce à sa situation exceptionnelle, à la sagesse de sa politique et aux fautes commises par ses voisins*⁸³.

L'expérience américaine a été très différente de l'expérience britannique. Alors que les Anglais se sont félicités du maintien de leurs prix intérieurs, M. Roosevelt a dévalué le dollar afin de faire hausser ces prix.

L'action du Président des États Unis faisait partie d'un plan d'ensemble. Après avoir essayé d'obtenir par divers moyens une modification du niveau des prix, M. Roosevelt a tenté de se servir du change. Augmenter le nombre de dollars-papier à donner en échange d'une certaine quantité d'or, c'est déprécier le dollar-papier par rapport à ce métal. Les conseillers du Président pensaient que cette dépréciation se produirait également par rapport aux marchandises. Autrement dit, le prix de l'or en dollars-papier venant à monter, ils espéraient que celui des marchandises en dollars-papier s'élèverait aussi. C'est pourquoi, en

⁸¹ J. Lescure, *L'expérience britannique*, *Le Capital*, 13 août 1934.

⁸² M. Byé, *La reprise britannique et ses causes*, *Revue d'économie politique*, mars 1935.

⁸³ Sur l'évolution de la situation monétaire en Angleterre, voir le *Times*, le *Statist*, l'*Economist* et nos articles annuels de la *Revue d'économie politique*, de 1921 à 1934. Voir aussi S. J. Catiforis, *La crise de la monnaie anglaise*, Paris, 1934 (2^e éd.). – J. Pouzin, *L'évolution économique de la Grande-Bretagne depuis l'abandon de l'étalon-or*, Paris 1935. – L. Robbins, *La grande dépression, 1929-1934*, trad. franç., Paris, 1935.

octobre 1933, l'or a été acheté systématiquement à un cours de plus en plus élevé. La dévaluation a donc été volontaire et progressive.

L'idée était singulière. Le cours du change, c'est-à-dire la valeur d'une monnaie par rapport à une monnaie étrangère, n'intéresse une économie nationale que dans la mesure où la nation considérée doit effectuer des paiements à l'étranger, c'est-à-dire dans la mesure où elle procède à des échanges avec les autres pays. Or précisément le commerce international des États-Unis est peu de chose relativement à leur commerce intérieur. Les variations du cours du change, affectant les prix des objets importés, ne pouvaient donc exercer qu'une influence minime sur l'énorme masse des prix intérieurs. M. Roosevelt prenait un petit levier de bois pour soulever une pierre de taille.

Il y a bien eu aux États-Unis une certaine hausse des prix intérieurs, à la suite de l'application de cette politique, mais comme le constatent les spécialistes, cette hausse a été due en grande partie aux mesures de restriction de production prises au même moment. Le principal résultat obtenu a été une panique des capitalistes dont les épargnes, réalisées en dollars, diminuaient en valeur-or et qui, pour éviter ce désastre, envoyaient leurs fonds à l'étranger. Le fléchissement du cours des rentes qui est résulté de cet exode a ému les pouvoirs publics. M. Roosevelt a mis un terme à cet essai au début de 1934 en stabilisant le dollar. Il reconnaissait l'échec de sa tentative.

La Tchécoslovaquie nous offre l'exemple d'un pays qui a dévalué sa monnaie dans le seul but d'améliorer la situation de son commerce extérieur. Le 17 février 1934, elle a ramené brusquement le poids de la couronne de 44,58 à 37,15 milligrammes d'or fin. En même temps, pour éviter la hausse des prix intérieurs, le Gouvernement a recouru à des mesures de réglementation et de contrôle (interdiction aux commerçants de majorer les prix de vente des marchandises, fixation de certains prix par voie d'autorité) et, un peu plus tard, il est allé jusqu'à réquisitionner les valeurs étrangères. Malgré ces dispositions, accompagnées de sévères sanctions, l'accroissement des exportations en un an est demeuré inférieur à 12 %, si l'on a soin d'exclure des statistiques les livraisons de matières premières et de matériel de guerre qui n'ont pas de rapport avec les phénomènes monétaires et sont dues à des circonstances exceptionnelles. En outre, la production n'a enregistré qu'une faible reprise et le nombre des chômeurs ne s'est pas modifié. Maigres résultats, alors que la réduction de la valeur-or de la couronne atteignait 16,66 % et que l'économie était soumise à un régime dictatorial.

L'expérience de la Belgique est particulièrement difficile à apprécier. La dévaluation à laquelle ce pays a procédé en 1935 a donné lieu à maintes controverses qui ne sont pas terminées. Il est exact que la production a augmenté et que le chômage a diminué depuis lors. Mais il est vrai aussi que les Belges ont été favorisés par la chance, car c'est en 1935 qu'une reprise générale s'est déclenchée dans le monde, France exceptée, et comme la dévaluation faisait de la Belgique un pays bon marché, nos voisins du nord ont profité de l'augmentation de la demande étrangère. En outre le réarmement mondial a stimulé la métallurgie et la construction mécanique belges. L'Exposition universelle de Bruxelles a contribué aussi à provoquer l'afflux des acheteurs. Surtout, M. Van Zeeland a pratiqué une politique habile : il ne s'est pas borné à empêcher autant que possible les augmentations de prix dans le commerce de détail, il a équilibré le budget, rejeté les dépenses inutiles, freiné la hausse des salaires, limité les réformes sociales aux possibilités économiques et il a réprimé les troubles⁸⁴.

⁸⁴ Les seuls titres des ouvrages permettent de se rendre compte de la diversité des opinions : F. Baudhuin, *La dévaluation belge, une opération délicate, parfaitement réussie*. – Henri-Michel, *La dévaluation belge, une opération aussi délicate que décevante*. Nous étudions les dévaluations françaises plus loin, dans un chapitre spécial.

En bref, les quelques expériences que nous venons de rappeler permettent de faire les observations suivantes :

1° En matière de dévaluation, *la relativité s'impose*. Il faut tenir compte de tous les éléments de la situation économique, politique, sociale, psychologique, quand on veut procéder à des comparaisons internationales.

2° Une modification de la valeur d'une monnaie dominante, telle que la livre, n'a pas de rapport avec un changement de la valeur d'une monnaie ordinaire, telle que le franc.

3° Il importe d'éviter les contradictions dans le but à atteindre. On ne peut pas espérer étendre le bloc sterling au monde entier et bénéficier en même temps de la prime à l'exportation créée par la baisse de la livre. Il faut choisir entre l'intérêt de la finance et celui de l'industrie.

4° Le Gouvernement américain a dévalué pour faire monter les prix ; le Gouvernement français, en dévaluant, affirmait que les prix ne monteraient pas. Tous deux ont fait erreur. Les prix n'obéissent pas aux ordres des Gouvernements. *La dépréciation d'une monnaie par rapport à un étalon international ne peut agir sur les prix intérieurs que dans la mesure où l'économie nationale envisagée dépend de l'économie mondiale*. L'Amérique du Nord, en grande partie, se suffit à elle-même ; au contraire, la France dépend de l'étranger pour ses matières premières et même pour ses denrées (minerais, coton, caoutchouc, pétroles, café, cacao, etc.). Les deux Gouvernements ont donc agi à contre-sens des règles de la logique et ils ont, pour ce motif, abouti tous deux à un échec.

5° La dévaluation n'est pas une solution par elle-même. Elle consolide une situation acquise ou, lorsqu'elle est destinée à en créer une nouvelle, elle s'accompagne de mesures dont le bien-fondé doit être apprécié. Si la cause du mal persiste, la dévaluation est inutile. Par exemple, si un Parlement se livre au gaspillage des deniers publics ou multiplie des réformes qui réduisent la production, un changement de la valeur de la monnaie n'apporte qu'un soulagement momentané. Les prix monteront à l'intérieur, l'insuffisance de l'offre persistera, l'appauvrissement de la nation ne pourra pas être évité. Les législateurs seront amenés à procéder à de nouvelles dévaluations ou à laisser baisser peu à peu la valeur de la monnaie. La France en 1936 et 1937 apporte une triste illustration de cette élémentaire vérité.

6° L'essentiel, pour une dévaluation comme pour la plupart des manipulations monétaires, est le *climat*. L'arrivée au pouvoir d'un Gouvernement socialiste ne permet pas d'espérer le succès. Ce n'est pas en menaçant les capitalistes que l'on obtient des capitaux, ce n'est pas en favorisant systématiquement un parti ou une classe que l'on gagne la confiance des autres catégories de population, ce n'est pas en accroissant les dépenses d'une manière inconsidérée que l'on rassure les contribuables, ce n'est pas en détruisant le profit qu'on stimule l'esprit d'initiative, ce n'est pas en réduisant le rendement du travail qu'on augmente le bien-être de la masse. Rien ne saurait réussir dans une atmosphère de lutte de classes.

Chapitre XVI – Comment réaliser la stabilisation souhaitable

Malgré les éloges que les amateurs de paradoxes ne manquent pas de décerner aux monnaies errantes, les inconvénients de l'instabilité des changes sont trop connus pour que nous pensions qu'il soit utile d'insister sur leur importance. Les transactions internationales

ne se poursuivent qu'avec difficulté lorsqu'elles se doublent obligatoirement d'une spéculation ; nul ne peut, en effet, au moment où il conclut une affaire, prévoir avec exactitude quel sera le cours du change au moment du règlement. Comment, par exemple, oser produire en vue d'approvisionner un marché étranger, alors que brusquement une dénivellation de la valeur de la monnaie peut transformer en perte le profit espéré ? Or toutes les nations ont besoin les unes des autres : la division internationale du travail est non seulement une source de bien-être et de progrès, mais encore une nécessité vitale.

La stabilité du change doit donc demeurer un idéal. Quelle est la technique de l'opération qui permet de l'obtenir ?

« La stabilisation, écrit M. Truchy, n'est pas une opération qu'il faille engager à la légère et sans avoir mis toutes les bonnes chances de son côté⁸⁵. » Une période de préparation est nécessaire pendant laquelle le Gouvernement cherche à réaliser les conditions indispensables pour mener à bien la réforme.

Stabiliser un change, c'est écarter les facteurs de perturbation qui agissent sur les cours, facteurs qui peuvent être rangés sous plusieurs rubriques.

a) *Les éléments psychologiques* méritent la première place dans un monde où l'hypersensibilité des individus se traduit par de brusques mouvements de crainte et d'espoir. Nous avons déjà fait allusion à l'impérieuse nécessité d'inspirer confiance : l'épargne forme le support matériel de la stabilisation. Qu'on se garde de l'effrayer. Le « débordement de verbiage extrémiste » des démagogues, suivant l'expression d'un économiste, a été l'une des causes de l'échec de la première stabilisation en Belgique après la guerre de 1914-18. C'est ainsi que l'élévation des droits sur les successions, qui n'avait en soi aucun caractère anormal, a été présentée par des orateurs belges maladroits ou malintentionnés comme une étape sur la route de la socialisation et a engendré une panique à l'instant le plus inopportun.

Ce n'est pas tout, la réforme monétaire doit être conduite par un chef : le D^r Luther en Allemagne en 1923, M. Francqui en Belgique en 1926, M. Poincaré en France en 1928. Dans un régime parlementaire, où les ministres sont instables, des mesures exceptionnelles peuvent être nécessaires pour permettre à ces personnalités de poursuivre leur tâche sans demeurer à la merci d'une surprise. De solides traditions permettent à l'Angleterre d'ignorer cette exigence, mais, sur le Continent, les maîtres de l'heure se sont généralement fait donner pleins pouvoirs, malgré les protestations des partis hantés par la crainte d'une dictature.

b) *Les éléments monétaires* ne prêtent pas à discussion. Il est évident que *l'arrêt de l'inflation* est une condition *sine qua non* de la stabilisation. C'est pourquoi, lorsque les avances à l'État constituent la cause principale de l'exagération des émissions, il est bon d'une part que l'établissement émetteur soit placé hors de l'atteinte des pouvoirs publics et, d'autre part, qu'un amortissement soit prévu de manière à réduire l'endettement de l'État. La commission Kemmerer, qui a été chargée de réformer un grand nombre de systèmes monétaires sud-américains après la guerre, a recommandé aux législateurs la création de *banques centrales indépendantes des pouvoirs publics*. En France et en Belgique, une caisse ou fonds d'amortissement a été créé lors de la stabilisation monétaire.

c) On dit parfois que la balance des comptes ne doit pas être déficitaire ; mais le déficit ne persiste que si les éléments de stabilité que nous venons d'indiquer font défaut. Quand la

⁸⁵ *Cours d'économie politique*, 2^e éd., Paris, 1927, t. II, p. 114.

confiance règne et quand la monnaie est saine, le rétablissement de l'équilibre se fait de lui-même, à la condition que le Gouvernement ne cherche pas à l'entraver⁸⁶.

Il est vrai qu'une question subsiste : les réserves doivent être assez importantes pour faire face à un fléchissement temporaire de cet équilibre. Or, au moment où une réforme monétaire est tentée, il peut y avoir quelque incertitude du chef de la spéculation internationale. Précisons ce fait : certains hommes d'État accusent la spéculation de tous les maux avec tant d'insistance que l'on n'a pas de peine à découvrir leur arrière-pensée ; ils sont heureux de trouver des boucs-émissaires sur qui faire retomber le poids des fautes qu'ils ont eux-mêmes commises. Que les prix montent trop ou qu'ils ne montent pas assez, que le cours du change oscille dangereusement, que les capitaux s'affolent, que l'or s'enfuie, ce sont les spéculateurs qui sont coupables. Si la spéculation n'existait pas, il faudrait l'inventer !

C'est là une erreur et même une ingratitude. Lorsqu'au lendemain de l'armistice ; nous nous sommes trouvés en présence d'un déficit considérable de notre balance et que les Anglais, prétextant la fin des hostilités, ont brutalement coupé les crédits de trésorerie qu'ils nous avaient consentis, le change du franc serait tombé à près de zéro si des spéculateurs étrangers, ayant confiance dans notre avenir, n'avaient acheté notre monnaie et ne nous avaient consenti des prêts en francs. Il va de soi que ce geste n'était nullement désintéressé : ceux qui devenaient nos créanciers espéraient que l'amélioration du change leur permettrait de revendre ultérieurement avec bénéfice les francs qu'ils avaient acquis. Lorsque quelques-uns, découragés, réalisaient leurs créances, d'autres, plus optimistes, prenaient leur place en les achetant. Ces opérations présentaient l'attrait du jeu et attiraient toutes les classes sociales, masse inexpérimentée, impressionnable, sujette à tous les emballements et à toutes les paniques. C'est cette foule empressée à spéculer qui, en acquérant notre monnaie, l'a empêchée de connaître les pires débâcles. Moyen dangereux de soutenir le franc, sans doute, mais seul moyen possible et indépendant de notre volonté. La France a perdu la maîtrise du change, l'appréciation des places étrangères a fait la loi, mais le franc a vécu.

Comprenons donc qu'il est absurde de blâmer *a priori* tous les spéculateurs, mais aussi qu'une stabilisation présente des dangers lorsqu'il existe une masse de capitaux spéculatifs à court terme, de « *flottant* » suivant l'expression technique. En effet, stabiliser, c'est faire savoir aux spéculateurs étrangers qu'ils doivent désormais renoncer à escompter la hausse de la monnaie, donc à réaliser des bénéfices. Ces porteurs de francs, ces créanciers nés de l'espoir d'une telle hausse, sont amenés à jeter sur le marché du jour au lendemain des montants considérables de monnaie, puisque la raison d'être de leurs opérations disparaît. L'établissement chargé du soin de maintenir le taux de change fixe se voit donc contraint d'absorber toutes ces sommes et, dans ce but, il doit disposer de réserves souvent fort importantes. Remarquons qu'en 1920 le flottant était évalué en France à 15 milliards de francs ; il s'est heureusement résorbé par la suite dans une large mesure.

Il est vrai qu'au moment où intervient la stabilisation, une nouvelle influence se manifeste qui peut combattre celle dont nous venons de parler. L'esprit de spéculation cède la place à l'esprit d'épargne. A cet instant, en effet, le bénéfice escompté des variations futures du change disparaît, mais les capitaux peuvent demeurer en raison de la rémunération qui leur est normalement offerte. Pour les y inciter, il convient de maintenir le taux de l'intérêt à un chiffre supérieur à celui qui est alloué sur les places étrangères. La confiance renaissante contribue même à créer une atmosphère favorable à l'afflux des

⁸⁶ Sauf la Tchécoslovaquie, la plupart des pays avaient des balances commerciales déficitaires au moment où ils ont entrepris de réformer leur monnaie. Voir C. Rist. *Essai sur quelques problèmes économiques et monétaires*, Paris, 1933, p. 32. – Kemmerer, *Economic Advisory Work for Governments*, *American Economic Review*, mars 1927.

capitaux étrangers en quête d'une place de refuge. Le double attrait de l'intérêt et de la sécurité permet d'espérer une consolidation du flottant et de provoquer des arrivées de fonds capables de compenser les sorties au moins en partie.

Mais les prévisions dans ce domaine sont difficiles à faire et c'est pourquoi, avant toute stabilisation, l'Institut chargé des opérations doit avoir à sa disposition une double réserve, l'une permanente, l'autre temporaire.

La première est cette *encaisse permanente* destinée à faire face aux déficits éventuels de la balance des comptes, qui existe dans tous les pays à étalon d'or et doit être d'autant plus importante qu'il s'agit d'une économie moins complexe. Un pays à monoculture ou à mono-industrie, à la merci d'une circonstance climatérique défavorable ou de la fermeture d'un débouché, est dans l'obligation de se constituer une forte réserve. La première tentative de stabilisation finlandaise a échoué en 1924 parce que la banque centrale n'a pu faire face à un déficit dû à la baisse des prix du bois et de la pâte à papier qui constituent plus des trois quarts de l'exportation de ce pays.

La deuxième est une *masse de manœuvre* qui doit parer aux retraits de capitaux causés par la stabilisation. Son importance se mesure à celle du flottant. Pour la constituer, les Gouvernements se font ouvrir à l'étranger des crédits qu'ils utilisent seulement au fur et à mesure de leurs besoins. La Société des Nations a facilité l'obtention de telles avances. La Pologne, qui a voulu se passer de toute aide extérieure lorsqu'elle a cherché à stabiliser le zloty, en 1924, n'a pas pu réussir, une mauvaise récolte étant survenue et la réserve nationale s'étant épuisée. La France a pu stabiliser le franc en 1926-1928 par ses seuls moyens, mais c'est là un cas exceptionnel. L'Angleterre elle-même en 1925 a obtenu l'ouverture d'un crédit de 300 millions de dollars à New-York.

d) Les différents facteurs que nous avons examinés dépendent eux-mêmes de deux autres éléments : *l'équilibre de la trésorerie* et *l'équilibre du budget*.

Une dette à court terme qui, par définition, peut être transformée en billets de banque dans un court délai, si les porteurs l'exigent, constitue une inconnue redoutable dans les plans de stabilisation, lorsqu'elle atteint des chiffres élevés. En France, elle était de 50 milliards de francs en 1926. Les Gouvernements recourent alors généralement à une consolidation⁸⁷ soit volontaire, quand ils le peuvent (France 1927-1928), soit forcée dans le cas contraire (Italie et Belgique en 1926).

L'équilibre budgétaire est un des principaux facteurs de confiance, car chacun sait que la tentation est grande de couvrir un excédent de dépenses par des émissions de billets. Tous les États qui ont désiré stabiliser leur monnaie ont cherché à équilibrer leur budget en réalisant des économies dans les dépenses et en accroissant les impôts (France, Allemagne, Belgique, Pologne).

Les conditions précédentes une fois obtenues, la stabilisation est possible. La réforme française de 1926-1928 est instructive à cet égard. La période de *préstabilitation* ou de *stabilisation de fait* a été fort longue. Lorsque le représentant de la Banque de France, sur l'ordre du Gouvernement, a fait savoir à la Bourse de Paris, le 23 décembre 1926, qu'il achetait et vendait la livre à des cours voisins de 124, le franc a été stabilisé par rapport à cette monnaie, c'est-à-dire par rapport à l'or ; mais la *stabilisation légale* n'est intervenue que le 25 juin 1928. La période préparatoire a permis de se rendre compte que toutes les conditions étaient réalisées, qu'aucun facteur négligé ne viendrait bouleverser les changes, et elle a donné le temps aux réajustements de se produire. Cette période est, en somme, un délai d'épreuve qu'on ne saurait ni abréger indûment, ni prolonger outre mesure. Il ne faut

⁸⁷ C'est-à-dire que le Gouvernement émet des emprunts à long terme auxquels les porteurs de bons du Trésor ou d'autres engagements à court terme sont invités à souscrire.

pas que le Gouvernement soit exposé à détruire son œuvre dès qu'il l'a parfaite. En effet, la stabilisation légale n'est pas, par elle-même, un remède à tous les maux. Elle n'est pas obtenue une fois pour toutes : de mauvaises finances, par exemple, auraient tôt fait de la réduire à néant.

Une dernière question se pose : à quel taux convient-il de stabiliser la monnaie ? A quel chiffre la fixer sur l'échelle des changes ? Logiquement, le cours qui s'impose est celui de la parité des pouvoirs d'achat, c'est-à-dire celui qui correspond à un nivellement des prix intérieurs et des prix extérieurs, celui vers lequel se trouve ramené le cours du change automatiquement quand joue le mécanisme de l'étalon d'or. En pratique, on peut adopter un chiffre approché, de manière à laisser aux nationaux une faible prime à l'exportation⁸⁸.

En définitive, la stabilisation monétaire est indispensable au développement normal des relations économiques internationales. Elle est « la condition nécessaire pour l'adoption d'une politique de crédit et d'une politique commerciale qui permettraient un renouveau économique durable du monde⁸⁹ ». Mais elle ne se suffit pas à elle-même. Les conditions qui président à son établissement sont également celles qui assurent son maintien ; ce sont les conditions mêmes de l'existence d'une monnaie saine. *La stabilisation est un processus continu. Elle doit être à tout instant méritée.*

Chapitre XVII – Le péché d'orgueil : la direction monétaire

Puisque le commerce intérieur est toujours plus important que le commerce international, ne vaudrait-il pas mieux stabiliser les prix intérieurs plutôt que les changes ? Question captieuse et pourtant fréquemment posée. La stabilité du cours des changes est destinée à permettre à la loi de l'offre et de la demande de jouer librement dans les relations internationales, au lieu que la stabilité des prix rendrait inopérant le mécanisme actuel d'adaptation de l'offre à la demande que nous connaissons. Ce serait fixer une fois pour toutes l'aiguille de la boussole dont se servent les producteurs.

Les réformateurs sont même allés plus loin. Puisqu'on désire obtenir un niveau de prix déterminé, pourquoi adopter celui qui existe et se contenter d'éviter des variations qui semblent inopportunes ? Choisissons le niveau des prix qui nous convient. Voilà donc les pouvoirs publics transformés en « dirigeants » économiques, modelant à leur guise la courbe des prix, favorisant les uns ou les autres suivant leurs intérêts, leurs passions ou leur fantaisie. Il va de soi que le mécanisme traditionnel des prix se trouve détruit, c'est-à-dire qu'il n'y a plus d'équilibre naturel de la production et de la consommation. C'est à l'État de réaliser cet équilibre, on ne sait trop par quels moyens. Faute d'y parvenir, il y aura des produits qui ne se vendront pas et d'autres qui manqueront, sans que l'offre excessive ou déficiente puisse être corrigée. De toute évidence, l'État sera obligé de procéder de manière

⁸⁸ Nous supposons que les prix sont restés stables pendant assez longtemps. La période de préstabilisation est justement destinée à s'assurer que cette stabilité existe. Nous n'étudions pas ici les cas où la dépréciation monétaire a été modérée et de courte durée et où par conséquent les éléments de l'économie n'ont guère varié : la monnaie doit alors être ramenée à son ancienne parité (France après la Révolution de 1848 et après la guerre de 1870). C'est le simple rétablissement de la situation antérieure. Nous n'envisageons pas davantage le cas d'une démonétisation complète : il faut alors fixer le taux de change de la nouvelle monnaie indépendamment des prix antérieurs en papier qui ont perdu toute signification.

⁸⁹ Conclusions du Congrès d'Anvers, 13 juillet 1935.

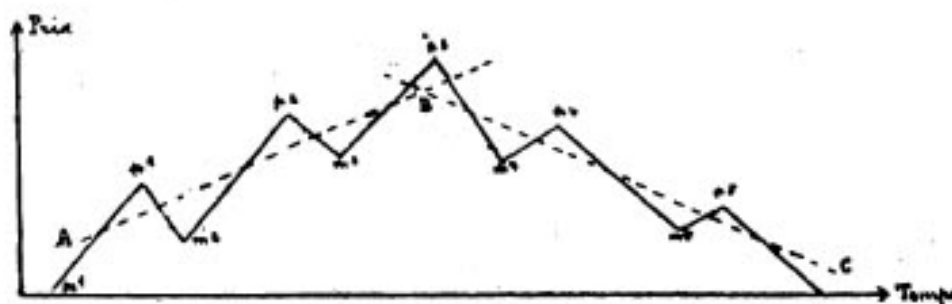
autoritaire. C'est le problème qui se pose aux théoriciens du socialisme et qui jusqu'à présent n'a pu être résolu que par l'établissement d'une dictature économique⁹⁰.

Faisons abstraction de cette question dont l'étude dépasserait le cadre de notre exposé. Contentons-nous d'examiner le cas le plus fréquent des chefs d'État qui désirent élever le niveau des prix pour mettre un terme à ce qu'on est convenu d'appeler une dépression économique et, dans ce but, manipulent la monnaie. C'est là une forme simple de *direction monétaire*, puisqu'on désigne communément sous ce nom toute action exercée volontairement sur le niveau des prix par l'intermédiaire de la monnaie.

Il peut sembler opportun de relever des prix lorsque leur baisse est regardée comme fâcheuse et pourtant les prix, pour conserver leur signification économique, doivent pouvoir varier dans les deux sens. Leur chute ne peut même pas être considérée a priori comme un mal. Au contraire, c'est le bon marché qui engendre le bien-être, c'est grâce à lui que se réalise le progrès matériel. Il y a donc déjà des réserves à faire sur l'opportunité de lutter contre le fléchissement des prix.

Mais il y a pire : la dépression fait partie d'un phénomène complexe, trop souvent négligé, que nous devons rappeler en quelques mots.

Si nous examinons les différentes courbes relatives aux activités économiques : prix, production, commerce, coûts, revenus, nous constatons qu'elles montent et baissent alternativement avec une certaine régularité. Loin de tracer dans le temps des lignes droites, comme les économistes classiques se plaisaient à le croire, elles sont soumises à un rythme qui évoque de manière approximative les mouvements auxquels obéissent les ondes sonores ou lumineuses. Peut-être est-ce là une loi naturelle du même ordre que les lois des sciences physiques. Les recherches entreprises aujourd'hui, tant du côté des sciences de la nature que du côté des sciences de l'homme, nous permettent d'espérer qu'un lien sera jeté un jour entre la mécanique ondulatoire dont des travaux récents nous révèlent les incertitudes, et la mécanique sociale encore hésitante, dont nous cherchons à découvrir les règles à travers la multiplicité des phénomènes en apparence indéterminés.



Nous pouvons d'ores et déjà remarquer que cette onde économique qui naît du mouvement social apparaît comme une fatalité. Les puissants chefs d'État qui ont tenté de s'opposer à sa propagation n'ont réussi qu'à en ralentir la marche. L'onde, comme celle d'un torrent à la rencontre d'un obstacle, exerce une pression de plus en plus forte, jusqu'au moment où elle emporte le barrage. La résistance opposée à sa course aboutit à une catastrophe, qui aurait pu être évitée si les riverains, moins présomptueux, s'étaient bornés à régulariser le débit par de modestes canalisations.

⁹⁰ Voyez en particulier L. von Mises, *Die Gemeinwirtschaft* (2^e édit., Iéna, 1932) et F. A. von Hayek, *Collectivist Economic Planning* (Londres, 1935). Ces deux ouvrages ont été traduits en français (Librairie de Médicis).

Ce rythme harmonieux et irrésistible qui entraîne toutes les économies se compose de périodes alternées de hausse et de baisse des prix, les premières dites de *prospérité*, les deuxièmes de *dépression*. L'ensemble de ces deux périodes forme le *cycle* qui s'étend sur un intervalle de 7 à 11 années et dont la crise est le point culminant. Nous ne nous demanderons pas pourquoi il en est ainsi. Les causes du rythme ont fait l'objet de savantes études et demeurent encore quelque peu mystérieuses. Que le lecteur ne soit pas surpris de constater l'absence de solution définitive en une matière aussi essentielle. L'économie politique est une science encore en enfance et elle est loin de présenter la simplicité qu'imaginent les réformateurs en chambre⁹¹.

Les hommes auraient pu s'accommoder de ce long bercement. Ils n'avaient qu'à prévoir l'alternance et à modeler les éléments de l'économie sur le rythme lui-même. Ainsi ils auraient pu laisser ces éléments glisser sur la pente de la dépression de manière à conserver entre eux un parallélisme approximatif. Quand les salaires baissent dans la même proportion que le coût de la vie, personne n'est lésé. Mais, précisément, l'esprit humain ne se plie pas au rythme, il se projette dans l'avenir suivant une ligne droite : quand les prix montent, il agit comme si cette ascension devait être éternelle, il exagère la hausse, puis il est surpris par la baisse et cherche à s'opposer à elle. Alors tout espoir de parallélisme s'efface, chacun résiste au mouvement dans la mesure de ses forces. Nous avons vu, par exemple, que les ouvriers n'admettaient point le fléchissement de leurs salaires nominaux en dépit du maintien de leurs salaires réels. Il en résulte que les éléments de l'économie suivent des orientations différentes. Les fléchissements sont inégaux et engendrent ces redoutables écarts entre les prix, les coûts et les revenus, qui sont la plus sûre cause des troubles et des maux. Dans la plupart des États, les pouvoirs publics nous offrent une excellente illustration de cette double erreur : en période de prospérité, ils ne songent pas à économiser pour faire face aux difficultés qui surgiront dans les périodes de crise et, quand celles-ci sont venues, ils maintiennent ou même accroissent les charges fiscales. Au total : exagération de la hausse des prix, puis résistance à la baisse. Tels sont les motifs pour lesquels la période de dépression prend un caractère de désastre.

Au lieu d'agir sur les causes, comme la logique le voudrait, au lieu de modérer les abus de crédit qui pendant les périodes de prospérité amplifient la hausse, et de briser les résistances qui s'opposent à la baisse, des Gouvernements mal inspirés se sont efforcés de modifier directement les prix pour mettre fin à la dépression. Et puisque la monnaie exerce une influence sur les prix, ils se sont adressés à elle. C'est ainsi qu'ils ont été amenés à pratiquer une politique de direction.

Cependant l'inflation a laissé de si mauvais souvenirs que certains ont jugé prudent de ne pas la désigner sous ce nom. Tout est affaire de mot. Il a suffi d'appeler *reflation* une augmentation arbitraire du volume de la monnaie pour donner à l'inflation l'apparence d'une compensation apportée à une déflation antérieure, d'une rectification à une chute insolite et imprévue des prix. La reflation évoque le retour à un prix *normal*, expression dépourvue de toute signification, puisque la seule normalité en matière de prix consiste dans une alternance⁹². Le moyen de procéder à une reflation, identique à celui qui permet de

⁹¹ Voyez A. Aftalion, *Les crises périodiques de surproduction*, Paris, 1913 ; J. Lescure, *Des crises générales et périodiques de surproduction*, 4^e éd., Paris, 1932 ; J. Schumpeter, *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, trad. franç., Paris, 1935 ; G. von Haberler, *Prospérité et dépression*, Genève, 1939 ; L. Baudin, *Le mécanisme des prix*, Paris, 1940 ; J.-M. Delettrez, *Les récentes théories des crises fondées sur les disparités des prix*, Paris, 1941. Nous passerons sous silence les rythmes autres que le rythme cyclique : variations saisonnières et mouvements de longue durée. Ces derniers sont visibles sur la courbe que nous avons tracée (lignes A B C).

⁹² Il existe en économie politique un prix normal, mais qui n'a aucun rapport avec le prix prétendu normal dont il est ici question.

déclencher une inflation, est l'accroissement de la quantité de monnaie sous la forme réelle ou scripturale. Le « dirigeant » compte donc sur le jeu de la théorie quantitative. Nous savons quelle est son imprudence. Il soulève une vanne qui laissera d'abord passer un trop faible courant d'eau pour irriguer la campagne, il l'ouvrira ensuite plus largement et ne pourra plus la fermer : le pays sera inondé.

Il est vrai que d'autres méthodes de direction plus compliquées peuvent être utilisées. La banque centrale peut augmenter ou diminuer le volume monétaire en agissant sur deux leviers de manœuvre. Nous connaissons le premier : le taux de l'escompte, que les dirigeants font alors varier en raison des mouvements des prix intérieurs et non plus en raison des mouvements internationaux de l'or. Quand le taux s'élève, les ouvertures de crédit diminuent, de même que la demande d'une marchandise fléchit quand son prix augmente, et par suite la quantité de monnaie scripturale se réduit. L'inverse a lieu quand le taux baisse. Mais ce dernier raisonnement n'est pas toujours correct : il ne suffit pas de proposer des crédits pour que les entreprises les utilisent, elles ne les accepteront pas si elles craignent de travailler à perte en raison de la chute des prix. Ce moyen est donc insuffisant en temps de dépression.

En outre, une telle méthode suppose que la banque centrale sera suivie par les autres établissements, ce qui est loin d'être vrai dans tous les pays. L'opinion publique elle-même peut rendre difficile un mouvement du taux d'escompte en cas de hausse des prix ; elle ne comprend pas sa nécessité quand règne l'atmosphère d'optimisme des périodes de prospérité.

Le deuxième moyen consiste dans les opérations sur le « marché ouvert », qui s'adressent au public. L'Institut central achète des valeurs lorsqu'il veut gonfler la circulation, il en vend quand il désire la contracter. A cet effet, il doit disposer d'un portefeuille-titres considérable. Encore faut-il que le Gouvernement ne craigne pas de déprécier ses rentes en permettant de les vendre par paquets dans un but monétaire.

Quel que soit le procédé utilisé, les inconvénients de la politique de direction sont nombreux.

Tout d'abord, il y a dans la formule de Fisher un élément qui échappe à l'action des pouvoirs publics. Nous l'avons indiqué : c'est la vitesse de circulation. Si donc les particuliers méfiant restreignent les transactions ou thésaurisent au moment où le Gouvernement accroît le volume monétaire, une compensation entre les deux mouvements s'établit, le premier membre de l'égalité ne change pas et les prix ne sont pas modifiés. C'est un échec pour les dirigeants. Ceux-ci chercheront peut-être à augmenter plus encore la quantité de monnaie, mais les porteurs craindront alors de voir se déprécier cette monnaie et fuiront devant elle. La vitesse de circulation s'accélérera brusquement et les prix, sous la double influence de l'action des particuliers et de celle des pouvoirs publics, monteront beaucoup plus vite que ces derniers ne l'auraient souhaité. C'est le processus que nous connaissons. Il est déterminé par des facteurs psychologiques que le Gouvernement ne peut maîtriser et qu'il s'obstine trop souvent à méconnaître.

D'autre part, quel est ce niveau général des prix que l'on désire élever ? Il n'existe pas ; c'est toujours à un indice partiel que l'on se réfère. Un niveau général devrait comprendre tous les services, marchandises, titres ayant fait l'objet de transactions monétaires ; il est très difficile à établir et seul M. Carl Snyder a tenté de le faire aux États-Unis⁹³. Quel indice partiel devons-nous donc choisir ? Autant d'auteurs, autant de théories. Pratiquement, les

⁹³ C. Snyder, *Business Cycles and Measurements*, New-York, 1927. Les difficultés considérables que soulève la question d'un indice général sont traitées dans le chapitre III de la section III de notre ouvrage sur *La monnaie et la formation des prix*.

dirigeants s'en tiennent au niveau des prix de gros, par simple raison de commodité, mais *les autres prix peuvent continuer à diverger*.

Ce n'est pas tout : le niveau choisi n'est jamais qu'une moyenne et les dirigeants sont victimes d'une illusion. Ils prennent beaucoup de peine pour manipuler une abstraction. Supposons que le niveau moyen des prix de gros soit de 90 et que celui de chacune des deux catégories qui le forment, denrées agricoles et produits manufacturés, soit également de 90. Le législateur, désireux d'accroître ce qu'il nomme le pouvoir d'achat des cultivateurs, manipule la monnaie de manière à élever le niveau moyen des prix de gros à 100. Il y parvient et croit avoir réussi. Rien n'est moins certain, car le prix des denrées agricoles peut être resté à 90 et celui des produits manufacturés être monté à 110. La moyenne obtenue sera bien 100, mais le législateur aura abouti seulement à créer une disparité dangereuse entre la situation du paysan et celle du citadin. Agissant sur la monnaie, il influence, en effet, la masse des prix *dans son ensemble et ne peut nullement orienter son effort vers une branche déterminée de l'activité nationale*⁹⁴.

Si nous supposons notamment qu'au moment où le Gouvernement désire arrêter une dépression industrielle menaçante et accroît dans ce but le volume de la monnaie, les chefs d'entreprise envisagent l'avenir avec méfiance, comme il arrive dans de telles périodes, et n'emploient pas les disponibilités ainsi créées, celles-ci courront le risque d'être utilisées par des spéculateurs en Bourse. Une déviation de ce genre s'est produite en Amérique entre 1927 et 1929. Pour éviter un déclin des affaires, les banques fédérales de réserve ont acheté des titres, mais les quantités de monnaie jetées ainsi dans la circulation ont trouvé, en grande partie, emploi sur le marché des valeurs mobilières où elles ont donné naissance à une activité extraordinaire. C'est alors qu'ont surgi les facteurs psychologiques dont les pouvoirs publics n'ont plus été capables d'arrêter l'essor et l'optimisme a été tel qu'une fièvre de spéculation s'est emparée de la population. Les cours des valeurs ont atteint des chiffres record. C'était le *boom*, qui devait être inévitablement suivi d'une douloureuse crise. Ainsi, non seulement les pouvoirs publics ne sont pas maîtres d'arrêter une hausse qu'ils ont seulement voulu amorcer, mais ils demeurent impuissants à canaliser le courant monétaire : ils ouvrent les écluses, et l'eau, au lieu de s'étaler en fleuve majestueux fécondant les campagnes ou de suivre des canaux destinés à permettre l'irrigation de terres choisies, se précipite en torrent dans une direction imprévue où elle cause des désastres.

Lorsque les dirigeants impénitents se rendent compte de la vanité de leurs efforts, ils sont amenés à abandonner le niveau général et à diriger les prix particuliers. Chaque activité économique passera alors sous leur contrôle et ce n'est plus seulement un problème monétaire qui se pose. *La monnaie dirigée conduit à l'économie dirigée*.

Le Président Roosevelt en a fait l'expérience. Désireux d'obtenir une hausse des prix, il a brandi la menace de l'inflation dès son arrivée au pouvoir, mais n'a pas utilisé cette arme dont il savait les dangers et il a appliqué en 1933 une politique complexe que nous n'avons pas à exposer ici. Il n'a pas réussi, parce qu'il avait visé le niveau général des prix. Celui-ci est monté, mais, en même temps, de dangereuses divergences se sont manifestées entre les prix de gros et ceux de détail, entre les prix des biens de production et ceux des biens de consommation, entre les prix des denrées agricoles et ceux des produits fabriqués. Cette dernière disparité était particulièrement fâcheuse : le dollar du paysan ne valait plus le

⁹⁴ En Suède, pays qui a été parfois pris pour modèle par les partisans des directions, l'apparente stabilité de l'indice des prix de 1931 à 1933 était faite de la divergence de deux mouvements : une hausse des prix des biens importés et une baisse des prix des produits exportés et nationaux (E. T. H. Kjellstrom, *Managed Money : The Experience of Sweden*, New York, 1934. – B. Anderson, *On the practical Impossibility of a Commodity Dollar*, *Chase Economic Bulletin*, 13 décembre.1933, p. 21. – *A Notable Experiment*, *Monthly Review of the Midland Bank*, octobre 1932).

dollar de l'ouvrier, suivant l'expression américaine⁹⁵. M. Roosevelt s'est vu contraint, par la force des choses, de multiplier les contrôles, d'intervenir dans la formation de chaque catégorie des prix ; il est entré dans la voie de la réglementation à outrance⁹⁶.

Il reste à se demander, en cas de direction monétaire, *qui sera le dirigeant* ? Beaucoup répondront : l'État. Mais l'État, ce sont des hommes et rien d'humain ne leur est étranger. Pouvons-nous raisonnablement espérer qu'ils oublieront leurs intérêts personnels et leurs passions ? Que l'accession au pouvoir leur confèrera une « valeur de situation » capable de les mettre à l'abri des petites et des rancunes ? Qu'ils résisteront aux pressions ? Un homme qui veut diriger la société doit d'abord se diriger lui-même. Hélas ! l'histoire contemporaine ne nous rassure guère à cet égard. Ne voyons-nous pas des Gouvernements aller jusqu'à se vanter de représenter un parti ou une classe et non la nation ? Les directions d'État risquent d'être viciées par des considérations politiques ou sociales qui n'ont rien à voir avec l'économie.

Et même si les dirigeants sont indépendants des pouvoirs publics, s'ils sont incorruptibles et impartiaux, auront-ils une compétence suffisante pour manier un organisme aussi compliqué que l'est une société moderne ? Qui dit diriger, dit prévoir : une prévision quelconque est-elle possible, alors que notre science est encore si limitée ? Soyons modestes, il n'existe aucun homme capable de se substituer aux forces naturelles, même dans les conditions les plus favorables. Un seul exemple nous éclairera : M. Strong gouverneur de la banque fédérale de réserve de New-York avant la crise de 1929, financier intègre et de la plus grande valeur, était persuadé qu'en dirigeant le crédit, il assurerait à son pays une prospérité indéfinie. Il reconnut trop tard son erreur et les efforts qu'il avait tentés pour empêcher la baisse des prix eurent pour seul résultat de rendre la dépression d'autant plus profonde qu'elle avait été plus longtemps retardée. Les dernières heures de la vie de M. Strong, nous racontent ses amis, en furent attristées.

On comprend que M. Glückstadt écrive que le dirigeant devrait avoir la puissance intellectuelle des dieux de l'Olympe et que M. Rist s'écrie : « Je me demande quel est le génie, parmi les hommes, qui pourrait sans trembler déclarer : Moi, je dirige l'économie⁹⁷. »

Laissons donc l'instrument d'échange remplir son rôle monétaire, ne cherchons pas, avec nos mains malhabiles, à le manier comme une arme : nous risquerions de nous blesser.

La société vibre par grandes ondes, le dirigeant ne doit intervenir que pour régulariser les mouvements et il risquerait de provoquer la mort s'il voulait supprimer ou modifier à sa guise cette respiration vitale.

L'histoire de ces dernières années le prouve surabondamment : c'est folie que de s'insurger contre les décrets de la nature et de vouloir reconstruire le monde d'après les indications fournies par notre étroite raison. Le péché dans lequel se complaît le prince des Ténèbres et qui fut la cause de sa chute, d'après les Écritures, c'est l'orgueil.

⁹⁵ C'est là le phénomène des ciseaux, bien connu des économistes. Il est ainsi nommé parce que les courbes des prix s'écartent comme les branches des ciseaux que l'on ouvre.

⁹⁶ M. Roosevelt a d'ailleurs dévié ensuite de sa route. Rien n'est plus difficile à apprécier que sa politique zigzagante, opportuniste, faite de tâtonnements (V. L. Baudin, *L'économie dirigée à la lumière de l'expérience américaine*, Paris, 1941).

⁹⁷ H. Glückstadt, *Theory of the Credit Standard*, Londres, 1932, p. 68. – Ch. Rist, discussion, *Travaux du Congrès des économistes de langue française*, Paris, 1933, p. 67.

Chapitre XVIII – Plus la France tend vers la démagogie, plus le France se détériore

Du début du XIX^e siècle jusqu'à la guerre de 1914-18, la France a joui d'une stabilité monétaire remarquable. Sans doute, une fois conclues les conventions de l'Union latine, l'or et l'argent n'ont plus été traités sur un pied d'égalité, mais notre unité monétaire n'a pas changé : en 1914, elle était encore définie comme en germinal an XI par le franc d'argent contenant 5 grammes de ce métal à 900 millièmes de fin et lié à l'or par un rapport fixe (1 à 15 1/2). Cette stabilité a été une des causes du développement économique de notre pays.

Pendant et après la première guerre mondiale, le papier-monnaie a régné. L'article 3 de la loi du 5 août 1914 a décrété le cours forcé et relevé le chiffre maximum d'émission. L'inflation s'est poursuivie pendant la période des hostilités et pendant celle de la reconstruction⁹⁸. Le « plafond » de la circulation des billets est monté de 6.800 millions en juillet 1914 à 41 milliards en septembre 1920. Les classes moyennes ont commencé de gravir leur calvaire !

Après la première phase de laisser-aller d'après guerre, le Gouvernement a esquissé quelques tentatives d'assainissement ; en 1920, il s'est engagé à rembourser 2 milliards par an à la Banque de France, mais ce beau geste n'a pas eu de lendemain : le remboursement a été réduit à un milliard en 1922, à 800 millions en 1923. Cependant, au début de 1924, le change du franc a pu être encore victorieusement défendu contre des attaques spéculatives étrangères.

A ce moment, la politique entre en jeu. Les partis dits de gauche triomphent aux élections de mai 1924. Immédiatement la situation s'aggrave. L'inflation se poursuit en pleine paix. L'industrie et le commerce qui voudraient renaître en sont empêchés par l'État qui fait constamment appel aux capitaux pour faire face à ses propres besoins et détermine une hausse du taux de l'escompte de 5 % en 1923 à 7 % en décembre 1924. La détérioration du change, reflet des exportations de capitaux, traduit la peur croissante des épargnants. En avril 1925, le « plafond » est crevé. L'intérêt monte sur le marché jusqu'à dépasser 10 % pour les placements à long terme.

En 1926, les événements se précipitent, les socialistes parlent d'opérer un prélèvement sur le capital et engendrent la panique : L'étranger retire ses fonds. La circulation de papier atteint près de 60 milliards. Les ministères se succèdent comme des éclairs. La livre sterling, qui valait 65 francs en avril 1924, atteint un maximum de 240 francs fin juillet 1926.

Le Parlement se décide à mettre un terme aux luttes politiques et à donner pleins pouvoirs à M. Poincaré qui constitue un ministère d'union nationale, équilibre le budget, élabore et applique un programme fiscal, crée la Caisse d'amortissement. La confiance renaît, les capitaux rentrent, le taux d'escompte fléchit. Le franc est sauvé.

A la fin de 1926, le franc est stabilisé en fait par rapport à l'or aux environs de 124 francs par livre sterling. L'afflux des capitaux est tel que la Banque doit constamment lutter contre une appréciation de notre change, c'est-à-dire qu'elle est dans l'obligation d'acheter un nombre croissant de devises qu'elle paie en francs. A certains moments, la valeur totale des

⁹⁸ Les deux premières années de paix ont coûté presque autant que les quatre années de guerre. L'étatisation à laquelle on avait abouti a été une source de dépenses considérables. Il suffit de rappeler le déficit des comptes spéciaux du ravitaillement et de l'alimentation en pain : plus de quatre milliards de francs. Ces comptes, suivant l'expression de E. Allix, ont été gérés avec un « désordre scandaleux ».

effets sur l'étranger accumulés dans son portefeuille atteint près de 33 milliards. Pour procéder à ces achats, notre Institut central émet des billets en francs. Le droit de procéder à ces émissions, sans se préoccuper du plafond, lui est donné par une loi du 7 août 1926.

L'afflux des capitaux étrangers devient presque inquiétant. Dans les quatre premiers mois de 1928, la Banque absorbe près de 8 milliards de francs.

Les producteurs français craignent une revalorisation du franc. Si, en effet, ils bénéficient d'une prime à l'exportation dans le cas de détérioration du change, ils supportent une perte dans le cas d'amélioration. Pour les rassurer, M. Poincaré décide de procéder à la stabilisation légale. *La loi du 25 juin 1928* fait du franc, pour la première fois dans l'histoire, *une monnaie d'or*, constituée par un poids de 65,5 milligrammes d'or à 900 millièmes de fin. Un pourcentage minimum de 35 % est fixé entre l'encaisse-or et les engagements à vue (billets et dépôts). Les billets sont convertibles en métal pour un montant minimum de 215.000 francs environ, valeur d'un lingot (système de l'étalon de change lingot). L'ancien système du plafond disparaît. La réévaluation en francs nouveaux de l'encaisse-or fait apparaître un bénéfice comptable qui permet à l'État de rembourser les avances consenties par la Banque de France. L'encaisse-or atteint 29.400 millions de francs nouveaux, le stock devises de notre Institut est de 29.200 millions et la couverture de 39,85 %. La situation est par conséquent assainie, mais au prix d'un lourd sacrifice pour les détenteurs de revenus fixes : notre unité monétaire a perdu les quatre cinquièmes environ de son ancienne valeur par rapport à l'or. Seule peut excuser cette décision l'énormité de notre dette publique qui atteint un chiffre record de 427 milliards de francs en 1925 : toute revalorisation notable de notre monnaie aurait mis l'État dans l'impossibilité de faire face au paiement des rentes⁹⁹.

La réforme de 1928 inaugure une ère de calme relatif. La crise américaine fait refluer en France des capitaux abondants. Notre Institut central voit son encaisse-or grandir, il détient 68 milliards et demi de francs à la fin de 1931 et la couverture de la circulation est à cette date de plus de 60 %.

Grâce à la sage politique de nos établissements de crédit, la crise allemande, la dévaluation de la livre et celle du dollar n'ont pas engendré chez nous de graves répercussions. Cependant l'instabilité politique et la persistance du déficit budgétaire ont empêché une reprise sérieuse de se manifester. De temps à autre, dès que des menaces se font entendre contre les capitalistes, les disponibilités se cachent. Les mouvements d'exportation des capitaux et de thésaurisation s'accroissent par instants, donnent à l'activité des marchés des à-coups violents, provoquent des apports et des retraits désordonnés de métal à la Banque de France. Ainsi cet établissement perd, en or et en devises, 1.300 millions de francs entre le 2 décembre 1932 et le 13 janvier 1933. La situation budgétaire continue à rester mauvaise. Le volume de la circulation fiduciaire augmente. On en arrive à cette situation paradoxale que le franc français est discuté partout, bien qu'il bénéficie d'une couverture considérable.

La constitution d'un cabinet d'union nationale par M. Doumergue, en février 1934, permet un apaisement passager. Plus de 8 milliards et demi de francs d'or entrent à la Banque de France du 2 mars au 19 octobre 1934. Le taux de l'escompte de cet établissement est ramené à 2 1/2 % le 31 mai.

Pendant l'année 1934 notre balance commerciale s'améliore, mais les prix continuent de s'ajuster mal aux conditions économiques. Les prix de détail restent stationnaires alors que

⁹⁹ Pour les détails, voyez notre livre sur *Le Crédit*, partie III, chap. III et VI, par. 1. Le montant de notre dette publique a diminué de 1926 à 1930, il a augmenté ensuite de nouveau.

les prix de gros fléchissent. Le Gouvernement s'efforce de faire appel au seul marché monétaire (émission de bons du Trésor) et non au marché financier.

La chute du cabinet Flandin, puis celle du cabinet Bouisson, en 1935, apportent de nouveaux éléments de trouble. Quand M. Pierre Laval prend le pouvoir le 7 juin de la même année, et constitue un cabinet d'union, le déficit budgétaire est voisin de 7 milliards, celui des chemins de fer dépasse 4 milliards. La dette publique atteint 340 milliards et les bons du Trésor trouvent difficilement preneurs, même à 6 %.

Une courageuse politique d'économie est tentée. Les dépenses ordinaires de l'État sont ramenées de 48 à 40 milliards, le taux d'escompte de la Banque de France fléchit par paliers de 6 % en mai à 3 % en août, mais il remonte dès novembre et regagne son chiffre de départ très rapidement. C'est qu'en effet de nouvelles difficultés politiques surgissent qui se traduisent par des sorties d'or¹⁰⁰.

A la fin de 1935, la situation du franc est encore très forte. L'encaisse-or de la Banque de France est tombée à 66 milliards de francs environ, contre 82 milliards en avril de la même année, mais ce chiffre dépasse encore largement celui de la thésaurisation des billets estimée à 25 milliards, la couverture est supérieure à 70 %. La quantité de francs placés pour compte étranger sur le marché de Paris n'atteint pas 5 milliards, par conséquent des retraits ne seraient pas dangereux. Les bons du Trésor et ceux de la Défense nationale représentent 42 milliards dont 25 détenus par les banques en contrepartie de leurs dépôts et 4 à 5 par les caisses publiques, notamment par la Caisse des Dépôts et Consignations, par suite une douzaine de milliards seulement de bons risquent de ne pas être renouvelés en cas de panique et de donner lieu à une émission correspondante de billets¹⁰¹.

Au début de 1936, la situation économique s'améliore dans le monde et la France ressent les effets de cette reprise. Malheureusement l'approche de la campagne électorale fait naître des inquiétudes, le budget de 1935 accuse un déficit de 5 milliards (non compris celui des chemins de fer). La charge des impôts et les résistances qui surgissent ne permettent pas aux prix de détail de suivre la pente de la déflation sur laquelle le Gouvernement s'est risqué et dont le principal effet est de susciter un mécontentement général. La France demeure un pays plus cher en moyenne que la Grande-Bretagne, les Pays-Bas, la Suède, deux fois plus cher que la Belgique et elle est dépassée seulement par la Suisse¹⁰².

Nous arrivons à l'instant critique, aux élections de 1936 qui, en donnant le pouvoir aux socialistes, ouvrent une ère de désordres. Nous n'avons ici ni à parler des causes profondes de cette anarchie, ni à rechercher les responsabilités. Nous nous bornons à rappeler les faits. Au lecteur à juger l'arbre par le fruit.

Dès le mois de juin se succèdent les grèves, les occupations illégales d'usines, les désordres, et se multiplient les textes hâtivement élaborés. Les législateurs oublient que les réformes, même les plus justifiées, doivent être graduelles, afin de permettre les adaptations nécessaires. Les épargnants tentent de mettre leur fortune à l'abri. Les capitaux se précipitent vers Londres, Genève, Bruxelles, New-York. Toutes les courbes de prix, de frets, de coûts se redressent vivement. Écrasées par les nouvelles charges sociales, les moyennes et petites industries se trouvent dans une situation difficile. Les exportations marquent un violent recul. L'or s'enfuit : en septembre, notre Institut central n'a plus que 50

¹⁰⁰ V. R. Théry, *Un an d'audaces et de contradictions*, Paris, 1937, p. 18.

¹⁰¹ Quand les porteurs de bons perdent confiance, ils demandent le remboursement en monnaie. C'est là qu'est le danger des titres à court terme du Trésor. Celui-ci est bien obligé alors de demander à la Banque de France des avances. C'est pourquoi l'on dit que l'augmentation de la dette flottante est une inflation en puissance. Pour la situation de la France en 1935, voir G. Damougeot-Perron, *L'économie française et les décrets-lois*, Paris, 1936.

¹⁰² Ch. Rist, *Ecarts de prix, France-Etranger*, Paris, 1936.

milliards en caisse. Une loi du 23 juin 1936 autorise l'État à bénéficier d'avances de la Banque de France à valoir sur une émission de bons du Trésor de 10 milliards de francs. Cette émission échoue, le Gouvernement n'obtient pas la moitié de ce qu'il espérait¹⁰³. Il continue d'affirmer qu'il maintiendra le franc à sa valeur, mais il ne tarde pas à manquer à sa parole. Il dévalue la monnaie pour redonner un peu de vie à l'industrie, en désignant cette opération sous le nom *d'alignement* qui ne trompe personne. La loi du 1^{er} octobre 1936 non seulement dévalue le franc, mais encore institue un nouveau régime monétaire, une sorte *d'étalon approximatif*. Le franc est, d'après ce texte, une monnaie dont le poids varie entre 43 et 49 milligrammes d'or à 900 millièmes de fin. Il vaut entre 15,19 et 13,33 centimes du franc de l'an XI. Sa stabilité est assurée, non plus directement par la Banque de France, mais par un organisme intermédiaire géré par cet Institut : *le fonds de régularisation*, dont nous aurons à reparler.

Aux termes d'une convention, intervenue entre le ministre des finances et le gouverneur de la Banque de France, le bénéfice comptable de la réévaluation de l'encaisse est attribué à l'État. Le total de cette plus-value, pour l'or et les devises, s'élève à 17 milliards, dont 10 sont affectés au fonds de régularisation¹⁰⁴.

Les détenteurs d'or sont contraints soit de céder le métal, soit de le déclarer, de manière à être dans les deux cas dépossédés du bénéfice de la dévaluation, mesure rapportée quelques mois plus tard, après avoir causé bien des difficultés, des mécontentements et de la paperasserie¹⁰⁵.

Enfin une loi du 1^{er} octobre, complétant une loi du 19 août, réprime les hausses injustifiées de prix.

Nous avons dit que la dévaluation n'est pas une solution. « Elle est essentiellement une sanction, une expiation par les sacrifices qu'elle impose à diverses catégories de personnes, des fautes et des erreurs commises dans la direction du pays¹⁰⁶. » N'ayant pas mis fin à ces fautes et à ces erreurs, la dévaluation de 1936 a imposé à toute une partie de la population française des sacrifices inutiles.

Les causes du mal, en effet, continuent d'exercer leurs redoutables effets. Les troubles sociaux se multiplient. Les extrémistes s'imposent avec une autorité croissante. Ils veulent instaurer des réformes de structure, c'est-à-dire désirent un bouleversement complet de la société. Aussi les capitaux se gardent-ils d'écouter les paroles engageantes et les promesses que leur adresse de temps à autre le ministre des finances ; ils entendent à l'arrière-plan monter des rumeurs menaçantes.

Le Gouvernement, pour justifier les dépenses auxquelles il se livre, invoque une théorie « de pouvoir d'achat ». Le raisonnement est simple : « Augmentons les revenus des classes dites dépeniées, ouvriers, employés, chômeurs... par de larges distributions de monnaie. Les bénéficiaires se hâteront de dépenser ce surplus mis à leur disposition et redonneront ainsi vie au commerce et à l'industrie. » Magnifique exemple de cette erreur que nous avons dénoncée dans un précédent chapitre¹⁰⁷. Ces théories n'oublient qu'une chose, c'est de se demander où ils prendront cette monnaie dont ils feront largesse et qui assurera, sinon la reprise économique, du moins leur popularité. Viendra-t-elle d'une inflation, d'impôts ou

¹⁰³ Le Gouvernement convient alors avec la Banque de France que ces avances seront considérées comme permanentes, sans même consulter le Parlement.

¹⁰⁴ Cette réévaluation est opérée sur la base de la limite *supérieure* indiquée par la loi, c'est-à-dire 49 milligrammes d'or par franc.

¹⁰⁵ Il était absurde de traiter d'une manière différente, comme on le faisait, les possesseurs d'or et les possesseurs de devises. Tous profitaient également de la dévaluation.

¹⁰⁶ P. Reboud, *Précis d'économie politique*, 8^e éd., Paris, tome I, p. 377.

¹⁰⁷ Voyez le chapitre V ci-dessus.

d'emprunts ? Il n'y aura jamais, dans tous les cas, qu'un *transfert de pouvoir d'achat* entre les classes sociales, une manière pour le parti au pouvoir de favoriser les uns et de ruiner les autres. Encore si cette politique devait ranimer l'économie, mais les bénéficiaires qui profitent de cette « plus-value non gagnée¹⁰⁸ » la dépensent en achats d'objets de consommation et de détail, alors que ce sont les industries de production et les prix de gros qui sont touchés par la crise. On ne voit pas l'intérêt qu'il y a à accroître l'écart déjà trop grand qui existe entre les catégories de prix, ni à enlever des capitaux aux entreprises qui vivent de crédit à long terme en provoquant une hausse du taux de l'intérêt au moment le plus inopportun¹⁰⁹. Les partisans de cette théorie pensent-ils vraiment qu'en augmentant indéfiniment le revenu de certains individus qualifiés dépensiers au détriment de ceux qui ont encore l'esprit d'initiative et l'esprit d'épargne, ils amélioreront la situation économique ? Quel goût pervers pour les mondes à l'envers peut amener certains de nos contemporains à faire l'éloge du gaspillage¹¹⁰ ?

Cette politique ne tarde pas à engendrer une redoutable augmentation des dépenses publiques et du coût du travail. Pour apprécier ce dernier élément, il faut faire entrer en ligne de compte le salaire, la durée du travail, les charges accessoires (assurances notamment) et le rendement. Nous insistons sur ce dernier facteur qui est le plus alarmant. Il peut être légitime d'augmenter la rémunération, les loisirs, les charges afférentes à la sécurité, ce sont questions dont nous n'avons pas à discuter ici, mais il est toujours désastreux de réduire la productivité du travail, c'est-à-dire la quantité ou la qualité du travail fourni par un ouvrier dans un temps déterminé : une telle réduction ne profite à personne et nuit à la société. Les chefs d'Etat l'ont souvent dénoncée, car elle conduit à la ruine toutes les classes sociales du pays, sans exception¹¹¹. Or, depuis les élections de 1936, le rendement du travail a diminué dans une proportion considérable, de 15 % par exemple dans les mines et industries de gros matériel¹¹².

Cette chute de la productivité, jointe à l'augmentation du prix de l'heure de travail qui est évaluée en moyenne à 72 % dans plusieurs industries¹¹³, prend les proportions d'une catastrophe. En effet, la production diminuant, les prix montent. Aucun texte, aucune sanction ne peuvent entraver cette hausse, qu'on la regarde comme légitime ou non. Une fois de plus, le législateur doit s'incliner devant la loi naturelle. Les conseillers du Gouvernement avaient affirmé que les réformes sociales ne se répercuteraient que faiblement sur le prix de revient, donc sur le prix de vente. Les statistiques attestent l'étendue de leur erreur : les indices de la Statistique générale de la France (base 1914 = 100) sont respectivement en juillet 1936 et juillet 1937 :

¹⁰⁸ Cette expression jadis célèbre est correcte en l'espèce, puisque la distribution monétaire, d'après les théoriciens du pouvoir d'achat, est fondée sur la nécessité non pas d'accroître un revenu jugé insuffisant pour vivre, mais d'inciter à la dépense pour « faire marcher le commerce ».

¹⁰⁹ Une nation saine et progressive doit avant tout bénéficier d'une industrie prospère des biens de production, or celle-ci est alimentée par des émissions de valeurs. Détourner les fonds des marchés où se négocient les titres pour les orienter vers les achats de viande au détail ou de tabac est une erreur évidente.

¹¹⁰ V. nos articles : *La crise et le pouvoir d'achat*, *Revue des Deux Mondes*, 1^{er} mai 1936, *La théorie du pouvoir d'achat et la politique de dévaluation*, *Le Correspondant*, 10 février 1937 ; *La théorie du pouvoir d'achat, comptes rendus des travaux de la Société d'Economie politique de Belgique*, mars 1940.

¹¹¹ Discours de M. Spinasse à Clermont-Ferrand, le 10 janvier 1937, de M. Blum à Saint-Nazaire, le 21 février, de M. Bonnet à Périgueux, le 8 août. Réponse du Gouvernement, le 11 septembre, à une motion votée par le Conseil national de la C.G.T.

¹¹² Voyez, pour un exemple précis, notre sentence surarbitrale du 13 juillet 1937 : dans l'usine en cause le rendement du travail des « manœuvres gros travaux » indépendamment de toute question de salaires, de charges sociales ou de durée, avait diminué en un an de près du tiers.

¹¹³ Voyez notamment les calculs de M. Detœuf dans *L'Information* du 22 avril 1937 et ceux de M. Clément dans *L'Usine* du 10 juin. Ces chiffres ont été largement dépassés ensuite.

Indice général de 126 articles :	391	582
Indice pondéré de 34 articles :	461	600 ¹¹⁴

Politique de dépense systématique de la part de l'État, de diminution de la productivité de la part des travailleurs, application brutale de réformes sociales sans aucun égard à la situation économique de la nation, ce serait déjà assez pour expliquer la hausse des prix. Mais il faut ajouter à ce sombre tableau la difficulté de trouver des fonds¹¹⁵, les troubles sociaux persistants, les grèves qui réduisent encore la production¹¹⁶ et l'attitude même des chefs d'entreprise qui, avant comme après juin 1936, a été souvent critiquable.

Cet état de choses engendre toute une série de conséquences inéluctables : d'abord la hausse des prix entraîne celle du coût de la vie, d'où de nouvelles réclamations et de nouvelles augmentations de salaires, qui elles-mêmes font monter plus encore les prix. C'est le « cercle infernal » bien connu.

Ensuite les avantages fournis aux exportateurs par la dévaluation sont annulés par la hausse des prix¹¹⁷. La France, en 1937, redevient un pays de vie chère.

Enfin le commerce extérieur accuse des déficits qui donnent le vertige : près de 12 milliards de francs pendant les huit premiers mois de 1937.

Nous en avons assez dit pour expliquer que le problème monétaire, dans un pays aussi bouleversé, devient difficile à résoudre. Le ministre des finances, M. Auriol, s'obstine à affirmer de nouveau qu'il ne procédera pas à une deuxième dévaluation¹¹⁸, mais il y sera encore contraint par les circonstances qu'il a lui-même créées.

L'optimisme de commande et les accusations contre les adversaires du régime ne changent rien à l'inéluctable enchaînement des faits. Le Gouvernement parvient à vivre pendant deux mois environ après la dévaluation de 1936 au moyen des bénéfices que lui a procurés la réévaluation de l'encaisse de la Banque de France, puis il recommence d'emprunter à cet Institut. En 1937, il est réduit à conclure un emprunt à Londres par l'intermédiaire des chemins de fer, puis à émettre un emprunt à garantie de change sous le prétexte de pourvoir aux dépenses de la défense nationale. En vain ses membres reparlent-ils de libéralisme, à la grande indignation des partisans ; en vain cherchent-ils à redonner confiance aux capitalistes pour les amener à rapatrier leur épargne. L'or quitte notre pays : 7.800 millions de francs d'or passent la frontière dans le seul mois de juin. L'encaisse-or de la Banque de France fléchit à 37 milliards (en francs de 1928). A la fin de juin, le Trésor n'a plus que 20 millions en caisse : il est obligé de faire appel à la Caisse des Dépôts et Consignations. Impossible d'emprunter : la baisse des cours du récent 4 1/2 % à garantie de

¹¹⁴ Un député, qui est également un économiste, estimait que l'augmentation du prix de revient ne serait que de 8 à 9 % en moyenne. Or, elle a été de 50 à 73 % dans les industries qui ont fait l'objet des études précitées.

¹¹⁵ De 1935 à 1936, le nombre des actions émises en France a fléchi d'un tiers environ.

¹¹⁶ Deux exemples seulement : entre juin 1936 et juin 1937, les sociétés houillères ont embauché 15.450 nouveaux ouvriers ; or pendant le premier semestre de 1937, la production, malgré cet accroissement de main-d'œuvre, a diminué de près d'un million de tonnes. Tous les autres pays européens ont augmenté la leur. Nous avons dû acheter pour 2 milliards de francs de charbon à l'étranger. Nous pourrions, d'autre part, produire de l'acier et l'exporter aisément avec de gros bénéfices, car il existe une importante demande étrangère, mais la loi de 40 heures ne nous permet même pas de fournir les contingents que nous accorde le cartel international de l'acier. « La menace du ralentissement de la production est le frein le plus salutaire contre la démagogie, lorsque les Gouvernements ont perdu toute autorité ». (Germain-Martin, *De la civilisation latine à la dictature asiatique*, Paris, 1937, p. 123).

¹¹⁷ Comme l'a dit plaisamment M. P. Reynaud, la Société des Nations nous a coiffés d'un bonnet d'âne en déclarant que, seuls dans le monde, nous avons manqué la dévaluation.

¹¹⁸ Le 21 janvier, au banquet de la presse anglo-américaine, le 2 février, lors du vote du collectif au Sénat, le 29 avril devant la Commission des Finances de la Chambre..., etc.

change indique trop clairement l'état d'esprit des épargnants. Enfin le Gouvernement s'effondre sous le poids de ses erreurs.

M. Chautemps remplace M. Blum. Lourd héritage. Il est impossible de poursuivre l'expérience sans aboutir à la faillite. Le nouveau Gouvernement est obligé de demander d'urgence 15 milliards d'avances à la Banque de France et, le 30 juin 1937, il détache complètement le franc de l'or¹¹⁹. Notre monnaie devient *errante* ou *flottante*. Le cours du change se détériore : la livre, dès le premier jour, passe de 110,55 à 129 francs¹²⁰.

Heureusement le nouveau Gouvernement se sépare résolument de ses prédécesseurs, en laissant dans l'ombre les théories erronées et en revenant aux doctrines classiques d'équilibre budgétaire et d'accroissement de la production.

M. Bonnet, ministre des finances, assainit le budget en accroissant les impôts de 8 milliards de francs ; il déclare courageusement : « Le pays doit comprendre une bonne fois que les dépenses qu'il réclame, c'est lui qui en fin de compte les paie ». Mais la politique ne tarde pas à entrer en jeu de nouveau.

L'histoire du début de l'année 1938 répète curieusement celle de l'année 1936-37. Pour la deuxième fois, M. Léon Blum prend le pouvoir (mars 1938) et provoque une aggravation de la situation économique. Le cours du change de la livre monte le 15 mars à 167 contre 147 au début de l'année. Les dépenses sont telles que le Gouvernement propose pour y faire face l'impôt sur le capital, la mise au nominatif de tous les titres français et des valeurs étrangères négociables en France, une réévaluation de l'encaisse-or de la Banque de France, la suppression de l'amortissement de la dette publique, le contrôle des changes et diverses mesures inflationnistes. Ne pouvant admettre une pareille révolution, le Sénat se décide à mettre fin à cette deuxième et désastreuse expérience le 8 avril 1938.

Les frais sont payés par le cabinet de M. Daladier qui doit augmenter les impôts, émettre un emprunt et laisser fléchir le franc. Il ne faut pas dire, comme on le fait parfois, que la France s'est donné une nouvelle monnaie à cette époque. Le franc s'est détérioré comme conséquence des excès commis par le précédent gouvernement à direction socialiste et M. Daladier, président du Conseil, a simplement affirmé le 4 mai 1938 qu'il ne laisserait pas la dépréciation se poursuivre au delà de 179 francs pour une livre sterling. Une déclaration d'un homme d'État temporairement au pouvoir et la fixation d'un plafond par rapport à une monnaie elle-même flottante n'ont qu'une portée limitée et ne modifient en rien le caractère de notre franc de 1937.

Au cours limite de 179 francs et à une parité d'environ 5 dollars pour une livre, le poids d'or du franc ressort à 27,6 milligrammes à 900 millièmes de fin. En monnaie d'or d'avant 1914, ce chiffre correspond à 8,69 centimes.

Depuis le mois de mai 1938, la situation s'améliore et le cours du change se maintient aux environs de la limite fixée. Les épargnants reprennent confiance ; une rentrée massive de capitaux provoque une détente sur le marché, le taux d'escompte officiel fléchit à 2 1/2 %. Le Gouvernement, usant des pouvoirs qui lui sont conférés, édicte un grand nombre de décrets-lois. En ce qui concerne la monnaie, les avances de la Banque de France à l'État sont augmentées de 10 milliards de francs et notre Institut central reçoit l'autorisation de pratiquer des opérations sur l'*open market* dans le but de régulariser le marché.

¹¹⁹ Lors de cette deuxième dévaluation, la réévaluation de l'encaisse de la Banque de France est opérée sur la base de la limite *inférieure* indiquée par la loi du 1^{er} octobre 1936, c'est-à-dire 43 milligrammes d'or à 900 millièmes de fin par franc. La plus-value comptable d'environ 7 milliards de francs ainsi obtenue est affectée à un fonds de soutien des rentes, créé le 22 juillet 1937.

¹²⁰ Le taux d'escompte de la Banque de France devient flottant lui aussi : alors qu'il était célèbre par sa stabilité, il enregistre 16 variations entre le 1^{er} janvier 1936 et le 15 septembre 1937.

Cependant la situation financière est encore loin d'être satisfaisante. La tension internationale qui se produit au mois de septembre oblige les pouvoirs publics à se préoccuper de l'état de notre armement, alors que les lois sociales antérieurement votées continuent d'entraver l'augmentation nécessaire de notre production. L'impossibilité de faire face à 137 milliards de dépenses publiques avec un revenu national estimé à 230 ou 240 milliards de francs oblige M. Daladier, président du Conseil et son ministre des finances, M. Paul Reynaud, à mettre en œuvre un plan de redressement. La France ne peut sans danger continuer à s'appauvrir en travaillant au ralenti et en vivant sur son capital. Les décrets-lois de novembre 1938 prévoient notamment un assouplissement des règles relatives à la durée du travail et une réforme fiscale comportant de lourdes majorations d'impôts. L'échec de la grève générale que les socialistes et les communistes désiraient déclencher le 30 novembre 1938 pour protester contre ces mesures purifie l'atmosphère.

D'une manière générale, M. Paul Reynaud s'inspire des conceptions classiques de l'individualisme. Il veut restaurer le profit pour stimuler l'esprit d'initiative, source de tout progrès, en écartant les obstacles qui s'opposent à l'augmentation de la production. En même temps, il cherche à faire baisser le taux de l'intérêt en décidant que l'État ne procédera pas à des appels de fonds pendant plusieurs mois. Le travail et le capital, ainsi libérés, peuvent désormais coopérer à la reprise économique.

Sans doute, le plan tracé présente des défauts apparents ; en particulier il vise plus les recettes que les dépenses : il établit une super-fiscalité écrasante pour les classes moyennes¹²¹ et il laisse dans la pénombre les économies à réaliser. Mais les idées essentielles sont énoncées et ce n'est pas un mince mérite pour un représentant du peuple que de risquer l'impopularité en critiquant l'extension démesurée de l'Etat, nouvelle idole des masses dont chacun attend subvention, secours ou prêt, en réprouvant le malthusianisme économique des apôtres de la multiplication indéfinie des loisirs, en un mot en osant parler de la nécessité du travail et des bienfaits de la liberté.

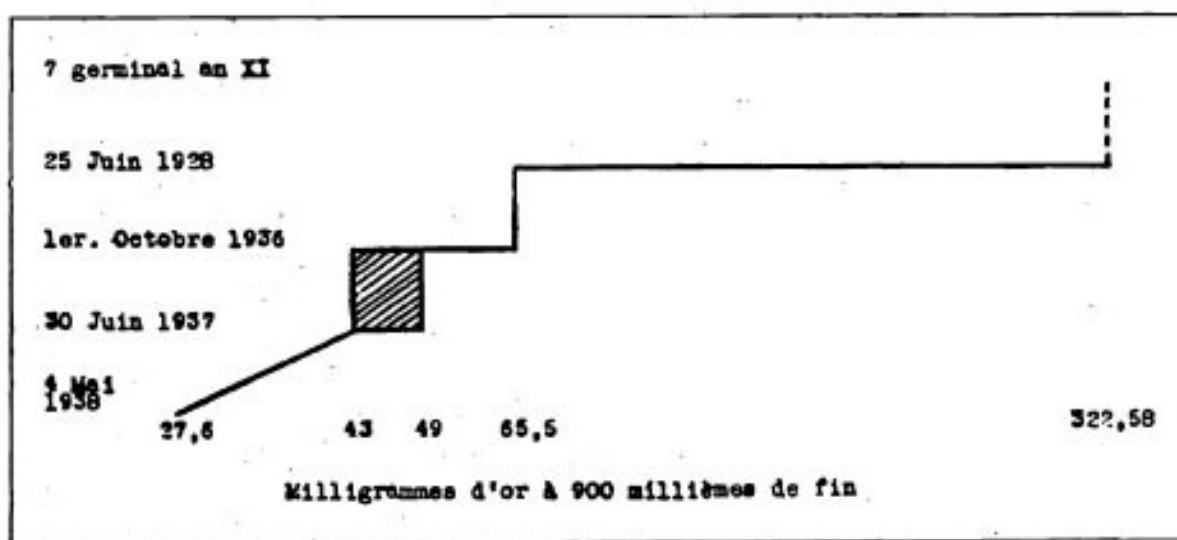
Le succès répond aux efforts. La situation économique de la France s'améliore. L'indice général de la production de base 100 en 1928, était tombé à 91 en décembre 1937, à 71 en juillet 1938 ; il remonte à 89 en février 1939, à 100 en juillet ; Le déficit de la balance commerciale diminue : pendant les huit premiers mois de 1939, il se chiffre à 8.707 millions de francs contre 11.786 pendant la période correspondante de 1938, le cours de la livre fléchit au-dessous de 177 à la fin de décembre, la circulation des billets, après avoir monté de près de 102 à plus de 124 milliards pendant le mois de septembre en raison des retraits effectués au moment de la mobilisation, retombe à moins de 110 milliards avant le terme de l'année, 26 milliards de francs sont rapatriés entre novembre 1938 et septembre 1939, les cours des rentes et des valeurs françaises montent en Bourse, le crédit s'affermi, comme le prouve une opération de conversion effectuée dans de bonnes conditions¹²², le taux d'escompte de la : Banque de France est ramené à 2 % le 3 janvier 1939.

Les mesures monétaires qui figurent dans les décrets-lois de novembre 1938 prévoient que l'avance permanente de la Banque de France à l'État sera portée d'un peu plus de 3 milliards à 10 milliards. En même temps, il est procédé à une nouvelle réévaluation de l'encaisse-or de notre Institut central sur la base de 27 milligrammes et demi d'or à 900 millièmes de fin par franc, et le bénéfice de près de 31 milliards 1/2 résultant de cette

¹²¹ Deux chiffres suffiront à édifier le lecteur : l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières étrangères non abonnées atteint 36 % et l'impôt général sur le revenu est majoré d'un tiers.

¹²² Il s'agit d'un emprunt contracté principalement en Hollande et destiné à rembourser des prêts consentis antérieurement par l'étranger à nos compagnies de chemins de fer. Notons, au sujet de la circulation des billets, que des coupures de 5.000 francs ont été émises en septembre et que la plupart d'entre elles sont revenues aux guichets de la Banque de France.

opération est intégralement affecté au remboursement des avances provisoires consenties par la Banque de France à l'État. Ces dernières avances se trouvent ainsi réduites à 21 milliards environ, qui doivent être couverts dans des temps à venir, lors de la stabilisation définitive du franc, par la plus-value qui résultera de la réévaluation de l'encaisse sur la base du cours du change réel et par le solde que fourniront le fonds de régularisation et celui de soutien des rentes. Il est remarquable que les dirigeants aient cru à cette époque à la possibilité de stabiliser le franc à titre définitif, dans un monde où les monnaies, comme les hommes, s'installent bon gré mal gré dans l'instabilité¹²³.



La conclusion de cette histoire du franc est claire. Notre unité monétaire a subi toutes les répercussions de la politique. De 1918 à 1939, c'est toujours de l'intérieur qu'a surgi le danger.

Le franc n'a eu à craindre que les Français eux-mêmes.

Chapitre XIX – La guerre des monnaies en temps de paix

Depuis 1931, l'équilibre monétaire international reconstitué avec peine a fait place au désordre. Chapays a été mis en demeure de choisir entre la livre et l'or. En 1933, la chute du dollar a créé une nouvelle unité indépendante. Le monde s'est trouvé divisé en trois blocs : celui de la livre détachée de l'or, celui du franc lié à l'or, celui du dollar uni au métal par un fil élastique.

Ce dernier système monétaire était original : la loi de 1934 (*Gold Reserve Act*) ne définissait pas le dollar, elle spécifiait seulement que le poids de cette unité devait être compris entre 40 et 50 % de son poids primitif. M. Roosevelt a adopté le chiffre 40,94 à titre provisoire.

¹²³ Grâce à la politique de redressement dont nous venons de parler, il n'y a pas eu de moratoire en 1939. Seuls les mobilisés ont été autorisés à ajourner le règlement de leurs dettes. La Bourse n'a pas fermé ses portes un seul jour (Voyez le rapport de la Banque de France pour 1939).

Cette décision s'explique : quelques mois de dépréciation avaient suffi à rendre éclatants les inconvénients d'une monnaie instable et pourtant le Gouvernement des États-Unis ne voulait pas adopter l'étalon d'or pur et simple tant que la livre pouvait fléchir librement et faire bénéficier les producteurs britanniques d'une prime à l'exportation au détriment de leurs concurrents américains ; il désirait s'assurer un moyen de contre-attaque au cas où l'Angleterre laisserait glisser plus encore sa monnaie.

A ces trois instruments d'échange dominants sont venus s'agréger des satellites ; l'Angleterre a entraîné à sa suite un long cortège docile : Scandinavie, Finlande, Portugal, Iran, Irak, Siam, Argentine, Bolivie, Pérou, Australie, Nouvelle-Zélande, Afrique du Sud, Indes ; les États-Unis ont attiré à eux le Canada, les Philippines, le Venezuela, le Mexique, les États de l'Amérique centrale, Cuba, Haïti ; autour de la France se sont groupées la Belgique, la Hollande, la Suisse, l'Italie, la Pologne.

La lutte entre les trois blocs n'a pas été longue : en 1935, la Belgique lâchait pied ; en 1936, la France abandonnait à son tour son poste éminent et provoquait la dislocation du bloc-or.

On a parlé d'un nouvel étalon monétaire qui tendrait à s'instaurer à la faveur de ces abandons et qui serait déterminé par un « accord des changes ». Dissipons cette illusion. Il est exact qu'un nouvel organisme a vu le jour en Angleterre en juin 1932 et a été adopté par plusieurs pays importants (États-Unis, Hollande, Suisse) : le fonds de régularisation des changes, nommé aussi fonds de stabilisation. Cet organisme est chargé en principe, non pas de maintenir un taux de change déterminé, mais d'éviter des variations trop amples des cours¹²⁴. En fait, il a permis aux autorités britanniques de la laisser monter ou baisser la livre à leur guise, sans prendre d'engagement, de sorte que les commerçants et les spéculateurs demeurent dans la plus grande incertitude sur les mouvements futurs des cours des changes. Il constitue une arme puissante, car il est doté de ressources considérables et agit dans le secret¹²⁵.

Mais un fonds de régularisation, pas plus qu'une caisse de conversion, n'est capable de faire face à toutes les éventualités dans un monde en folie. Sa réserve est suffisante pour faire de lui un pare-chocs, non pour lui permettre de remédier à toutes les conséquences des politiques actuelles. L'histoire récente de notre monnaie nous a fourni l'exemple d'un fonds menacé de disparition par l'assèchement de la réserve au début de 1938, celle du dollar nous offre celui du cas contraire : les achats d'or opérés pendant le premier semestre de 1937 par le fonds de régularisation américain, qui a stérilisé le métal de manière à éviter toute répercussion sur les prix, ont accru les charges budgétaires et ému l'opinion publique. Ainsi, dans toutes les directions, l'action des fonds se trouve limitée.

Bien que le principe soit le même dans tous les pays le mécanisme peut varier. Le fonds britannique emprunte sur le marché des sommes qui lui sont nécessaires, tandis que le fonds français, lors de sa création, les demandait à notre Institut central. Aussi notre fonds ne répondait-il pas exactement à ce que le Gouvernement attendait de lui. Il était destiné, en effet, en France, non seulement à modérer les fluctuations des cours des changes, mais encore à masquer les interventions de l'État sur le marché, interventions qui, en diluant les conséquences fâcheuses de la dévaluation, évitaient que le public ne les aperçût dans une lumière trop crue. Or ce but était en partie manqué, car les opérations du fonds se reflétaient avec plus ou moins de retard dans le bilan de notre Institut d'émission et le secret était chez nous un « secret de Polichinelle¹²⁶ ».

¹²⁴ C'est pourquoi il ne faut pas reprocher à ce fonds d'avoir laissé glisser le cours de la livre par rapport au dollar.

¹²⁵ Les réserves du fonds de régularisation sont révélées avec un retard de trois mois.

¹²⁶ F. Jenny, *Banque de France et fonds de stabilisation*, *Le Temps*, 12 juillet 1937.

En mai 1938, le Gouvernement français a modifié le système en vigueur : notre fonds de régularisation peut emprunter les disponibilités nécessaires soit au Trésor, qui ne publie pas de situation hebdomadaire, soit au fonds de soutien des rentes, de manière à assurer le secret des opérations. On peut se demander, d'ailleurs, si ces mesures sont heureuses. En laissant le public dans l'ignorance, le Gouvernement évite des réactions, au moins momentanément, mais ces réactions peuvent être salutaires, elles constituent parfois des avertissements.

M. Abel Gardey estime qu'au début de juin 1938, le fonds de régularisation français détenait plus de 18 milliards en or ou en devises étrangères ; ces ressources ont été perdues en partie au mois de septembre à cause de la situation internationale, mais elles ont été reconstituées, grâce à la rentrée de capitaux qui a suivi d'abord les accords de Munich et ensuite la mise en vigueur des décrets-lois de novembre 1938 et l'échec de la tentative de grève générale¹²⁷.

Au début de 1939, le ministre des finances fait savoir que dorénavant, à l'exemple de l'Angleterre, les opérations du fonds seront rendues publiques avec un décalage de trois mois.

On aurait pu croire qu'entre les États munis de telles armes, forgées en vue de stabiliser les monnaies, l'entente eût été facile. Il n'en a rien été. Depuis le « torpillage » de la conférence économique de Londres par le Président Roosevelt en 1933 jusqu'en septembre 1936, la livre, le dollar et le franc sont demeurés indépendants les uns des autres. A cette dernière date, les trois Gouvernements, anglais, américain et français, ont convenu de laisser échanger contre de l'or les devises que leurs fonds pourraient acquérir. Cet accord, dit *tripartite*, auquel ont adhéré ensuite la Belgique, la Suisse et la Hollande, a servi heureusement les desseins de nos voisins d'Outre-Manche qui jusqu'alors pouvaient transformer en or à notre Institut d'émission les francs apportés par nos épargnants apeurés et qui risquaient de se trouver fort gênés par notre réforme monétaire.

Cette entente est d'une extrême fragilité, puisqu'elle peut être dénoncée après un préavis de vingt-quatre heures, et elle n'a aucun rapport avec l'étalon d'or, puisqu'elle ne comporte ni liaison définitive à un métal, ni automatisme quelconque : chaque monnaie reste libre d'errer à sa guise.

Contrairement à ce que l'on avait espéré, l'accord tripartite n'a pas servi de base à une large collaboration entre les peuples : le Gouvernement français a fait varier la valeur de sa monnaie, il a même rétabli des obstacles au commerce extérieur qu'il avait précédemment réduits, et, d'une manière générale, les échanges internationaux ont continué d'être entravés jusqu'à la guerre de 1939 par des contingentements douaniers et des contrôles de devises. Sans atténuation de ces restrictions, « il ne saurait y avoir ni équilibre des prix et des monnaies, ni prospérité durable¹²⁸ ».

La situation monétaire est la suivante à la veille de la guerre :

1° Aucune monnaie n'a réussi à maintenir son poids-or d'avant la guerre de 1914 et nulle part des pièces d'or ne sont en circulation.

2° Une seule monnaie reste attachée à l'or par un lien rigide : le belga.

3° Le dollar est attaché à l'or par un lien souple.

Le Sénat américain, après avoir retiré au pouvoir exécutif le droit de dévaluer, est revenu sur sa décision. En fait, le dollar est stable depuis 1934 à 35 dollars l'once de fin, seule bouée dans la tempête monétaire. Il en résulte que des pays, en nombre croissant, se

¹²⁷ Rapport général de M. Abel Gardey au nom de la Commission des Finances du Sénat, décembre 1938.

¹²⁸ *Remarques sur l'état actuel des relations économiques internationales*, Rapport du Comité économique, Société des Nations Genève, 1937, p. 11.

rattachent à lui. Le yen en octobre 1939, l'escudo en novembre et le bolivar en décembre de la même année, ont quitté le bloc-sterling pour se rallier au dollar.

4° Le franc suisse peut varier entre deux limites, comme le franc français de 1936.

5° Quelques monnaies sont détachées de l'or (flottantes) : la livre et ses satellites, le franc, le florin.

6° Un grand nombre de monnaies sont réglementées : mark, pengoe, lire, dinar, leu, lev, livre turque, rouble, peseta..., etc.

Entre les différentes monnaies non réglementées, un certain équilibre régnait avant la récente guerre. La poutre maîtresse de l'échafaudage était toujours l'axe Londres-New-York. La livre et le dollar n'étaient point unis, mais chacun demeurait attentif aux moindres variations de l'autre, prêt à une immédiate riposte. Ils s'observaient comme deux lutteurs aux prises, chacun semblant dire à l'autre : si tu bouges, ne crois pas en tirer avantage, car je bougerai aussi. Leur stabilité était faite de l'égalité de leurs forces opposées.

Quant au franc, il était hors de combat : il s'était suicidé.

Cependant cette situation tend à se modifier lorsque les menaces de guerre se précisent. La Grande-Bretagne est en état d'alerte économique. Les dépenses s'accroissent et l'or s'enfuit. Le stock de métal jaune descend de plus de 119 millions d'onces de fin à moins de 80 millions entre mars 1938 et mars 1939. Après avoir été stable en 1937 (entre 4,87 et 5,03), le rapport livre-dollar fléchit jusqu'au minimum de 4,61 ; il se redresse ensuite pour se déprécier de nouveau au début de 1939 (à près de 4,62) en raison du déficit de la balance des comptes. Des mesures sont prises à ce moment : le Trésor, par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre, invite les banques privées à supprimer certaines opérations sur l'or et certaines opérations de change. En outre, la Banque d'Angleterre cède au fonds de régularisation, dont le montant avait fortement diminué, près du tiers de sa propre encaisse.

Le 3 juin 1939, la Banque d'Angleterre brise une tradition séculaire en réévaluant son encaisse selon une formule nouvelle. Depuis 1816, l'or conservé dans les caves de cet Institut était estimé à 85 sh. environ l'once de fin ; désormais il est évalué chaque semaine au bilan d'après le cours réel de ce métal sur le marché libre. Les dispositions de l'*Act* de 1844 se trouvent en même temps modifiées, la Banque étant dispensée d'acheter l'or au prix statutaire ancien. Une partie du bénéfice de réévaluation est remise au fonds d'égalisation qui en rétrocède une fraction à la Banque en juillet, afin d'augmenter l'encaisse métallique de celle-ci et de lui permettre d'accroître ses émissions de papier, déjà supérieures à 500 millions de livres à cette époque. Ce sont là signes avant-coureurs d'une économie de guerre.

*
* *

Les monnaies réglementées peuvent être sommairement divisées en deux catégories d'après la forme du *contrôle des changes*.

Ce contrôle consiste dans *une intervention de l'État sur le marché des changes afin de stabiliser la monnaie nationale par rapport à une monnaie étrangère ou à l'or*, dans le but soit d'assurer à l'État à des cours modérés des devises destinées à lui permettre de faire le service de sa dette extérieure, soit de stimuler ou de freiner certains mouvements internationaux de marchandises regardés comme favorables ou défavorables du point de vue de l'équilibre de la balance des comptes ou du point de vue des besoins de l'économie nationale, soit d'empêcher des mouvements internationaux de capitaux considérés comme fâcheux.

Le contrôle des changes est *partiel* (souple) ou *total* (rigide).

Le contrôle partiel, dans le cas le plus simple, implique l'existence de deux marchés. L'un est dominé par la Banque centrale qui a le droit de prélever à un taux officiel des créances sur l'étranger et de les revendre à ceux des nationaux dont l'activité est regardée comme conforme à l'intérêt général : importateurs de matières premières et de produits nécessaires. Sur l'autre marché se négocient librement, d'après le jeu de l'offre et de la demande, les devises que la Banque centrale n'achète pas. Le taux sur ce dernier marché est supérieur à celui qui est pratiqué sur le premier. Le marché libre a souvent dans ce cas pour origine un marché clandestin qui persiste en marge d'un contrôle total et que l'on décide de reconnaître.

Le *décontrôle* ou passage du système total au système partiel s'obtient précisément par la « légalisation du marché clandestin », c'est-à-dire par l'octroi d'autorisations relatives à des opérations de change à des taux différents du taux officiel. Ainsi, en 1934, le Gouvernement bulgare a invité les exportateurs à livrer à la Banque nationale, au taux officiel, une partie de leurs devises et les a autorisés à vendre le solde sur le marché libre.

L'écart entre le taux officiel et le cours du marché libre indique « l'intensité de la demande des devises étrangères » qui n'est pas satisfaite à ce premier taux, c'est-à-dire la mesure dans laquelle le marché officiel s'éloigne de la réalité, le degré de son caractère artificiel¹²⁹.

L'Amérique latine offre une grande variété de types de contrôle des changes. La cause en est claire : les balances des comptes des pays neufs dépendent des cours mondiaux des matières premières qui sont leur principale richesse ; quand ces cours viennent à baisser, les changes risquent de se détériorer. En temps de dépression, non seulement ces cours fléchissent, mais encore le volume des exportations diminue et les crédits étrangers capables de remédier à cette situation sont difficiles à obtenir. Il faut alors tâcher de réduire les importations : c'est le but du contrôle des changes, il devient un organisme de direction du commerce extérieur. Seuls en Amérique du Sud, le Pérou et l'Équateur n'ont ni contrôle des changes ; ni licences d'importation en 1939.

Nous prendrons pour exemple de contrôle partiel la République Argentine. Des permis de change sont délivrés aux importateurs de marchandises d'un pays donné jusqu'à concurrence du montant des achats de produits argentins effectués par ce pays, ils permettent d'obtenir des devises sur le marché officiel pour effectuer le règlement. Faute de présentation de ces permis, les importateurs doivent acheter des devises sur le marché libre. La Banque centrale ne se désintéresse pas de ce marché : en 1937, elle a d'abord tenté de s'opposer à une valorisation du *peso*, puis de ralentir une dépréciation qui menaçait d'être rapide, enfin elle a laissé varier le cours du change lorsqu'elle a craint d'être démunie des devises nécessaires au marché officiel. En novembre 1938, le Gouvernement argentin a modifié même le cours officiel (17 *pesos* pour une livre sterling au lieu de 16¹³⁰) afin de remédier à un déséquilibre persistant de la balance du commerce. En outre, les importateurs doivent se munir d'un permis même pour les opérations effectuées sur le marché libre. Le cours sur ce marché s'est immédiatement détérioré (20,50 au milieu de novembre au lieu de 19). On voit que les deux marchés ne sont pas séparés par des cloisons étanches : il existe seulement entre eux une différence dans le degré et dans la durée de l'intervention.

Par *contrôle total*, nous entendons la formation du cours du change par voie d'autorité, c'est-à-dire le remplacement du marché libre des devises par un organisme officiel qui

¹²⁹ *Monnaies et banques*, t. I, *op. cit.*, Genève, 1938, p. 36.

¹³⁰ Après la déclaration de guerre, le cours de la livre a fléchi aux environs de 17 sur le marché libre, aussi le Gouvernement a-t-il modifié le taux officiel. Désormais les devises destinées à payer des marchandises de première nécessité sont obtenues à raison de 15 *pesos* seulement par livre sterling. Il ya donc deux cours officiels, 15 et 17, et un cours libre qui reste voisin du cours officiel maximum.

s'interpose à titre permanent entre les nationaux et les étrangers, et qui, sans mouvement de métal, opère la compensation entre les dettes et les créances aux cours fixé. L'organisme de contrôle exige la déclaration et la remise par les nationaux de tous les moyens de paiement dont ceux-ci disposent sur l'extérieur, puis distribue ces moyens de paiement entre les demandeurs. Ainsi, lorsque la balance des comptes est déficitaire, la sélection nécessaire entre les parties ne s'opère plus par une variation du cours du change, comme elle s'opère sur un marché de produits par une variation du prix ; elle est imposée de manière autoritaire et se réalise, en général, par un échelonnement dans le temps ; l'organisme de contrôle indique quels seront les premiers servis ; les autres attendront, pour obtenir des devises, que les exportations aient été suffisamment abondantes¹³¹. Par exemple, l'ordre de priorité indiqué par la loi chilienne du 23 décembre 1937 (article 2) est le suivant : besoins de l'administration publique, importation de marchandises, dépenses à l'étranger des entreprises chargées des services publics, dividendes, autres remises.

Souvent les dirigeants, en agissant de la sorte, cherchent à arrêter l'évasion des capitaux, mais les épargnants substituent alors la thésaurisation au placement à l'étranger. La nation se prive donc de revenus et l'État perd une partie de son crédit. Qu'il ne compte point désormais trouver hors des frontières les capitaux qui lui sont nécessaires : les fonds n'entrent pas quand ils ne sont pas sûrs de pouvoir sortir¹³².

Les pouvoirs publics désirent parfois également par ce moyen renforcer les barrières douanières d'une manière hypocrite : le contrôle des changes est un instrument d'autarcie, instrument d'autant plus dangereux qu'il comporte même un contrôle postal pour éviter les fraudes.

Les dirigeants espèrent encore fréquemment, en faussant ainsi le cours du change, l'empêcher de refléter une situation intérieure défavorable dont ils sont les artisans. Ils n'aiment pas ce témoin sensible qui indique impitoyablement par une variation le malaise consécutif aux abus dont ils se sont rendus coupables. Mais le calcul risque d'être déjoué ; l'opinion publique peut être plus méfiante encore à leur égard lorsqu'elle observe les cours pratiqués sur les marchés clandestins ou quand elle constate simplement la disparition intentionnelle d'un des principaux signaux d'alarme dont elle dispose¹³³.

Le contrôle total, il est vrai, en maintenant un taux de change artificiellement amélioré, évite l'aggravation du poids de la dette extérieure qui résulte de la détérioration du cours du change dans une nation dont l'économie décline. Pour certains hommes d'État, il présente aussi cet avantage de conférer aux Gouvernements une nouvelle puissance : il leur permet de « diriger » la production en répartissant les devises à leur guise et d'étatiser l'économie nationale¹³⁴. Le comité d'experts de la Société des Nations qui a étudié cette question en 1938 conclut : « L'un des éléments les plus importants de l'influence directe du contrôle des

¹³¹ Ce système de discrimination est analogue au procédé de la queue, fondé sur le droit du premier occupant.

¹³² Le mouvement des capitaux est alors à un tel point ralenti que la balance des comptes tend à se confondre avec la balance du commerce (R. Traub, *Le contrôle des changes*, Paris, 1938, p. 88).

¹³³ Voyez notre article dans *Les faits économiques et sociaux* du 26 juillet 1938 : « Relisons La Fontaine : quand les servantes tuent le coq qui les réveillait de trop grand matin, la vieille, craignant de laisser passer l'heure, les tire du lit plus tôt encore. De même quand le change ne fournira plus aucune indication, les individus agiront en supposant le pire ».

¹³⁴ Le contrôle des changes tend à enrégimenter la production et le commerce. On cite le cas d'une banque centrale européenne dans laquelle le service des changes fonctionnait avec trente employés en 1930 et en exige plus de 700 en 1938 (*Rapport sur le contrôle des changes*, Société des Nations, Genève, 1938, p. 45).

Comme exemple de rigueur et de minutie, mentionnons un décret qui fixait à 5 marks par escale le maximum de dépenses qu'un touriste allemand était autorisé à faire au cours d'une croisière.

changes est le découragement qu'il inflige à l'initiative privée en introduisant dans la vie économique des éléments arbitraires et imprévisibles¹³⁵ ».

Enfin le contrôle total constitue un remède conforme aux règles de la thérapeutique monétaire de bien des praticiens modernes qui cherchent à agir sur les effets sans toucher aux causes du mal, qui astreignent le client à un régime sévère en respectant le microbe.

*
* *

Pour aller plus avant dans l'étude des monnaies réglementées, il faudrait examiner celles-ci une à une car chacune d'elles a un aspect original et une existence propre. Nous ne pouvons ici que jeter un coup d'œil sur quelques-unes d'entre elles¹³⁶.

Le *mark* a été manié, remanié, trituré par les pouvoirs publics à tel point qu'il a fini par donner naissance à une série de monnaies distinctes ayant chacune un emploi strictement déterminé. Il en résulte une extrême complication, en sorte que l'étranger se trouve pris dans un réseau de dispositions monétaires, comme en une toile d'araignée, pour le plus grand profit du Reich : il a peine à se reconnaître parmi la vingtaine de marks ayant des cours de change différents et dépréciés suivant les cas, de manière à fournir des primes aux exportateurs allemands. Ces monnaies, simples instruments de compte à l'intérieur, sont devenues des armes vis-à-vis de l'étranger¹³⁷.

Le plus piquant est que le mark, malgré tout, est maintenu à sa parité-or. Mais c'est là une valeur théorique, car en fait il ne trouve plus d'acheteur sur les places neutres. Ce paradoxe est possible parce que l'économie est étroitement fermée : les mouvements internationaux des marchandises et des capitaux sont contrôlés par les pouvoirs publics.

L'Allemagne a financé sa préparation à la guerre d'abord en empruntant à l'étranger, particulièrement à la complaisante Grande-Bretagne, puis en refusant de payer ses dettes extérieures, sous prétexte de se libérer de « l'esclavage des emprunts », – titre d'un livre de M. Gottfried Feder, théoricien du nazisme – ensuite elle a créé des effets à court terme (traites de travail, traites du Trésor) dont le nombre croissant ne permet pas d'espérer une consolidation et qui doivent être regardés comme les avant-coureurs d'une inflation de billets ; en même temps elle a très fortement accru les impôts ; enfin elle a cherché à constituer un bloc économique international fondé sur le troc, conformément à la politique des « grands espaces » (*Großwirtschaftsraum*). Dans ce but, elle a acheté des excédents de production des États danubiens, puis a fait valoir qu'elle pouvait en régler le montant seulement en livrant les marchandises disponibles dans ses usines. Elle a inondé de la sorte les marchés balkaniques d'objets d'une utilité secondaire, tels que des stylographes et des accordéons, facturés à hauts prix, et de matériel, en particulier relatif à l'armement, susceptible d'être réparé seulement par les Allemands eux-mêmes. Bien mieux, l'accord du 23 mars 1939 avec la Roumanie a orienté le paysan roumain vers les cultures de soja, de lin, de houblon nécessaires au Reich, alors que celui-ci fournissait en échange des machines et des engrais.

¹³⁵ Le Gouvernement travailliste de la Nouvelle-Zélande a si fâcheusement compromis l'économie de ce pays qu'il a institué un contrôle pour éviter une détérioration du change à la fin de l'année 1938. Cette décision a vivement ému la Cité car « elle rompt avec les traditions libérales du bloc-sterling » (*L'Information*, 8 décembre 1938). On trouvera des indications sur la position des partis politiques français à l'égard de la question du contrôle des changes dans l'ouvrage de M. Aghion, *Le contrôle des changes*, Paris, 1939, pp. 158 et suiv.

¹³⁶ Voyez R. Sédillot, *Le drame des monnaies*, Paris, 1937.

¹³⁷ Les touristes, par exemple, ont connu les marks bloqués vendus au-dessous de leur parité officielle qui leur permettaient d'acquérir dans de bonnes conditions des marchandises allemandes. A. Piatier, *Le contrôle des devises dans l'économie du III^e Reich*, Paris, 1937. – Les « sorciers de la finance nazi », suivant l'expression d'un journaliste, ont créé, au début de 1939, deux nouvelles catégories de marks qui absorbaient certaines catégories anciennes.

Dans ce concert, peu harmonieux, de monnaies qui veulent rester indépendantes et qui cependant prennent souvent modèle les unes sur les autres, la note la plus pittoresque est donnée par le *rouble*. Lénine, désireux de supprimer tous les instruments de l'exploitation capitaliste, a procédé jadis à une inflation massive de billets. Nous savons que la famine engendrée en 1921 par l'application des purs principes marxistes l'a contraint de faire machine en arrière et a consacré l'échec de sa tentative de socialisation. A ce moment, la monnaie a été réhabilitée sous le nom de *tchernovetz*, équivalant à 10 roubles-or, et une banque d'État a reçu mission d'émettre des billets gagés par une encaisse de métaux précieux ou de devises en or. Bref, le système monétaire abhorré des pays bourgeois a refleuré sur le territoire des Soviets. Bien mieux, les Russes ont poussé activement l'extraction de l'or. En 1936, ils ont même dévalué le rouble à l'instar des puissances occidentales, mais ils ont trouvé que la France était trop hardie en redévaluant en 1937 et ils ne l'ont pas suivie à cette date. Ils ont lié le rouble au dollar à raison de 5,30 roubles pour un dollar (juillet 1937). La monnaie russe est nécessairement réglementée, puisque la Russie est un État totalitaire.

La monnaie a eu en Extrême-Orient le triste privilège d'être la cause ou tout au moins le prétexte d'un conflit. Les Japonais désireux d'installer dans la Chine du Nord un dollar satellite du yen se sont heurtés à la résistance du dollar chinois national réfugié dans les concessions internationales. Pour l'empêcher d'en sortir, ils ont fait le blocus de celles-ci et provoqué une grave tension diplomatique, préface de la guerre.

Par contre, en Amérique, les ministres des finances de l'Argentine, du Brésil, de l'Uruguay et du Paraguay se sont mis d'accord le 3 février 1939 pour faciliter les règlements des échanges et éviter les mouvements saisonniers d'or et de devises.

Enfin, la *peseta*, malheureuse monnaie dédoublée comme l'Espagne elle-même, a suivi le sort des armes. La peseta-billet du Gouvernement de Valence qui valait 2,07 francs avant l'insurrection a fléchi peu à peu et a disparu au moment de la défaite finale. Au contraire le billet du Gouvernement de Burgos a progressé avec les troupes nationalistes. Mais un décalage considérable a subsisté entre la valeur officielle, maintenue à 3,50 francs par peseta jusqu'à la fin de la guerre civile, et le cours sur le marché de Paris qui était de 1 fr. 50 en mars-avril 1939. On s'explique dans ces conditions les mesures de rigueur prises aux frontières pour empêcher la fraude : déclarations, fouilles minutieuses, contrôle à la sortie de manière à s'assurer que le voyageur a dépensé en Espagne une somme correspondant normalement à ses frais de séjour.

On pourrait penser que, dans l'Espagne socialiste, dite gouvernementale, la monnaie avait été supprimée : or non seulement elle avait subsisté, mais elle avait été même rendue obligatoire par la loi. Les prix des marchandises ayant été fixés par l'autorité publique d'une manière fort arbitraire. Il eût été facile de n'en point tenir compte en procédant par voie de troc. C'est pourquoi les échanges devaient être monétaires. Il est vrai qu'en raison du désordre général, les transactions dans les campagnes étaient de minime importance ou se faisaient clandestinement.

Ainsi donc la monnaie était devenue, outre-Pyrénées, le support d'un régime qui se prétendait socialiste. C'est là une des plus récentes et non la moins singulière de ses aventures.

*
* *

Il est clair que les monnaies des pays désireux de se suffire à eux-mêmes, décidés à s'entourer d'une barrière douanière et à établir un contrôle des changes, toujours prêts aux représailles et semblables à des forteresses, ont elles-mêmes un aspect belliqueux qui ne

leur permet pas de concourir à l'œuvre de paix. *La première condition* pour mener cette œuvre à bien est *la cessation de toute attitude d'hostilité politique et économique*.

La deuxième condition est la création d'une atmosphère de confiance, de manière à éliminer l'influence des facteurs psychologiques défavorables dans les mouvements internationaux de capitaux. La simple compréhension du rôle joué par ceux qui ont pour mission de diriger les entreprises et par ceux qui assument la charge de constituer les épargnes indispensables au développement de l'économie devrait amener les pouvoirs publics à ménager les uns et les autres.

Ces deux conditions une fois réalisées, la stabilisation monétaire semble devoir être aisée à obtenir, car une coopération des plus heureuses peut s'établir entre les fonds de régularisation. Cette coopération existait déjà entre les Instituts centraux des grandes nations, grâce à la constitution de la Banque des Règlements internationaux, qui était devenue le trait d'union entre les principales places du monde et ne pouvait remplir plus belle mission que d'assurer la pacification monétaire¹³⁸.

Mais il n'y a pas de paix monétaire possible sans paix politique et sociale, sans abandon des régimes d'agression et des dogmes de lutte de classes.

Chapitre XX – La monnaie dans l'économie de guerre franco-britannique (Septembre 1939 – Juin 1940)

En temps de guerre, la situation change d'aspect. Toutes les activités sont tendues vers un même but, tous les éléments de l'économie deviennent les rouages d'un organisme de défense et d'attaque. La monnaie, par conséquent, s'intègre dans un plan d'ensemble ; elle est mobilisée ; comme la nation entière.

Dans une économie de guerre, suivant l'expression de M. Piatier, « l'échelle des valeurs est modifiée » ; tout doit être apprécié en fonction de la poursuite des hostilités. L'intervention de l'État, dans ce cas, est destinée à obtenir le passage de l'économie de bien-être, correspondant à un régime de liberté, à une économie de puissance¹³⁹.

Les critiques que théoriciens et praticiens ont accoutume d'adresser aux interventions d'État valent pour toutes les économies. C'est pourquoi cette ingérence des pouvoirs publics doit être limitée autant que possible¹⁴⁰.

En France, pour obtenir les sommes considérables devenues nécessaires, M. Paul Reynaud, ministre des finances, rejette avec raison le recours à l'inflation. Si la circulation des billets de banque s'enfle et atteint 150 milliards, la cause de cette augmentation doit être cherchée dans la thésaurisation et la multiplication des retraits et des paiements au comptant au moment de la mobilisation, d'où est résulté un accroissement des escomptes et des avances¹⁴¹. Ce chiffre, d'ailleurs, reste stationnaire pendant les derniers mois de 1939 et la

¹³⁸ Sur le rôle de la B.R.I., voyez notre ouvrage précité sur *Le Crédit*, partie IV, chap. VI, par. 2. – A propos des possibilités de coopération internationale, voyez M. A. Heilperin, *International Monetary Organisation*, Paris, 1939, et E. Staley, *World Economy in Transition*, New-York, 1939, p. 234.

¹³⁹ Voyez les raisons de l'intervention de l'État dans A. Piatier, *L'économie de guerre*, Paris, 1939, p. 28.

¹⁴⁰ Voyez S. T. Possony, *L'économie de la guerre totale*, Paris, 1939. – A. Lanzillo, *Preliminari ad una economia diguerra*, *Giornale degli economisti*, septembre 1939.

¹⁴¹ L'importance des demandes de grosses coupures atteste l'existence d'une thésaurisation.

couverture de la circulation fin décembre est encore égale à 59 % sans qu'il soit tenu compte de l'or du fonds de régularisation¹⁴².

Restent les impôts et les emprunts. Après avoir fait appel aux contribuables dès avril 1939 (taxe d'armement) et aux prêteurs en mai, le ministre des finances obtient de la Banque de France, au début de la guerre, un crédit de 25 milliards dont moins de 12 ont été utilisés avant la fin de l'année¹⁴³. Puis il élabore le budget de 1940 qui est divisé en deux parties : l'une correspondant aux dépenses civiles, l'autre aux dépenses militaires, la première couverte par l'impôt et évaluée à 79 milliards, la seconde correspondant à l'emprunt et de l'ordre de 250 milliards. Les charges fiscales n'ont pas à être étudiées. Quant aux emprunts, ils doivent au contraire retenir notre attention, car ils posent un problème monétaire.

Pendant la période de reprise qui a précédé le conflit, les capitaux sont rentrés, comme nous l'avons indiqué, mais leurs détenteurs les ont gardés liquides en majeure partie, ce qui a entraîné d'une part une divergence entre les taux d'intérêt respectivement sur le marché monétaire, bien approvisionné, et sur le marché financier déserté, d'autre part un ralentissement des achats qui a été préjudiciable aux coopératives et aux grands magasins.

Ce mouvement de reflux s'est poursuivi après la déclaration de guerre. « Le volontariat des capitaux au lendemain de la mobilisation générale, a déclaré M. Paul Reynaud, s'est traduit par un élan magnifique¹⁴⁴. » Le fonds de régularisation a reçu 34 milliards de francs entre le 1^{er} septembre et le 15 décembre 1939.

En outre, les dépôts dans les caisses d'épargne ont été en moyenne légèrement supérieurs aux retraits pendant l'année 1939 et le taux de l'escompte de la Banque de France est resté fixé à 2 %.

Dans ces conditions, il est naturel que le Trésor cherche à profiter de l'abondance des disponibilités sur le marché monétaire en émettant des bons à court terme, dits *bons d'armement*. Les milliards empruntés de la sorte sont dépensés par l'État, mais ceux qui les encaissent les reversent au Trésor en souscrivant aux bons. Ainsi se constitue un *circuit fermé*. En temps de paix, l'opération est dangereuse parce que ce circuit se rompt aisément. L'énumération des causes de rupture possible nous montrera comment en temps de guerre on cherche à empêcher ces causes de jouer.

1° Au lieu de retourner au Trésor, les capitaux pourraient être thésaurisés. Leur détenteur préfère se priver d'une partie de ses revenus, plutôt que de les confier à l'État, même temporairement. Cette éventualité ne peut être envisagée que si le Gouvernement n'inspire pas confiance : c'est question d'ordre politique et social.

2° Les capitaux pourraient être exportés ; aussi leur sortie est-elle prohibée par un décret-loi du 9 septembre 1939. Mais les fonds dus par l'étranger pourraient être laissés hors des frontières, c'est pourquoi le décret d'application du même jour, complété le 26 septembre, exige leur rapatriement. Enfin le commerce de l'or est interdit¹⁴⁵.

3° Le courant des disponibilités pourrait être dévié à l'intérieur du pays par une hausse des prix qui obligerait les individus à accroître la part de leurs revenus consacrée aux achats d'objets de consommation. Un contrôle des prix est donc nécessaire. En France, toute majoration des prix a été interdite à partir du 1^{er} septembre, sauf pour les produits

¹⁴² Le 29 février 1940, l'encaisse-or de la Banque de France est réévaluée sur la base de 23 mgr 34 de métal à 900 millièmes de fin par franc. Le bénéfice comptable dépasse 17.300 millions de francs.

¹⁴³ Le 2 septembre des crédits budgétaires sont ouverts par le Parlement (budget général et compte d'investissement en capital).

¹⁴⁴ Séance du Sénat, 28 décembre 1939.

¹⁴⁵ Sur toute cette réglementation, avant et pendant l'occupation, voyez F. Moliex, *Le système monétaire français ; son évolution depuis 1936*, Paris, 1942.

d'exportation, pour les denrées agricoles, et sauf le cas de modification dans « les conditions de fait d'exploitation des entreprises ou les fluctuations des cours des matières premières ».

4° Pour éviter une détérioration du change qui ferait monter les prix, le Gouvernement institue le contrôle du commerce extérieur et le contrôle des changes. Aux termes d'un décret-loi du 9 septembre, toute importation de marchandises est subordonnée à l'établissement préalable d'un certificat attestant que la délivrance des devises nécessaires au règlement a été autorisée par l'Office des changes et toute exportation de marchandises est subordonnée à la souscription d'un engagement de céder les devises obtenues en paiement à ce même Office dans le mois de leur encaissement.

L'Office des changes est géré par la Banque de France pour le compte de l'Etat.

Ainsi, en temps de guerre, le contrôle des changes, dont nous avons fait la critique, prend place dans un ensemble de dispositions rigoureuses et temporaires. La réglementation étroite des mouvements internationaux des marchandises, des capitaux, des hommes, des idées (censure), devient nécessaire. Excroissance pathologique dans une économie de paix, le contrôle des changes est un organisme normal dans une économie de guerre.

5° La hausse des prix pouvant être due à un déséquilibre entre l'offre et la demande, il convient d'agir sur l'une par une augmentation de la production, sur l'autre par un système de rationnement. « Surmenage et privation, a dit un orateur telle est la loi de la guerre. »

L'augmentation de la production est obtenue grâce à une nouvelle réglementation de la durée du travail portée en France à 60 heures par un décret-loi du 1^{er} septembre, et à la démobilisation de certains techniciens, spécialistes ou chefs d'entreprises. Les houillères françaises, par exemple, sont parvenues à maintenir l'extraction mensuelle moyenne de 1938 avec un effectif réduit de près d'un cinquième.

La restriction de la demande est stimulée par des rationnements modestes en viande et en essence.

6° Pour enrayer tout accroissement de la demande du chef de l'augmentation des revenus, les profits sont limités et les salaires contrôlés.

7° Nous sommes contraints d'acquérir à l'étranger des matières premières qui nous manquent et des objets fabriqués, tels que des avions, dont nous avons un besoin urgent ; or les États-Unis, grands fournisseurs, refusent alors de nous faire crédit. Le Gouvernement américain, se souvenant de la défaillance de certains débiteurs après 1918 et désireux de ne pas laisser entraîner dans la guerre, exige des belligérants l'engagement de payer les marchandises comptant et d'en assurer le transport (clause *cash and carry*). Si grandes que soient nos réserves d'or et de devises, nous ne pouvons espérer procéder à tous ces achats que si nous en réglons une partie en marchandises¹⁴⁶. C'est là une raison nouvelle pour intensifier la production, même celle des objets de luxe qui bénéficient d'une large demande à l'étranger.

L'ensemble de ces dispositions est destiné à maintenir les prix stables. Mais les stocks tendent à s'épuiser et il est nécessaire d'améliorer le rendement pour éviter que la poussée des prix, à un moment donné, ne rende la législation inopérante et ne brise le circuit. D'autre part, tout au long de celui-ci, des déperditions se produisent et la dette flottante ne peut s'accroître indéfiniment sans être consolidée¹⁴⁷.

¹⁴⁶ A la veille de la guerre, les réserves d'or et le portefeuille titres étranger de la France sont évalués à 3 milliards 1/2 de dollars (Angleterre : 4 milliards).

¹⁴⁷ Le circuit est toujours entr'ouvert, à moins d'une contrainte totale. En France les prix des denrées alimentaires montent pendant l'hiver 1939-40 surtout en raison de la raréfaction de l'offre (manque de main-

Ce système étatiste, qui se rapproche des méthodes totalitaires employées par nos adversaires, est regardé comme un pis-aller momentané : nous renonçons à la liberté pour sauver la liberté.

*
* *

En Grande-Bretagne, à partir du mois d'août 1939, un grand nombre de mesures, dont nous ne pouvons donner ici le détail, sont prises afin de préparer la mobilisation économique, puis afin de financer la guerre : abandon de la défense de la parité du dollar, d'où un fléchissement du rapport livre-dollar (4,40 le 31 août, minimum 3,76 vers le milieu de septembre), relèvement du taux d'escompte suivi d'un retour progressif au chiffre antérieur, transfert de l'or de la Banque d'Angleterre au fonds d'égalisation des changes, émission de bons, recours à l'emprunt, hausse du taux de l'*income-tax*, contrôle des changes..., etc.

Le 4 décembre 1939, un accord est conclu entre la France et l'Angleterre aux termes duquel le change livre-franc sera stabilisé ; chaque pays réglera ses dettes exprimées en monnaie de l'autre, en fournissant sa propre monnaie et sans transfert d'or ; aucun des deux Gouvernements n'émettra d'emprunt étranger ou ne contractera de crédit si ce n'est après accord avec l'autre Gouvernement ; aucun d'eux n'imposera de nouvelles restrictions aux importations de l'autre pays pour des raisons de protection de son marché ou pour des raisons monétaires ; les deux Gouvernements partageront les dépenses faites pour la cause commune dans la proportion de 2 pour la France à 3 pour la Grande-Bretagne.

A la fin de décembre, le rapport livre-dollar est voisin de 4 alors que le franc demeure aux environs de 176 1/2.

Chapitre XXI – Les métaux précieux depuis 1939 et les futurs systèmes monétaires¹⁴⁸

Les causes qui ont provoqué la hausse des cours de *l'argent* pendant et après la guerre de 1914-18 ont exercé de nouveau leur action en 1939-1944 : les difficultés d'extraction dues au manque de main-d'œuvre et à l'enchérissement des explosifs et de l'outillage ont ralenti le travail dans les mines, sauf dans celles où l'argent était joint à des métaux communs qu'il était urgent d'obtenir à tout prix. Aussi la production mondiale, après avoir augmenté, a-t-elle fléchi : 278 millions d'onces en 1940, 268 en 1941, 250 environ en 1942, moins de 194 en 1943.

De son côté, la demande de monnaies divisionnaires a augmenté de manière sensible. En Angleterre, elle s'est accrue du quart de septembre 1939 à octobre 1942. Mais c'est surtout *la demande industrielle* dont l'augmentation considérable a bouleversé toutes les prévisions. L'argent a été utilisé dans les industries de guerre et en particulier il est devenu un substitut du cuivre, dont la production menaçait d'être insuffisante, par exemple dans la fabrication des fils électriques. C'est pourquoi en août 1942 le Gouvernement américain décidait de prêter à l'armement ses stocks de métal blanc, à l'exception des réserves destinées à garantir l'émission des certificats d'argent. Puis, en vue de libérer ces derniers stocks eux-mêmes,

d'œuvre et de moyens de transport dans les campagnes, froid excessif, achats considérables de l'Intendance, gaspillage aux armées, etc.).

¹⁴⁸ Ce chapitre reproduit en partie notre communication du 24 juin 1944 à l'Académie des Sciences morales et politiques sur l'avenir des métaux précieux.

l'Office de la production de guerre obtenait que les pouvoirs publics se contenteraient de « contrôler » les quantités de métal nécessaires à la couverture des certificats : comme le Trésor conserve le contrôle de l'argent transféré à l'industrie à titre de prêt, il en résulte que le stock monétaire affecté à la garantie des certificats a pu être emprunté par l'industrie de guerre. Aussi la consommation industrielle d'argent a-t-elle quintuplé entre 1939 et 1943.

Cette augmentation de la demande jointe à la diminution de l'offre a fait monter les cours de l'argent à près de 24 d. à Londres à la fin de 1944 et a rendue superflue la politique de valorisation. Au début de 1941, le Trésor américain réduisit ses achats à l'étranger et en novembre, il les suspendit. La commission bancaire du Sénat proposa la suppression officielle de ces achats, mais elle ne fut pas suivie par l'assemblée.

Cet abandon d'une politique traditionnelle semble momentané. Sa reprise après la guerre apparaît d'autant plus probable que son échec imminent aura été masqué par les circonstances exceptionnelles que nous venons de rapporter. Un hasard d'une rare bienveillance aura ainsi permis aux argentistes de méconnaître leurs erreurs et par conséquent de les renouveler.

*
* *

Ce sont aussi des situations anormales et forcément transitoires que nous observons dans le domaine de l'or. Au Transvaal, les effectifs ouvriers ont fortement diminué par suite de transfert de main-d'œuvre des mines d'or aux mines de chrome, de manganèse et aux industries de guerre. Comme en 1914-18, le coût de production a augmenté en raison de l'enchérissement général, alors que le prix de vente a été stabilisé à Londres à 168 sh. l'once de fin depuis le 2 septembre 1939. En outre, le Gouvernement sud-africain a abrogé les mesures destinées à favoriser l'extraction du minerai à basse teneur et a créé un lourd impôt de guerre sur le revenu minier¹⁴⁹. C'est pourquoi la production du Transvaal est passée de 14.386.000 onces de fin en 1941 à 12.800.000 onces en 1943 et à 12.277.000 onces en 1944. Les États-Unis, allant plus loin, ont complètement suspendu l'extraction le 15 octobre 1942.

Sauf dans quelques pays secondaires, un fléchissement a été enregistré partout – réserve faite pour la Russie, toujours entourée de mystère¹⁵⁰.

Il est vraisemblable que la production reprendra son essor après la guerre, lorsque les causes de son fléchissement auront disparu. Déjà la production a été de nouveau autorisée aux États-Unis à partir du 1^{er} août 1945. Le Trésor britannique, tenant compte de la hausse générale des prix, a relevé son prix d'achat de l'or de 168 sh. à 172 sh. 3 d. le 9 juin 1945.

Les politiques monétaires futures seront sans doute commandées dans une large mesure par la situation des réserves. A cet égard, les principaux États se trouveront dans des situations fortement contrastées. Après avoir reçu encore de grandes quantités d'or au début de la guerre en paiement de leurs matières premières et de leurs produits fabriqués, les États-Unis ont vu ce flot se ralentir tant en raison des difficultés et des risques de transport qu'à cause de l'épuisement des disponibilités possédées par les belligérants et du jeu de la loi « prêt et bail » dont nous parlerons ultérieurement. Le stock d'or américain a fléchi depuis 1942, tout en représentant encore, à la fin de 1944, environ 59 % du total mondial.

Cependant, en raison de l'augmentation de la circulation des billets, la limite légale imposée à l'émission par le système fédéral de réserve risquait de se trouver atteinte. C'est

¹⁴⁹ Les dividendes des mines d'or du Rand sont tombés de 21 millions de livres en 1940 à 13 millions et demi en 1944.

¹⁵⁰ Total mondial en millions d'onces de fin – 1940 : 41 ; 1941 : 40,3 ; 1942 : 36,5 ; 1943 : 30,2 (la Russie et les régions dominées par le Japon ne sont pas comprises dans ces statistiques qui sont fournies par le 14^e rapport de la Banque des Règlements Internationaux, Genève, 1944, p. 125).

pourquoi les dirigeants sont abaissés à 25 % du montant des billets en circulation et des dépôts en banque la couverture fixée jadis respectivement à 40 et à 35 %. Ainsi la quantité d'or « libre », susceptible de gager des crédits, a-t-elle plus que doublé.

Par contre, la Grande-Bretagne ne disposait plus d'aucune ressource métallique depuis la fin de 1941 et ne poursuivait ses achats en Amérique que grâce à la loi « prêt et bail ».

L'Allemagne qui avait épuisé ses réserves s'était emparée dans les pays occupés d'un montant en or évalué à un milliard de dollars¹⁵¹.

Il est intéressant de constater que, malgré ces différences, les spécialistes de tous les pays en sont venus à admettre pour l'après-guerre un régime monétaire mondial dans lequel l'or aurait sa place.

Les Allemands ont vitupéré l'or et déclaré qu'à l'intérieur des « grands espaces » ce métal devait être éliminé. Quelques-uns auraient voulu constituer de vastes autarcies, mais la plupart recommandaient l'adoption d'une monnaie-guide (*Leitwährungssystem*), telle que le mark en Europe et le yen en Asie, destinée à maintenir les autres monnaies en tutelle. La plupart cependant se rendaient compte de la nécessité d'établir des relations entre les grands espaces eux-mêmes et n'hésitaient pas à faire appel à l'or pour régler le solde des balances interspatiales (Funck, Fried, Grotkopp).

Tous les plans anglo-saxons ont donné à l'or la primauté. Bien que la Grande-Bretagne manquât de métal, M. Keynes ne pouvait oublier d'abord qu'il ne devait pas aller trop vivement à l'encontre de l'opinion américaine, ensuite que l'Empire britannique demeurerait le plus grand des producteurs d'or. Il n'en est pas moins piquant de lire sous la plume de cet ancien détracteur passionné du fétiche-or des phrases comme celles-ci : « L'or a toujours une grande valeur psychologique qui n'est pas diminuée par les événements actuels... L'or a aussi le mérite de constituer au point de vue formel un étalon indiscutable de valeur pour les transactions internationales et il serait malaisé de lui trouver un substitut¹⁵². »

Le plan Keynes prévoit la création d'une monnaie internationale, le *bancor*, définie par un poids d'or. Les monnaies nationales sont rattachées au métal par l'intermédiaire de ce *bancor*. Il y a donc deux taux de change qui doivent être fixés et, à propos de chacun d'eux, des possibilités de modification sont prévues, dans certaines conditions, de manière à faire de l'ensemble un système articulé, complexe et souple. Ainsi est donnée satisfaction à l'opinion publique anglaise qui depuis 1931 reste favorable à un étalon élastique.

Il va de soi que le plan White, répondant au désir des Américains d'utiliser leurs énormes réserves d'or, repose sur ce métal dont il fait aussi la matière d'une monnaie internationale : *l'unitas*¹⁵³. Les autres plans : Ilsley, Fraser... sont d'inspiration analogue. Sans doute ne s'agit-il pas de l'étalon d'or classique, car les mécanismes automatiques se mêlent aux décisions autoritaires, mais le métal jaune subsiste à la base de tous les systèmes.

Cette unanimité d'opinion est favorable à la France qui dispose de la plus grande réserve d'or en Europe (exception faite de la Russie) : 84.600 millions de francs. Après la libération, cette somme a été réduite à 75.100 millions par suite de la restitution d'un montant de 9 milliards et demi de francs que la Belgique nous avait confié en 1940 et dont l'Allemagne s'était emparée. Nous espérons récupérer ces fonds sur ceux qui ont été trouvés dans le Reich récemment.

La plupart des plans prévoient l'institution d'un organisme international. Chaque État membre se voit assigner un contingent ou *quota* qui détermine sa participation au fonds

¹⁵¹ *Hamburger Fremdenblatt*, 26 février 1944.

¹⁵² Le plan Keynes a été imprimé comme document parlementaire anglais sous le no 6.437 de 1943.

¹⁵³ Ce plan dit White ou Morgenthau est un « Memorandum du Département du Commerce des États-Unis ». Il a été remanié à deux reprises.

commun, son pouvoir et sa responsabilité dans l'administration du fonds, son droit à bénéficier des facilités que celui-ci procure. Le critérium qui permet de hiérarchiser ainsi les nations présente évidemment une importance considérable : s'il est constitué par le stock d'or national, les États-Unis acquièrent la primauté ; s'il correspond au volume du commerce extérieur dans les années qui ont précédé la guerre, la Grande-Bretagne reprend l'avantage. En outre, les pouvoirs des États doivent être limités, car la persistance de soldes débiteurs ou créditeurs excessifs bouleverseraient le système. Le comité directeur de l'organisme international doit pouvoir intervenir et en particulier inviter les pays adhérents à prendre toutes mesures propres à éviter le vagabondage des capitaux, si préjudiciables avant guerre. Enfin des dispositions sont généralement prévues pour faciliter le démarrage des économies handicapées par plusieurs années de guerre (ouvertures de crédit, modification des taux de change...).

Ces quelques indications suffisent pour faire apparaître les obstacles auxquels risquent de se heurter les faiseurs de plans, par le fait qu'un accord est nécessaire entre des nations très différentes entre elles et également jalouses de leur indépendance.

En dépit de ces difficultés, à la *conférence de Bretton Woods* (juillet 1944), les représentants de 44 États alliés et associés dans la lutte contre l'Axe, parmi lesquels figuraient ceux de la Russie, ont convenu de proposer à leurs gouvernements la création de deux organismes intergouvernementaux, l'un de crédit à court terme : le Fonds ; l'autre, de crédit à long terme : la Banque, tous deux supplétifs et n'empêchant pas les opérations internationales de se faire directement. Seuls les États adhérents au Fonds peuvent adhérer à la Banque.

Le Fonds, inspiré par le plan White, cherche d'abord et timidement à stabiliser les monnaies. Le pair est exprimé en or et les cours du change dans les opérations au comptant ne doivent pas s'écarter de ce pair de plus de 1 %, mais des dévaluations sont admises pendant une période transitoire dans la limite de 10 % sur la seule initiative des États membres ; au delà de ce pourcentage, le consentement du Fonds est nécessaire, toutefois il ne peut pas être refusé en cas de « déséquilibre fondamental », mots obscurs qui risquent de permettre à certains États de dévaluer à leur guise en créant un tel déséquilibre.

Une modification de valeur simultanée de toutes les monnaies, c'est-à-dire une variation de la valeur de l'or, peut être décidée à la majorité des voix.

Le Fonds s'efforce ensuite de faciliter les règlements internationaux des mouvements « courants » de capitaux, ce qui exclut ceux des capitaux vagabonds, mais pose la délicate question de savoir comment en pratique discriminer les mouvements courants et les autres. Un contrôle des changes est nécessaire, or ce contrôle doit disparaître après cinq années.

Pour remplir son rôle de pourvoyeur de devises, le Fonds doit en être approvisionné. Chaque État membre lui apporte à l'origine une souscription correspondant à son « quota » à raison de 25 % en or et de 75 % en monnaie nationale. Voici les principaux quotas en millions de dollars : États-Unis : 2.750 – Royaume-Uni : 1.300 – U.R.S.S. : 1.200 – Chine : 550 – France : 450. Ces cinq États ont chacun un siège permanent au Directoire qui comptera au total 12 à 14 membres. Les trois premiers à eux seuls disposent de la majorité des voix.

Les mêmes quotas s'appliquent aux facultés d'emprunt, ce qui est surprenant puisque les États qui apportent le plus à cet organisme comptent vraisemblablement parmi ceux qui ont le moins besoin de recourir à lui. Au reste, ces quotas ont été fixés d'après des critères multiples et imprécis à la suite de marchandages.

Chaque État membre peut acheter au Fonds avec sa monnaie nationale les devises étrangères qui lui font défaut jusqu'à concurrence de 25 % de sa quote-part au cours d'une période de 12 mois et le Fonds ne doit jamais posséder en monnaie d'un État membre un

total d'avoirs qui soit supérieur au double du quota. Des opérations ainsi limitées ne peuvent remédier qu'à un déficit temporaire de la balance des comptes. Le Fonds est un organisme de trésorerie.

Enfin si une monnaie menace de devenir rare, ce qui risque d'être le cas pour le dollar, universellement demandé, le Fonds a la faculté de procéder à un rationnement. Il est malheureusement à craindre que le Fonds, prêtant à des Gouvernements inspirés par des mobiles politiques, ne permette parfois de retarder des ajustements nécessaires en soldant temporairement des balances des comptes.

La Banque internationale, de son côté, dispose d'un capital d'une dizaine de milliards de dollars dont le cinquième est versé. Cette somme est obtenue par les versements des mêmes États membres d'un montant égal ou un peu supérieur à ceux qui ont alimenté le Fonds. Jusqu'à concurrence de 2 %, cette souscription doit être remise en or ou en dollars. Les banquiers américains, craignant une concurrence, ont empêché que la Banque ne pût recevoir des dépôts.

Cet établissement consent des prêts directs ou accorde sa garantie à des prêts accordés en dehors d'elle. Son intervention est soumise à plusieurs conditions : 1° les opérations financées doivent concerner la reconstruction de pays dévastés par la guerre ou le développement de régions dont les ressources sont encore incomplètement exploitées ; 2° ces opérations ne doivent pas pouvoir être financées ailleurs à des conditions raisonnables ; 3° l'État dont dépend l'emprunteur doit fournir sa garantie si cet emprunteur est un organisme privé.

En raison de la faiblesse du capital, c'est sans doute à la garantie que l'on aura principalement recours. Mais, étant organisme d'appoint, la Banque est destinée à voir venir à elle des affaires médiocres et aucune sanction n'est prévue au cas où un État débiteur suspendrait ses remboursements.

Si imparfait cependant que soit cet accord, il n'en marque pas moins une date importante dans l'histoire de la monnaie. C'est un premier pas vers une coopération internationale.

*
* *

En fait, pendant la guerre, les systèmes monétaires se sont spontanément groupés autour des monnaies dominantes : dollar, sterling, mark, yen. Une ordonnance britannique du 8 février a défini légalement la zone du sterling en énumérant les États qui la composent et le change anglo-américain a pu être maintenu au cours de 4,03 dollars pour une livre.

L'inflation est devenue générale surtout sous forme de papier-monnaie : le montant des dépôts dans les banques privées a moins augmenté que celui des billets. Les grosses coupures ont été très demandées et la monnaie s'est de plus en plus effacée dans les échanges, non seulement à cause de l'emploi des tickets de rationnement, mais encore en raison du développement du troc. Les autorités municipales ont elles-mêmes en certains pays organisé des marchés de troc pour les marchandises d'occasion (Allemagne), les locations se sont substituées aux ventes et les paiements en nature aux paiements en numéraire¹⁵⁴.

*
* *

Mais, quels qu'aient été les systèmes monétaires et quels que soient les plans actuels, l'or est destiné à régner de nouveau sur un monde assagi. Son rôle, dit-on, sera modeste. Nous le pensons, mais il était déjà tel avant 1939. Sa fonction d'instrument d'échange risque de demeurer réduite, mais sa fonction de mesure de valeur reste intacte et sa fonction de réservoir de valeur a pris une importance croissante. Pour en être persuadé, nous n'avons

¹⁵⁴ Banque des Règlements Internationaux, 14^e rapport, Bâle, 1944, p. 41 et 359.

qu'à considérer les cours du marché noir de ce métal à Paris pendant l'occupation allemande : leurs variations sont parallèles à celles des marchandises durables vendues sur le marché libre et dépendent de l'opinion générale relative à la durée de la guerre. Nous pouvons en conclure que l'or est recherché comme placement et qu'il est regardé par un grand nombre de nos concitoyens comme préférable aux titres d'État libellés en monnaie nationale. L'énormité des chiffres atteints par les cours clandestins atteste la violence de l'attrait exercé par le métal. Le Napoléon, acheté par la Banque de France 274 fr. 498 s'est vendu environ 1.500 fr. le 15 septembre 1941, 5.000 frs au début de novembre 1942, 2.500 frs le 30 juin 1943, 4.000 frs le jour de la libération de Paris.

Un attachement à l'or analogue existe en d'autres contrées. Aucun pays neutre n'a refusé de recevoir ce métal en paiement pendant la guerre et les Allemands eux-mêmes, tout en se riant du fétiche-or et en proclamant que la seule monnaie valable est une monnaie-travail, se sont empressés dès leur arrivée dans les pays conquis de faire ouvrir les coffres-forts pour s'emparer du précieux métal.

*
* *

Cependant le rétablissement d'une situation normale ne se fait pas sans difficultés car la politique vient de nouveau gêner l'économique.

Sur le plan international, la Conférence de Savannah, en mars 1946, destinée à mettre au point les mesures d'application du plan de Bretton Woods, a été la source de quelques déceptions : 35 nations seulement, au lieu de 44, étaient présentes, et parmi les absentes figuraient l'Australie, le Venezuela et surtout la Russie, peu soucieuse de fournir sur ses ressources la documentation exigée par les textes et mieux à même qu'en 1944 de se passer de l'aide américaine. Néanmoins, en vue de l'ouverture des transactions à la date du 1^{er} mars 1947, un grand nombre de nations ont soumis leur taux de change à l'examen du Fonds. Celui-ci a admis, dans tous les cas les parités initiales fixées par les membres adhérents et fondées sur les cours de change en vigueur fin 1936, mais cette admission est provisoire, car de grandes disparités de prix et de salaires subsistent en plusieurs pays.

Quant à la Banque Internationale, elle rencontre de nombreuses difficultés d'établissement. Elle désire émettre des obligations sur le marché américain, mais certains États interdisent aux banques de souscrire à un tel emprunt sous le prétexte que les sommes ainsi obtenues pourraient être utilisées par des pays qui n'ont pas encore payé leurs anciennes dettes de guerre ; d'autres États ne permettent pas aux Banques d'Épargne de réinvestir leurs fonds en titres de cet Institut international. Les dirigeants eux-mêmes de celui-ci ne sont pas d'accord sur la consistance des garanties à exiger des emprunteurs, certains d'entre eux voulant écarter les « mauvais risques ».

*
* *

En ce qui concerne la production mondiale des métaux précieux, celle de l'argent continue à baisser, elle se chiffre à 157 millions d'onces en 1945, aussi le cours tend-il d'abord à se raffermir. Le prix d'achat de l'argent étranger est porté par les États-Unis à 71,11 cents l'once de fin en septembre 1945, celui de l'argent américain à 90 cents ½ fin juillet 1946. A Londres, le cours à cette dernière date monte à 55d. ½.

D'autre part, les quantités d'argent cédées par les États-Unis au titre « prêt-bail » pendant les trois années de guerre doivent être remboursées en nature dans un délai de 5 ans après une déclaration que fera le président des États-Unis. Les pays débiteurs de ce chef sont surtout l'Empire britannique (326 millions ½ d'onces de fin), l'Empire hollandais (56,7), l'Arabie Saoudite (18,9), l'Éthiopie (5,4), la France (2,6). C'est pour faire face à ce règlement que les Indes retirent de la circulation les pièces divisionnaires d'argent et les remplacent par des pièces de nickel.

Cependant, à la fin de 1946, le cours libre, qui avait dépassé à New-York le prix officiel de 90,50 cents l'once, tombe à 70,75 cents et, au début de 1947, il fléchit à Londres à 44 d. La consommation industrielle, en effet, diminue depuis la fin de la guerre et, sur le plan politique, la situation des *silvermen* est ébranlée par la victoire des républicains. L'argent reste un personnage effacé de la scène économique mondiale.

*
* *

La tendance à la baisse de la production de l'or et des stocks américains de ce métal, est actuellement moins accusée que pendant le temps des hostilités.

	Production annuelle en millions d'onces de fin		Réserves visibles à la fin de l'année en millions de dollars à 35 dollars l'once de fin	
	—	—	—	—
1941	39,9	30.000	dont aux États-Unis	22.740
1942	36 –	31.000	—	22.725
1943	30,2	31.300	—	21.940
1944	28 –	30.700	—	20.620
1945	27 –	30.100	—	20.065

La Russie n'est pas la seule inconnue qui continue de rendre les statistiques incertaines, l'avenir du Rand lui-même est loin d'être assuré, car des menaces de troubles sociaux persistent et, comme les probabilités d'une hausse du prix de l'or sont faibles, les sociétés aurifères « marginales » risquent de voir leurs bénéfices comprimés entre un prix de vente immuable et un coût croissant du travail.

Enfin, s'il est vrai, ainsi que le prétend le rapport de la Banque des Règlements Internationaux de 1946, que le danger d'une entrée massive d'or aux États-Unis et actuellement réduit, car cet afflux était surtout la conséquence des menaces de guerre en Europe, la situation politique fait craindre cependant qu'en plusieurs États les mesures de socialisation n'aboutissent à un résultat analogue. Les Gouvernements en d'autres pays, d'ailleurs, cherchent à éviter l'arrivée de grandes quantités d'or capables de provoquer une inflation, telle la Suisse qui demande à ses débiteurs de la payer en marchandises, non en métal, et qui rend même la liberté au marché de l'or. Quelques dirigeants vont jusqu'à procéder à des ventes d'or en vue de résorber l'excès de papier en circulation : curieux procédé de remplacement de l'inflation par la thésaurisation. Ces ventes ont commencé aux Indes en août 1943, en Égypte en novembre de la même année. Elles se sont considérablement accrues en 1946 au point de déprimer le marché. Le Mexique et la Grèce notamment ont vendu à des prix élevés de l'or acheté au pair aux banques centrales d'autres pays et ont réalisé ainsi d'importants bénéfices.

Ces ventes ont provoqué un recul des cours sur le marché noir français où l'or arrive en abondance par des voies clandestines. Après être monté à 7.000 frs en janvier 1946 en raison des menaces d'ordre politique intérieur, le Napoléon est tombé à 5.000 frs en octobre, à 3.300 le 21 mars 1947. Cette baisse n'est en aucune manière la conséquence d'un discrédit dont l'or aurait à souffrir, au contraire elle est due à sa réapparition sur les marchés libres étrangers.

Toutefois les réglementations antérieures sont maintenues en France au début de 1947. L'emploi de l'or dans les usages industriels reste lui-même soumis à des règles précises : le poids limite de l'or employé dans la fabrication des bijoux est fixé à 7 grammes pour les

alliances, à 35 grammes pour les bagues, à 150 grammes pour les colliers et bracelets ; la fabrication de plumes en or et de montures en or pour lunettes est interdite ; les dentistes sont autorisés à exiger de leurs clients 134 grammes d'or fin pour 100 grammes fournis et les vendeurs de bijoux en or doivent également demander une contrepartie en métal jaune.

*
* *

Ainsi nous retrouvons en général en 1947 les problèmes qui se posaient en 1939.

La monnaie est fille du temps ; elle est un résumé, toujours à jour, de sa propre histoire. Guerres et crises provoquent des déviations, des régressions, puis l'évolution recommence, analogue, sinon identique, aux évolutions passées.

Les Asiatiques continueront donc à thésauriser l'argent sans que ce métal puisse prétendre jouer un rôle monétaire de quelque importance, et les Européens continueront à rechercher l'or. Logiciens et moralistes s'indigneront, parleront de mystique et de défi à la raison. Il se peut. Mais même en admettant que la foi dans le métal soit, comme beaucoup l'affirment, fondée sur la bêtise humaine, c'est une raison de plus pour la croire éternelle.

Chapitre XXII – Le franc sous l'occupation allemande (1940-1944)

Les Allemands sont passés maîtres dans l'art d'exploiter les peuples qui subissent leur occupation. C'est la monnaie qui leur a servi dans une large mesure à masquer un pillage collectif et méthodique.

1° Les troupes allemandes étaient munies de billets qui leur permettaient d'effectuer des achats. Comme souvent les banques centrales avaient fui avec leur encaisse et leur outillage, il était difficile au conquérant d'émettre des monnaies nationales. D'autre part, il eût été imprudent de sa part de se servir du mark allemand lui-même puisqu'il aurait fallu le multiplier et lui faire courir grand risque d'inflation. C'est pourquoi les dirigeants du Reich avaient trouvé une solution ingénieuse : ils avaient créé une monnaie spéciale, le *mark d'occupation*¹⁵⁵. L'ordonnance du 23 septembre 1939 lui avait donné naissance en Pologne et celle du 3 mai 1940 avait fixé son statut.

Le mark d'occupation était émis par les *Reichskreditkassen* qui suivaient les années ; ces organismes avaient mérité d'être appelés les « troupes rapides de la *Reichsbank* ». Non seulement ils remplissaient des fonctions monétaires, mais encore ils avaient le pouvoir de traiter certaines affaires bancaires : achats et ventes d'effets de commerce, prêts à des entreprises d'armement.

Le mark d'occupation présentait les caractères suivants : d'abord il circulait dans tous les pays occupés indistinctement et même dans toutes les régions de passage des troupes allemandes (en Italie, en Roumanie, en Bulgarie), mais pas en Allemagne même. Les permissionnaires venant de France, par exemple, changeaient leurs marks d'occupation contre des marks nationaux et jusqu'à concurrence d'un certain maximum seulement ; de la sorte, les soldats allemands étaient contraints d'acheter en pays occupé.

¹⁵⁵ Voyez Y. Desmurs-Moscet, *La monnaie d'occupation*, thèse soutenue à Paris en 1942 et dont la vente a été interdite par les autorités allemandes ; – et R. Sédillot, *Le franc enchaîné*. Paris. 1945.

Ensuite les marks d'occupation avaient cours légal, ils pouvaient être remplacés par des billets nationaux grâce aux efforts des Instituts d'émission des pays occupés¹⁵⁶ et disparaissaient ainsi peu à peu, discrètement – ce fut le cas en France – mais le cours légal ne leur était cependant pas retiré, en principe, car leur mise en circulation restait toujours possible¹⁵⁷.

Enfin les marks d'occupation étaient couverts à la fois par le portefeuille commercial des *Reichskreditkassen* et par une avance du Reich.

2° Le taux de change du franc en marks avait été fixé d'autorité par les Allemands à un chiffre qui ne correspondait pas à la réalité et nous était défavorable : 1 mark pour 20 francs (ordonnance du 17 mai 1940). D'après les cours du mark et du franc en Suisse, cette parité aurait dû être de 17 fr. 60. Cette sous-estimation du franc facilitait les achats des occupants en France et constituait un moyen de plus de rançonner notre pays.

3° La France devait remettre aux Allemands, à titre de simple acompte sur les frais d'occupation, une somme de 400 millions de francs par jour dont la réduction à 300 millions en mai 1941 fut tolérée par les occupants sans qu'il y ait eu accord. Le 11 novembre 1942, ce montant fut élevé à 500 millions, y compris les indemnités de logement et de cantonnement antérieurement réglées à part. En outre, depuis le 1^{er} janvier 1943, le Gouvernement italien exigea le versement d'un milliard de francs par mois pour couvrir les frais des forces italiennes dites d'« opérations », montant qui dut être versé aux Allemands après l'armistice signé par l'Italie en septembre 1943.

Les versements effectués à l'Allemagne au titre des frais d'occupation se montaient à près de 632 milliards de francs le 20 juillet 1944.

Afin de faire face à ces dépenses, la Banque de France s'était engagée par la convention du 25 août 1940 à consentir à l'Etat des avances provisoires qui atteignaient à la fin de juillet 1944 la somme de 425 milliards et demi de francs. En outre l'Etat faisait appel aux ressources ordinaires de Trésorerie et notamment à des émissions de bons du Trésor.

Une inflation prit ainsi naissance. Au début du mois d'août 1944, le montant des billets en circulation était voisin de 592 milliards de francs, celui des engagements à vue de la Banque de France dépassait 635 milliards et la couverture (rapport de l'encaisse-or à ces engagements) était tombée à un peu plus de 13 %.

Le développement de cette inflation a été discontinu, car les *Reichskreditkassen* accumulaient dans leur compte à la Banque de France le montant des versements effectués aux occupants et opéraient des prélèvements sans aucune régularité. Encore ce mouvement a-t-il été freiné par une forte thésaurisation, dont les billets de 5.000 francs surtout ont été l'objet et qui a été estimée en 1943 à une centaine de milliards de francs.

Les pouvoirs publics ont essayé de restreindre l'usage de la monnaie de papier en supprimant le timbre du chèque en 1942 et ils ont porté à 40.000 fr. puis à 60.000 francs en 1944 le maximum des dépôts admis par les Caisses d'épargne dans l'espoir de canaliser le flux monétaire. Les dépôts dans les quatre grandes banques sont montés de 52 milliards en septembre 1940 à 118 milliards en mai 1944 et ceux des caisses d'épargne ont à cette dernière date dépassé 130 milliards. Il en est résulté une abondance monétaire qui a amélioré la liquidité des établissements de crédit, provoqué la baisse du taux de l'intérêt¹⁵⁸ et engendré bien des illusions : n'a-t-on pas dit naïvement que ces accumulations de

¹⁵⁶ Ils étaient « éponges » suivant le terme consacré.

¹⁵⁷ Exception faite pour les pièces divisionnaires qui ont perdu le cours légal lors de leur retrait, effectué en vue de récupérer le métal dont elles étaient faites. – Le cours légal a fini par être aussi retiré aux marks d'occupation, mais seulement le 1^{er} décembre 1943.

¹⁵⁸ Le taux d'escompte de la Banque de France a été fixé à 1,75 % le 15 mars 1941.

disponibilités attestaient la persistance de l'esprit d'épargne, alors qu'elles témoignaient simplement de la violence de l'inflation et de la rareté des possibilités d'emploi ?

Si l'on se réfère au montant du revenu national, tel qu'il était au début des deux guerres mondiales, on constate que l'inflation est plus accentuée en 1944 qu'en 1914. En effet, la circulation représente en août 1944 un pourcentage de 180 par rapport à ce revenu contre 103 en 1919 et la dette flottante un pourcentage de 147 contre 67. Le total de la dette publique qui s'élevait à 446 milliards le 1^{er} septembre 1939 atteignait 1.523 milliards le 1^{er} septembre 1944 dont 1.000 milliards environ portaient intérêt.

Pour atteindre de nouvelles couches d'épargnants sans accroître le montant de la dette à très court terme, le législateur a innové en créant par décret du 1^{er} mai 1942 des bons d'épargne à quatre ans remboursables avant échéance en cas de naissance, mariage, achat de bien rural et autre circonstance exceptionnelle.

Les chiffres astronomiques que nous venons de citer expliquent pourquoi le « circuit » s'est fissuré de toutes parts¹⁵⁹. La masse monétaire s'est déversée dans une large mesure sur le marché noir où les prix ont monté en flèche. Elle a exercé une telle pression que les blocages des prix officiels ont eux-mêmes cédé peu à peu. Le « panier de provisions » constitué par des produits légitimement acquis coûtait au début de 1944 environ 250 francs contre 100 en 1939 ; il revenait à plus de 500 francs quand la ménagère s'adressait au marché noir, comme elle était obligée de le faire à défaut de colis familiaux ou d'autres ressources personnelles, puisque les rations à cette époque ne permettaient pas de vivre. En raison de cette hausse du coût de la vie, les salaires ont dû être relevés en dépit des principes, d'abord fragmentairement, puis d'une manière générale en 1943.

Au total, du 1^{er} septembre 1939 au 31 août 1944, les dépenses ont été couvertes dans la proportion de 30 % par l'impôt, de 40 % par l'emprunt. L'ouverture du circuit a varié de 18 % (deuxième semestre de 1939) à 38 % (huit premiers mois de 1944¹⁶⁰).

D'un point de vue technique, les paiements au comptant se sont multipliés en raison de l'importance acquise par le marché noir où les règlements de la main à la main sont de rigueur puisqu'eux seuls ne laissent pas de trace. En même temps, le franc s'est effacé comme nous l'avons expliqué puisque, sur les marchés réglementés, les consommateurs ont dû fournir des tickets extraits de leurs cartes de rationnement et puisque les trocs sont devenus de plus en plus fréquents. Ainsi, d'une part, la monnaie est passée au second plan, d'autre part elle a pris clandestinement une brutale et excessive revanche. De telles conséquences sont inévitables en régime d'économie dirigée. En faire grief à l'homme qui cherche à échapper aux règlements est peine perdue. Quand un système est manifestement inadapté à la psychologie humaine, il est sage de chercher à modifier le système et non la psychologie¹⁶¹.

Pendant l'occupation, les pouvoirs publics ont pris peu de nouvelles mesures d'ordre technique en matière monétaire. L'institution d'un contrôle des changes a enlevé au Fonds de régularisation l'objet même de son activité. Les opérations sont passées depuis lors par l'Office des changes et le cours a été fixé par voie d'autorité. Régularisation et stabilisation n'ont plus eu de sens. Pourtant le Fonds n'a pas été supprimé, il est resté chargé de l'administration et de la comptabilité, il est devenu une sorte de service annexe de l'Office des changes.

¹⁵⁹ Sur le fonctionnement du circuit dans son ensemble, voyez notre brochure, *Esquisse de l'économie française sous l'occupation allemande*, Paris, 1945, chap. IV, par. 3.

¹⁶⁰ P. Beautier, *L'inflation en France au cours des deux guerres*, thèse dactylographiée. Paris, 1944.

¹⁶¹ Sur les mouvements des prix en économie dirigée et le rôle de l'inflation, voyez notre *Manuel d'Economie politique*, 2e éd., t. I, p. 268 ; t. II, p. 256.

Cet Office lui-même, dépendant de la Banque de France, a été transformé en octobre 1940 en un établissement public doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière, placé sous l'autorité du Ministre des Finances.

Enfin la hausse des cours des métaux a été telle que le prix de revient des pièces divisionnaires a dépassé leur valeur nominale et qu'il a fallu à la fois supprimer la pièce de cinq centimes et recourir à l'aluminium et au zinc. Les pièces divisionnaires sont devenues d'une surprenante légèreté.

Chapitre XXIII – Lendemain de libération

Dans les pays libérés, le phénomène monétaire qui attire tout d'abord les regards des nouveaux gouvernants est l'excès manifeste de la circulation. La première condition du retour à une situation saine est évidemment l'arrêt des émissions de billets, mais elle exige un équilibre budgétaire qui semble difficile à obtenir, puisque le déficit du budget français, évalué vers le milieu de l'année 1945, est de l'ordre de 250 milliards de francs.

Pour opérer une ponction, les pouvoirs publics ont eu recours à l'emprunt et à l'impôt.

L'emprunt est le moyen normal d'étaler pour ainsi dire l'inflation dans le temps. Son émission est facilitée par l'abondance des disponibilités qu'atteste un taux d'intérêt étonnamment bas : le taux d'escompte de la Banque de France tombe à 1,625% au début de 1945.

Dès novembre 1944, le Gouvernement français lance un emprunt perpétuel qui lui fournit 164 milliards de francs dont 127 d'argent frais et lui permet de rembourser intégralement les avances provisoires consenties par la Banque de France à l'État et de réduire légèrement la circulation. Au début de 1945, profitant du bon marché de l'argent, il convertit en 3 % les rentes 4 % et 4 ½ % et allège ainsi d'un milliard et demi par an la charge des arrérages.

Comme impôts, les pouvoirs publics décrètent en 1945 un impôt sur le capital dit *de solidarité*, malgré la condamnation portée depuis longtemps contre cette forme de contribution par les spécialistes de la science financière, et une taxe sur l'enrichissement destinée à frapper la plus-value « réelle » des patrimoines enregistrée entre le 1^{er} janvier 1940 et le 4 juin 1945. Le rendement escompté (80 milliards de francs en 1946, 130 au total) n'est pas suffisant pour justifier la désorganisation des marchés, la pénalisation de l'épargne, l'arbitraire des évaluations. De tels impôts exceptionnels ne sont admissibles que pour liquider une situation et non pour couvrir un déficit budgétaire.

Enfin il semble logique, après une inflation, de songer à une déflation. On nomme ainsi toute réduction du volume monétaire, sans modification du volume des échanges.

Si la définition de la déflation est symétrique de celle de l'inflation, les effets ne le sont nullement. Toute contraction monétaire tend à faire baisser les prix, conformément à la notion quantitative, et comme les éléments des coûts de production sont difficilement compressibles (impôts, salaires, intérêts), les profits s'amenuisent, les chefs d'entreprise s'inquiètent, le chômage s'accroît, bref des résistances s'affirment. C'est pour ce motif qu'un plan de déflation graduelle et modérée établi en 1920 en France dut être abandonné trois ans après.

Le seul exemple de déflation brusquée qui ait été opérée avant nos jours est celui de la Tchécoslovaquie. La loi du 25 février 1919 avait ordonné l'estampillage des billets de

banque, accompagné d'un prélèvement égal à la moitié de leur valeur. Ainsi espérait-on faire baisser les prix et désolidariser la couronne tchèque de la couronne autrichienne. Or, dès avant l'opération, la petite monnaie avait disparu, les paysans s'étaient déjà rendus dans les villes pour se débarrasser de leurs billets en achetant des objets quelconques et une hausse des prix en était résultée. Au lendemain de la réforme, la cherté s'était maintenue, car les individus avaient recouru au crédit et la monnaie scripturale avait remplacé la monnaie matérielle défailante. Une certaine défiance de l'étranger agissant par l'intermédiaire du change avait aussi concouru à déprécier la valeur intérieure de la couronne.

De nos jours, la Belgique a tenté une déflation après sa libération, dans le but aussi bien de résorber une partie de l'inflation antérieure que d'empêcher le rapatriement des billets prélevés par les occupants et de faciliter l'établissement d'un cadastre des fortunes. Les coupures de 100 francs et au-dessus perdirent cours légal et durent être présentées à l'estampillage ; entre le 3 et le 16 novembre 1944, chaque déposant reçut au maximum 2.000 francs de billets nouveaux. Les titulaires de comptes en banque gardèrent la disposition à leur choix soit d'un montant égal à celui de leur actif à la date du 9 mai 1940, soit de 10% de leur actif au 7 octobre 1944, soit pour les industriels et commerçants d'une somme de 1.000 francs par personne employée. Un montant supplémentaire de 3.000 francs fut libéré le 17 novembre. Sur le reste, 40 % devait être rendu disponible progressivement, 60 % devait rester bloqué.

Le résultat n'a pas été conforme à celui que les réformateurs avaient prévu. L'offre s'est raréfiée, car les producteurs étaient peu empressés de céder leurs marchandises contre une monnaie menacée de perdre une partie de sa valeur, alors qu'au contraire les détenteurs de billets cherchaient à s'en débarrasser. En conséquence, le commerce a été paralysé et les prix ont monté. Puis, une fois la réforme effectuée, des crédits ont été ouverts, la monnaie a déserté la Bourse qui a été fermée ; les cours des objets-refuge, de l'or, des monnaies étrangères ont fléchi, mais la pénurie, l'insuffisance des transports, les achats des troupes alliées ont maintenu les prix à un niveau élevé. Pour promouvoir l'activité des entreprises, des crédits ont été ouverts, et, comme en Tchécoslovaquie, la circulation s'est adaptée aux prix, et non les prix à la circulation.

« Une nouvelle inflation s'est substituée à l'ancienne », a dit M. Baudhuin. La circulation fiduciaire est passée de 25 milliards de francs environ après la réforme à 54 milliards au début de mai 1945.

Les avoirs temporairement bloqués seront libérés dans la mesure où les biens disponibles augmenteront, sauf les petits comptes qui seront débloqués rapidement. Les 60 % restants seront « stérilisés » au moyen d'un emprunt forcé et de divers impôts¹⁶².

Nous devons, en France, remercier les Belges d'avoir procédé à cette expérience et d'en avoir ainsi révélé les dangers à nos réformateurs. Certains dirigeants, en effet, sont toujours disposés à courir les aventures monétaires. Il est clair que le meilleur moyen pour résorber une inflation consiste à accroître la production, de manière à fournir à la monnaie la contrepartie qui lui fait défaut. Ce remède est difficile à appliquer dans un pays qui manque de matières premières et de moyens de transport, où la paresse pendant quatre ans était devenue une manifestation de patriotisme, où des changements hâtifs ont été opérés parmi les chefs au moment de la libération, où des paroles de sagesse ont de la peine à se faire entendre dans le désordre des lendemains de lutttes.

Le Gouvernement français a procédé au début de juin 1945 à un échange de billets anciens contre des billets nouveaux *sans retenue* dans un triple but : 1° réduire la circulation

¹⁶² G. Eyskens, ministre des finances, discours prononcé à la Chambre des représentants, le 16 mai 1945.

du montant correspondant aux billets détruits, perdus ou emportés par l'ennemi ;2° dresser l'inventaire de la fortune des Français en vue de l'établissement d'un impôt sur le capital ;3° amener les billets inactifs aux guichets des banques et des caisses d'épargne. Le montant des billets non présentés à l'échange a atteint une cinquantaine de milliards, d'après les déclarations du Ministre des finances, mais, pour calculer le bénéfice de l'opération, il faut déduire de ce chiffre le coût de fabrication, les frais de transport, la rémunération du personnel.

*
* *

La remise en ordre des monnaies dans les fractions restées ou devenues temporairement autonomes du territoire constitue un deuxième problème, aussi urgent, mais moins redoutable que le premier. En Corse, les billets de la Banque de France ont été retirés en deux étapes après la libération de cette île remplacés par des billets du Trésor. Des limitations de retrait de fonds en monnaie matérielle ont été édictées temporairement, mais les dispositions par chèques et virements sont restées autorisées (ordonnance d'Alger du 2 octobre 1943).

La circulation et la détention des billets de la Banque de France ont été interdites en Afrique du Nord. Les billets de la Banque d'Algérie n'ont pas échappé à l'inflation. Leur plafond était de 5 milliards en 1939, de 35 milliards en 1943.

En France même, les billets français dits « supplémentaires » ou « tricolores », non signés, remis aux troupes de débarquement, ont été en quelques mois retirés de la circulation.

Les parités fixées à Alger et maintenues ensuite sur le territoire métropolitain, à savoir 50 francs pour un dollar et 200 francs pour une livre, ont porté le kg d'or fin à 53.600 francs.

En Alsace-Lorraine, le taux de 15 francs pour un mark a été appliqué aux monnaies allemandes par une ordonnance du 15 novembre 1944. Seuls les avoirs existant au 15 juin 1940 et les engagements antérieurs au 16 juin 1940 et non modifiés du fait des autorités allemandes bénéficient du taux de 20 francs. Le cours de 15 francs semble correspondre à la parité des prix et des salaires, encore que les statistiques nous renseignent fort insuffisamment. Nos dirigeants ont jugé préférable de ne pas donner aux Alsaciens-Lorrains un avantage de change analogue à celui qui leur avait été conféré après 1918 et qui avait été la source de bien des difficultés¹⁶³, mais ils ont, par une ordonnance du 8 février 1945, accordé la garantie de l'État aux organismes qui doivent récupérer leurs actifs en Reichsmarks et sont susceptibles de se trouver de ce chef dans une situation gênée. Cette garantie est strictement limitée à la récupération des actifs en Reichsmarks qui constituent la contrepartie des comptes obligatoirement convertis en francs et en règle générale le risque de change seul est couvert, à l'exclusion du risque de transfert et de celui d'insolvabilité. Les profits provenant de l'utilisation, au cours des cinq premiers exercices, des actifs ayant bénéficié de la garantie doivent être versés au Trésor.

Plusieurs accords ont été conclus. Entre la Banque de France et la Banque de Belgique il a été convenu le 23 février 1945 que ces deux établissements échangeront leurs francs respectifs aux taux de 100 francs français pour 88,30 francs belges. Le solde de la balance des comptes entre les deux pays ne sera pas réglé par des transferts d'or ou de devises tant qu'il restera inférieur à 1 million de francs français ou à 883 millions de francs belges, il sera simplement porté en compte.

¹⁶³ Une ordonnance du 7 mars et un arrêté du 8 mars 1945 octroient un avantage limité aux Alsaciens-Lorrains en appliquant le taux de 20 francs pour un reichsmark à concurrence d'une somme de 200 R.M. par déposant, augmentée de 100 R.M. pour le conjoint et pour chacun des enfants mineurs vivant au foyer.

Le 27 mars 1945, la France a ouvert pour une année (à dater du 1^{er} mars) à l'Angleterre un crédit de 20 milliards de francs et l'Angleterre à la France un crédit de 100 millions de livres et il a été décidé que le solde serait réglé par versement en or, ou, à défaut, grâce au report de la dette dans certaines conditions. Les accords passés en 1939 ont été abrogés.

Dans nos rapports avec les États-Unis, nous avons bénéficié de la loi « prêt et bail » (11 mars 1941) quia autorisé le Président à livrer des produits remboursables en nature ou « en avantages qu'il jugera satisfaisants » à condition que le paiement ne puisse pas être obtenu en dollars ou autres devises, que ces produits ne servent pas à concurrencer les Américains eux-mêmes et qu'il s'agisse d'un but de défense « économique et efficace ».

En Allemagne, les alliés vainqueurs ont émis des marks militaires. Le change a été fixé d'abord à 5 frs pour un mark (au lieu de 20 frs sous l'occupation), puis à 12 frs. Le numéro des billets en marks émis par les alliés occidentaux est précédé d'un zéro, celui des billets en marks émis par les Soviétiques est précédé d'un trait. Les marks-zéros ont fait prime sur les marks ordinaires, les marks-traits également, mais dans une proportion moindre. En août 1946 les Anglais, en septembre de la même année les Américains ont retiré leur monnaie. Les Russes ont bloqué tous les comptes en banque dans leur zone, à l'exception de ceux dont l'importance était faible, et ils ont supprimé en fait le service des emprunts d'État.

*
* *

La persistance en France d'une politique orientée vers le socialisme, hostile à l'épargne et défavorable à l'initiative privée, rend la reprise difficile et lente. Le budget et la balance des comptes demeurent fortement déficitaires, aussi l'inflation se poursuit-elle. Le Gouvernement songe à dévaluer et les théoriciens se demandent quel doit être rationnellement le taux de cette dévaluation, c'est-à-dire comment on doit apprécier la valeur exacte du franc¹⁶⁴.

a) *Valeur intérieure*. Cette valeur s'exprime en termes de marchandises et de services. Mais quelle référence prendre ? Aucun niveau de prix ne résulte du libre jeu de l'offre et de la demande. Les prix officiels sont évidemment trop faibles, ils correspondent à des prix taxés. Les prix libres sont trop peu nombreux pour être indicatifs. Les prix du marché noir renferment généralement des éléments de monopole et toujours une prime de risque ; en outre leur caractère clandestin empêche d'en avoir une connaissance suffisante. Il faudrait disposer de statistiques permettant de calculer une moyenne pondérée entre les prix officiels, les prix libres et les prix noirs.

Bien des auteurs se réfèrent aux chiffres de la circulation et de la dette publique. A cet égard, notre situation n'est pas défavorable : les indices de la circulation pour la France, l'Angleterre et les États-Unis à la fin de 1943 (base 100 à la fin de 1939) sont respectivement de 332, 188, 270 et ceux de la dette portant intérêt pour les mêmes pays et à la même date de 209, 230, 384. Mais ce sont là des indications insuffisantes, car ces deux éléments sont loin de déterminer les prix à eux seuls. La vitesse de circulation de la monnaie notamment devrait être prise en considération.

On pourrait penser que le retour à la liberté et à l'abondance provoquera une chute des prix noirs, mais l'inflation, dans la mesure où elle se poursuivra sans être résorbée, la déthésaurisation, l'obligation de procéder à des achats de matières premières et d'outillage dont le prix sera fixé par l'étranger, la hausse massive des salaires et des traitements, amorcée dès la libération, exerceront une forte pression dans le sens d'un enchérissement.

b) *Valeur extérieure*. Il est exact que, si le franc s'est déprécié, la livre et le dollar en ont fait autant, car la Grande-Bretagne et les États-Unis sont, eux aussi, « décapitalisés ».

¹⁶⁴ Voyez par exemple une étude parue dans le rapport confidentiel n° 15 de l'Institut de Conjoncture (décembre 1943).

D'après les indices des prix de gros à la fin de 1943, la parité des pouvoirs d'achat s'établissait à 56 frs pour le dollar et à 200 frs pour la livre, chiffres voisins de ceux qui ont été adoptés au moment de la libération, mais les prix de gros officiels français ne correspondent pas à la réalité, comme nous l'avons déjà dit. Les prix britanniques et américains sont également fictifs en raison des subventions attribuées par l'État.

De leur côté, les cours du franc sur les places étrangères libres ne reflètent guère que des opinions, faute d'échanges : ils sont d'ordre spéculatif et psychologique plutôt que d'ordre économique : le cours du *modus vivendi* commercial franco-suisse du 23 octobre 1940 était fixé à 10 frs suisses pour 100 frs français ; ce cours était à Zürich de 2,50 en décembre 1942, 6,30 en décembre 1943, 7,05 le 31 juillet 1944, 8,65 le 9 août 1945¹⁶⁵.

Une détermination scientifique du cours du change, d'ordre économique, doit reposer sur les éléments à la fois les plus importants et les plus rigides de l'économie envisagée. En effet, on peut espérer obtenir ultérieurement l'ajustement des éléments souples au cours que l'on aura choisi. Les salaires répondent mieux à cette double exigence que les prix de gros ou que les charges fiscales, mais ils doivent être complétés par les paiements en nature et corrigés, si possible, par référence à un indice de la productivité, mais de tels calculs laissent toujours place à un certain arbitraire¹⁶⁶.

En fait, le franc a été surévalué, afin de restreindre le pouvoir d'achat des troupes de débarquement¹⁶⁷. Malheureusement l'élévation relative des prix qui en résulte est impatientement supportée par les armées étrangères et crée une atmosphère psychologique défavorable. Par contre, une dévaluation, provoquant un choc psychologique en France, risque de déclencher ; de nouveau un mouvement de hausse des salaires et des prix.

Dans tous les cas, il est bon de ne pas laisser le cours du change s'écarter largement de celui qui résulterait de la loi de l'offre et de la demande. En effet, si le franc est trop apprécié, nous exporterons difficilement car le coût de production de certaines de nos industries est supérieur en 1945 à celui de leurs concurrents étrangers ; s'il est trop déprécié, nous subirons une perte de substance telle que notre économie demeurera anémiée : nous créerons de ce chef un obstacle à la reprise mondiale. D'ailleurs, toute fixation du cours du change est provisoire tant qu'une situation stable n'est pas atteinte économiquement et politiquement à l'intérieur.

*
* *

Pour soutenir le cours du change, la Banque de France dispose d'une encaisse-or qui, étant demeurée à l'étranger pendant la guerre, se trouve être au jour de la libération la plus forte des encaisses des banques centrales européennes (Russie exceptée), mais une somme de 9 milliards et demi de francs en métal jaune est remise à la Belgique en compensation d'un montant égal saisi par les Allemands sur notre territoire en 1940 et un retrait est effectué en octobre 1945 pour régler nos achats à l'étranger. En outre, le Gouvernement décrète la réquisition des avoirs français à l'étranger et des valeurs mobilières étrangères possédées par des Français.

Le 26 décembre 1945 intervient une nouvelle dépréciation officielle, improprement nommée dévaluation. L'Office des Changes, par un simple avis, fait savoir que dorénavant le dollar vaudra 119 frs 10669 et la livre sterling 480 frs. L'or n'est pas pris pour référence.

¹⁶⁵ Cours officiel le 1^{er} décembre 1944 : 11,48 à 11,56. L'interdiction d'importer des monnaies étrangères aux États-Unis a été levée le 10 août 1945 ; le dollar a été coté 83 francs, ce qui met la livre à 312 fr. environ (la livre ayant valu 3,75 dollars).

¹⁶⁶ M. Courtin propose de combiner les prix et les salaires et aboutit à un chiffre de 154 francs pour le dollar. *Rapport à la Commission de l'économie nationale « Finances »*, 12 juillet 1945.

¹⁶⁷ En Italie libérée, la lire n'ayant pas été surévaluée, les armées étrangères se sont livrées à des achats excessifs au détriment de la population civile.

Si on calcule le poids du franc en or, il ressort à 8 mmgr 288 (à 900 millièmes). En même temps une nouvelle quantité d'or est retirée de l'encaisse de la Banque de France, mais ce retrait est masqué dans le bilan par une réévaluation sur la base du nouveau cours du change. En mai 1946 un troisième retrait est opéré et en mars 1947 la Banque de France est invitée à fournir la fraction exigible de notre contribution au Fonds monétaire international et à la Banque internationale. Si l'on tient compte de la part non encore appelée de cette contribution, l'encaisse-or de notre Institut d'émission, véritable fonds de roulement des échanges extérieurs, comme l'a nommée un ministre des finances, est menacée de tomber au-dessous du minimum de sécurité. Voici quelques chiffres révélateurs : encaisse-or de la Banque de France en tonnes :

Fin 1940 : 1.777 – fin 1944 : 1.368 – fin 1945 : 968 – mai 1946 : 725 – mars 1947 : 618.

Postes du bilan de la Banque de France en milliards de francs :

	31 déc. 1939	28 déc. 1944	27 déc. 1945	28 janv. 1947	18 mars 1947
	—	—	—	—	—
Encaisse-or ...	97,3	75,1	129,8	94,8	82,8
Avances provisoires à l'Etat	20,6	15,8	—	61,8	70,6
Circulation ...	122,1	572,5	570	719,4	745,7

Après chaque mesure d'assainissement, les avances provisoires de la Banque de France à l'État sont remboursées partiellement ou totalement et la circulation tend à fléchir, puis elles s'accroissent toutes de nouveau.

L'inflation est incontestable. L'Institut national de la statistique et des études économiques nous fournit un indice à base 1938 = 100 qui fait apparaître pour la moyenne mai-juin-juillet 1946 les chiffres ci-dessous :

Total de la circulation fiduciaire, des dépôts en banque et des comptes de chèques postaux	706,6
Total des liquidités précédentes, des dépôts dans les caisses d'épargne et des bons du Trésor appartenant à des particuliers	681,9
Prix de gros	577
Prix de détail	565

Jusqu'en juillet 1946 on remarque que l'accroissement des disponibilités précède la hausse des prix ; à partir de cette date le relèvement de 25 % des salaires inverse la situation : la hausse des prix, conséquence de l'augmentation massive de la demande, précède l'augmentation des disponibilités.

C'est pour freiner l'enchérissement et les demandes de hausses de salaires dont il est la source que le Gouvernement, justement effrayé par le développement du « cycle infernal », décide de procéder à deux baisses successives de 5 % des prix au début de 1947. Mesure hâtive, brusque renversement de vapeur à la vue de l'abîme, qui est destiné à provoquer un « choc psychologique », mais qui ne tient compte ni des disparités entre les prix, ni des difficultés de contrôle des prix non officiels, et qui n'est nullement une solution. En effet cette baisse exigée par l'autorité est très différente de celle qui se produit spontanément en

régime individualiste sous l'action de la concurrence et qui engendre le progrès. L'une est arbitraire, l'autre traduit une situation de l'offre et de la demande. Si nous voulons que la première persiste, nous devons créer après coup la situation dont elle est la synthèse. Autrement dit, l'opération doit trouver un support au delà du marché dans le domaine des facteurs qui déterminent les prix, en particulier grâce à une augmentation de la production et à une réduction du déficit budgétaire.

*
* *

Soyons persuadés que les dispositions d'ordre monétaire ne sont jamais que secondaires. Tout dépend de la volonté de travail et d'épargne du peuple et de la sagesse des dirigeants.

Conclusion

L'histoire monétaire du XX^e siècle est attristante. Encore avons-nous passé sous silence les formes fantaisistes écloses dans la tourmente et fanées en un instant. Telles les monnaies « fondantes », thèmes faciles pour revues de fin d'année. L'imagination n'a jamais fait défaut et plus les hommes parlent de rationalisation, moins ils sont raisonnables.

La monnaie a encore aujourd'hui le fâcheux privilège d'être au premier rang des préoccupations. Tantôt on va jusqu'à lui retirer le droit à l'existence, on rêve d'économie en nature, et l'on est tout surpris de constater que la monnaie détruite renaît de ses cendres ; c'est l'expérience russe. Tantôt on la regarde comme un despote, on proclame qu'elle doit « être servie », on la manipule pour la plier à des idées préconçues et l'on s'étonne, après avoir chauffé le mercure pour le faire monter dans le tube thermométrique, de ne pas jouir d'une douce chaleur. Tantôt au contraire, loin de l'humilier, on fait d'elle une puissance, on la détache du capital, dont elle n'est que la représentation, pour en faire un « pouvoir d'achat » et l'on s'indigne parce que, privé de son support de travail et d'épargne, le billet de banque n'est plus qu'un morceau de papier. Tantôt enfin, et c'est le cas le plus fréquent, la monnaie est une échappatoire commode : les Gouvernements aux abois, ne sachant comment sortir des impasses dans lesquelles ils sont engagés, coincés entre les partis qui les empêchent de prendre les mesures d'assainissement nécessaires, trouvent dans la monnaie la ligne de moindre résistance. Les inflations, les dévaluations, les directions sont des applications des politiques de facilité.

La première réforme à faire est celle des mentalités. Le reste suivra.

Il n'y a point de révérence particulière à avoir pour un moyen d'échange, il n'y a pas non plus à porter d'accusations contre lui. Cet intermédiaire doit rester au second plan, comme il l'était jadis. Aujourd'hui il est devenu grande vedette sur la scène économique, il est dirigé, ligoté, amputé, puis encensé ou maudit, comme s'il était responsable de son destin.

Laissons les choses et éduquons les hommes. Les peuples ont la monnaie qu'ils méritent.